

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2026

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Informazione e conformazione nei contratti di *IRS*.

SOMMARIO: 1. Il *mark to market* e gli scenari probabilistici nella giurisprudenza. – 2. La causa dell'*irs*: i diversi punti di vista della giurisprudenza e della dottrina. – 3. La mancata indicazione del *mark to market* e la mancata esplicitazione degli scenari probabilistici. Precisazioni sulla causa e sull'oggetto dell'*irs*. 4. Rilievi conclusivi: la qualificazione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato.

1. *Il mark to market e gli scenari probabilistici nella giurisprudenza.*

Sul tema dell'*interest rate swap* si è sviluppata negli ultimi anni una vasta produzione giurisprudenziale, la cui sostanza – per quel che qui rileva – si può condensare nel seguente quesito: nel contratto derivato stipulato tra un intermediario finanziario e una parte non professionale la mancata indicazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici ha conseguenze sul piano della validità?

Il dibattito, in ragione della sua ampiezza, non ha ancora prodotto un orientamento unitario; difatti, le decisioni restituiscono un quadro frammentato, nel quale coesistono letture differenti del ruolo di tali elementi. Da un lato, la linea interpretativa maggioritaria che li considera incidenti sulla stessa configurabilità degli elementi essenziali del contratto, alla quale aderisce anche la recente pronuncia del Tribunale di Parma del 13 febbraio 2025; dall'altro, la ricostruzione che ne limita la rilevanza al profilo informativo.

Il primo orientamento peraltro non si presenta monolitico. A fronte della mancata indicazione degli elementi in parola, per dichiarare nullo il contratto di *swap*, le Corti ravvisano in alcuni casi un vizio della causa¹, in altri un vizio dell'oggetto². Ciò che accomuna i diversi

¹ Si veda, per tutte, la significante decisione App. Milano, 18 settembre 2013, in *dirittobancario.it*.

² Per tutte Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *dirittobancario.it*; con nota di A. DOLMETTA – L. S. LENTINI, *Tra «prestazione» e «valore» del market to market: a margine del derivato prodotto di impresa*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 466; con nota di M. BARCELLONA, *La Cassazione e i derivati: tra pessime argomentazioni e condivisibili conclusioni*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 451; con nota di S. PAGLIANTINI, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 484; La Corte afferma che l'indicazione del

approdi è la premessa di fondo³, riassunta in una recente pronuncia delle Sezioni Unite⁴, che muove dalle seguenti considerazioni: i) gli *swap*

mark to market, comprensiva della formula matematica utilizzata per il suo calcolo, rappresenta un elemento essenziale del contratto di *interest rate swap*. La sua omissione – così come quella dei criteri matematici necessari a determinare l'aleatorietà del contratto, dei costi impliciti o della prospettazione dei cosiddetti scenari probabilistici – comporta l'impossibilità di identificare e misurare concretamente l'alea che ne costituisce l'oggetto. Conseguenza è la dichiarazione di nullità per indeterminatezza dell'oggetto. La Corte specifica che nei derivati *over the counter*, la mancata conoscenza del *mark to market* e/o degli scenari probabilistici assume rilievo ancora maggiore, poiché l'intermediario è sempre controparte diretta dell'investitore e condivide con lui il rischio contrattuale. Se, infatti, lo *swap* si fonda su un'alea reciproca e bilaterale a carico di entrambi i contraenti, risulta inconcepibile che la qualità e la quantità di tale rischio restino ignote a una delle parti. In senso conforme Cass., 7 novembre 2022, n. 32705; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654; Cass., 24 luglio 2023, n. 22014, tutte in *DeJure*. Per alcuni, in dottrina, l'orientamento illustrato suscita perplessità: si veda R. LENER – C. CIPRIANI, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, 768, ss.

³ Tale orientamento giurisprudenziale fa propria la tesi di D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2024; ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, 648; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 3. L'a. qualifica i contratti derivati *over the counter* come scommesse legalmente autorizzate. Le condizioni, in presenza delle quali il contratto derivato è lecito, dipendono dall'accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell'alea, calcolata sulla base di criteri scientifici riconosciuti e oggettivamente condivisi. La tesi sostenuta dall'a. implica la nullità dei contratti derivati che sono stati conclusi in assenza di accordo sulla misura quantitativa e qualitativa dell'alea.

⁴ Si fa riferimento alla Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *diritto bancario.it*; con nota di M. MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, in *Nuovo Diritto Civile*, 2021, 193 ss.; con nota di U. PATRONI GRIFFI, *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti di IRS*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, 60 ss.; con nota di R. LENER – C. CIPRIANI, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, cit., 768; con nota di S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123; con nota di A. PERRONE – M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, II, 195 ss.; con nota di A.M. GAROFALO, *Interest Rate Swap e causa: le sezioni unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 345 ss.; con nota di A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, 2403 ss.; con nota di D. MAFFEIS – U. CHERUBINI, *Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS. UU. 8770 del 2020*, in questa *Rivista*, 2021, I, 473. Si vedano

costituiscono una sorta di scommessa finanziaria differenziale; *ii*) sono contratti con causa variabile poiché alcune volte hanno una funzione speculativa, mentre altre hanno una funzione di copertura di rischi sottostanti; pertanto, la funzione che l'operazione persegue va individuata esaminando il caso concreto; *iii*) per valutarne la liceità, bisogna verificare se si è in presenza di un accordo tra intermediario e cliente sulla misura dell'alea, calcolata sulla base di criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisibili. L'accordo deve essere fondato sulla indicazione del *mark to market*⁵, come pure sulla prospettazione degli scenari probabilistici⁶.

altresì gli editoriali di R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quando è reale la razionalità pretesa dalle Sezioni unite?*, in *dirittobancario.it*, 2020; di F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, *ivi*, 2020; di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, *ivi*, 2020.

⁵ Di contrario avviso A. PERRONE – M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, cit., 210 ss., i quali sostengono che «[...] le affermazioni del giudice di legittimità sul necessario ricorso al *mark-to-market* per determinare un accordo tra le parti sulla misura del rischio risultano largamente imprecise»; ciò poiché «il *mark to market* non ha [...] alcun valore prognostico sul futuro andamento del contratto», ma «esprime unicamente la proporzione tra le prestazioni delle parti. Tale proporzione è del tutto irrilevante per la determinazione del rischio del contratto, potendo piuttosto rilevare, se del caso, per il diverso problema dell'equilibrio nello scambio contrattuale».

⁶ La giurisprudenza fa propria la tesi di D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 5 ss., secondo il quale «il *mark to market* è un numero, che, come tale, non rileva la sua genesi probabilistica. L'investitore che si accorda su quel numero potrebbe non avere chiaro affatto, o aver poco chiaro, che si sta accordando sulla misura probabilistica di un'alea. [...] La consapevolezza che si tratta di un accordo sulla misura probabilistica dell'alea, invece, è garantita se l'investitore si accorda su uno scenario espresso in percentuale». Di contrario avviso, R. NATOLI, *Ancora incertezze su mark-to-market e oggetto del contratto in interest rate swap*, in *Società*, 4, 2019, 465 ss., il quale afferma che «gli scenari probabilistici assolvono se mai a un'altra (e non meno importante) funzione, che nulla ha a che vedere, però, con gli elementi strutturali del contratto». In particolare, «l'esplicitazione dello scenario probabilistico non è mezzo rispetto alla consapevole assunzione, *ex ante*, di rischio da parte del cliente, ma è strumento di controllo, *ex post*, del puntuale adempimento, da parte dell'intermediario, dell'obbligo di proporre un contratto adeguato alle esigenze del cliente»; A. PERRONE – M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, cit., 213 ss., i quali affermano che gli scenari probabilistici rappresentano «gli scenari di probabilità del controvalore finale del

In contrasto con l'opinione giurisprudenziale prevalente, si è sviluppato un orientamento minoritario secondo il quale *mark to market* e scenari probabilistici sono estranei all'oggetto e alla causa, pertanto la loro mancanza non determina mai la nullità del contratto⁷. Specificamente, il *mark to market* rappresenta soltanto la stima, in un dato momento, del valore del contratto in base all'andamento atteso dei tassi, rilevante soprattutto in caso di estinzione anticipata dell'operazione. Non trattandosi dunque di un costo necessariamente a carico del cliente, la sua eventuale mancata indicazione non incide sulla validità⁸. Quanto alla causa dello *swap*, le Corti affermano che essa si identifica nello scambio dei flussi finanziari, restando estranea al concetto di causa l'aleatorietà intrinseca del contratto, che ne rappresenta semmai la natura. Ne deriva che la mancata indicazione del

capitale investito»; pertanto sono capaci di «offrire una sintesi dei possibili esiti dell'investimento al netto dei costi applicati» e consentono di apprezzare il «rischio di *performance* del prodotto, inteso come capacità di quest'ultimo di creare valore aggiunto per l'investitore con probabilità più o meno elevate». Essi assolvono a una funzione di trasparenza informativa sul profilo di rischio dei prodotti d'investimento non-*equity*, favorendo decisioni di investimento consapevoli. Alla luce di ciò, gli autori mettono in discussione la possibilità di applicare ai contratti derivati uno strumento concepito con riferimento ai prodotti non-*equity* per gli investitori *retail*. Ciò poiché gli scenari probabilistici presuppongono «la neutralità al rischio dell'investitore, così muovendo da un'ipotesi non realistica: nessuno, infatti, è indifferente al rischio di un'imprevista alterazione nell'andamento dei tassi». Ne consegue che gli scenari probabilistici presentano una utilità limitata ai fini della «previsione del valore dei contratti derivati a una data futura» e possono persino risultare «fuorvianti» qualora gli investitori al dettaglio non colgano appieno le «implicazioni del presupposto di neutralità al rischio». Alla luce di queste considerazioni, gli autori sostengono che il richiamo operato dalle Sezioni Unite agli scenari probabilistici quali strumenti di misurazione qualitativa e quantitativa dell'alea, idonei a rendere l'investitore consapevole «di ogni aleatorietà dell'alea», appare «presentare un marcato grado di approssimazione».

⁷ Ricostruzione presente soprattutto nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Milano, 28 luglio 2023, n. 6541; Trib. Milano, 6 marzo 2023, n. 1717, entrambe in *DeJure*. Nello stesso senso, Trib. Spoleto, 29 giugno 2023, n. 504, in *OneLegale*; Trib. Pistoia, 22 dicembre 2022, n. 1082, *ivi*; Trib. Parma, 8 febbraio 2021, in *www.iusletter.com*. Si veda altresì Trib. Vicenza, 9 dicembre 2020, in *OneLegale*, il quale afferma «anche ove, in ipotesi il contratto *IRS* non rechi la specificazione del *mark to market*, non v'è chi non veda che tale dato è di nessuna utilità perché fotograferebbe una situazione contingente alla data della stipula che non ha alcuna rilevanza perché certamente il contratto non si chiude alla data stessa della stipula».

⁸ In tal senso Trib. Milano, 22 marzo 2021, in *DeJure*.

mark to market e degli scenari probabilistici attiene, al più, a un profilo di omessa informazione⁹. Tale impostazione è in linea peraltro con il consolidato orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie¹⁰, il quale rappresenta gli elementi in parola come meri strumenti informativi, i quali possono al più assumere rilievo «ai fini della verifica del corretto assolvimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi discendenti dalla normativa di settore»¹¹.

2. La causa dell'irs: i diversi punti di vista della giurisprudenza e della dottrina.

Le affermazioni dei due orientamenti giurisprudenziali illustrati sollevano rilievi critici. In primo luogo, non appare condivisibile la ricostruzione minoritaria secondo la quale la causa dello *swap* si identifica nello scambio dei flussi finanziari.

La causa dello *swap* non è uno scambio: se così fosse vi sarebbe corrispettività delle attribuzioni. Così invece non è. L'unico effetto dello *swap* è quello di organizzazione¹².

⁹ Si veda, per esempio, App. Milano, 24 novembre 2020, n. 3049, in *DeJure*, che afferma «l'omissione di informazioni rilevanti alla formazione del consenso altrui e quindi delle scelte consapevoli dell'investitore» costituisce «fonte di responsabilità contrattuale per inadempimento degli obblighi di informazione di cui agli artt. 1176, comma 2 c.c. e 1375 c.c. e di cui all'art. 21 tuf, assunti con la stipula del contratto quadro». In senso conforme, prendendo le distanze dai principi espressi delle Sezioni Unite, si veda anche Trib. Milano, 22 marzo 2021, n. 2399; Trib. Milano, 14 ottobre 2020, n. 6224; App. Milano, 28 luglio 2020, n. 2003, tutte in *DeJure*.

¹⁰ V., tra le tante, ACF, decisione 16 giugno 2020, n. 2678, in *dirittobancario.it*, nella quale si afferma che «il *Mark to Market* esprime solo il valore del contratto in un determinato momento storico, sicché la sua mancata indicazione non si riflette né sull'oggetto del contratto – che resta pienamente determinato – e neppure si traduce in un vizio della causa dello stesso», pertanto «la mancanza della loro indicazione possa al più far sorgere un problema di consenso non integro, da ricondurre dunque alla tematica più generale dei vizi del consenso e dare ingresso ai conseguenti rimedi, ma non certo un problema di illiceità della causa o di indeterminatezza dell'oggetto contrattuale tale da condurre alla nullità dell'operazione».

¹¹ V. ACF, decisione 21 settembre 2023, n. 6827, in *www.acf.consob.it*.

¹² In tal senso P. SPADA, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 138 ss.; altresì R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 75 ss. Per le argomentazioni sulla natura dell'effetto si rimanda a ID., *Fisiologia e patologie*

La teoria generale dei contratti è costruita sull'idea dell'effetto come effetto di attribuzione¹³: il contratto è considerato anzitutto strumento di programmazione di attribuzioni patrimoniali, l'efficacia del quale si esaurirebbe nell'alternativa tra efficacia reale ed efficacia obbligatoria tra le parti.

Nello *swap*, il riferimento economico dell'operazione è costituito da una somma di denaro meramente nominale, che funge solo da base di calcolo per determinare gli effetti delle variazioni dei tassi d'interesse. Il denaro resta, dunque, termine finale dell'operazione¹⁴. Ciò sfugge alla tradizionale distinzione tra contratti a effetti reali e contratti a effetti obbligatori: il valore centrale dell'operazione consiste nello stabilire il rapporto tra la dinamica del fatto considerato (la variazione di un indice o di un parametro) e i diritti della parte o delle parti a scadenze date e/o al termine del rapporto contrattuale. In termini più semplici: tale valore/effetto risiede nell'organizzazione di un rapporto volto a correlare un fatto economico a conseguenze patrimoniali future. È possibile parlare di organizzazione poiché il contratto, anziché incidere direttamente sulla dinamica delle situazioni soggettive, stabilisce un nesso tra due fatti¹⁵. Più specificamente: l'effetto organizzativo opera una predeterminazione di interessi e regole con riguardo, non alla dimensione soggettiva dei rapporti attuali tra situazioni giuridiche, ma a quella oggettiva¹⁶.

della finanza derivata. *Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese – F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 43 ss.

¹³ Si veda sul punto G. GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico. I. Lineamenti generali*, Milano, 1995, 153 ss.

¹⁴ In tal senso la ricostruzione di P. SPADA, *Attività e «prodotti» finanziari*, cit., 138 ss.

¹⁵ In questi termini P. SPADA, *op. ult. cit.*, 139 ss.

¹⁶ L'effetto di organizzazione, come afferma P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1972, 128 ss., si caratterizza per la sua idoneità a incidere sul piano del diritto oggettivo. Si veda sul punto, seppure con riferimento agli atti di destinazione patrimoniale, R. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645 ter: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 965 ss.

La seconda affermazione che merita di essere analizzata è quella riconducibile alle Corti appartenenti all'orientamento maggioritario, le quali qualificano gli *swap* come contratti con causa variabile¹⁷.

Questa ricostruzione tuttavia non appare condivisibile, giacché si mostra preferibile la tesi che nega che lo *swap* abbia causa variabile¹⁸. In particolare, la prospettazione della causa variabile presuppone l'esistenza di un tipo, ma l'*irs* non è un tipo. Peraltro, i contratti *swap* non sono mai incompleti come non lo sono neppure quelli sottostanti. Gli uni e gli altri stanno in piedi da sé medesimi e la loro combinazione ne modifica l'attitudine funzionale¹⁹ rendendo necessaria una qualificazione congiunta da operare in concreto. Infatti, lo *swap* può essere espressivo di diverse funzioni: non soltanto speculativa o di

¹⁷ L'ingresso nel diritto applicato del contratto a causa variabile è avvenuto per il tramite della cessione del credito. Si rimanda sul punto a V. PANUCCIO, *La cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano, 1955, 16 ss.; altresì ID., *Cessione. c) Cessione dei crediti*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1960, 849 ss. A mente dell'a., il quale non condivide la tesi secondo la quale la cessione è negozio astratto, «vi sono dei casi (e la cessione è fra questi) in cui lo schema negoziale e contrattuale in sé considerato non è sufficiente a determinare gli effetti e deve essere integrato in uno schema più ampio che dia rilievo al sistema di interessi giuridici, cioè alla causa per cui l'atto si compie. Perché la cessione possa operare giuridicamente la legge richiede espressamente (art. 1260 c.c.) un titolo oneroso o gratuito capace di fondare il trasferimento. Per ciò la cessione in quanto tale è uno schema incompleto di negozio che va integrato, per operare giuridicamente, con un titolo oneroso o gratuito». In base a questa ricostruzione il contratto di cessione sarebbe una fattispecie tipica generica o, anche, incompleta, espressiva soltanto dell'interesse a cedere il credito. La combinazione della causa tipica generica con una delle cause possibili del trasferimento darebbe luogo alla «causa variabile» della cessione.

Si veda anche A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, cit.; Più in generale, sulla causa dello *swap*, cfr. U. MINNECI, *Operatività in irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 153 ss.

¹⁸ In questo senso R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, in *Liber Amicorum per Aldo Dolmetta*, Pisa, 2023, 123 ss.

¹⁹ In dottrina, sulle funzioni dello *swap*, si rimanda a M.M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *dirittobancario.it*, 2013.

copertura²⁰, ma anche di ristrutturazione di un debito preesistente o di finanziamento.

Dato di partenza è che tramite lo *swap* si determina il segno e l'entità di flussi finanziari futuri tra le parti al fine di regolare un rischio²¹. Nella sua configurazione più semplice – il c.d. *plain vanilla* – assume la forma di una vera e propria scommessa: ciascuna parte specula sull'andamento futuro di un determinato indice, tasso o valuta. Alla scadenza convenuta, la parte che ha formulato la previsione corretta ha diritto a ricevere dall'altra un importo pari al differenziale tra i tassi (o

²⁰ Cfr. S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti di «swap»*, in G. Gitti, M.R. Maugeri e M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa, II, Banca, mercati e società*, Bologna, 2012, 194; M. COSSU – P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente: divagazione del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 410 ss.; R. TAROLLI, *I derivati o.t.c. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 111 ss.

Per una visione critica sulla distinzione tra *swap* con funzione di copertura e speculativa si veda R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 44 ss.; altresì D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*, 5 febbraio 2013, ove si afferma che «la distinzione fra scopo di copertura e scopo di speculazione è semplicistica, e non considera la vera natura di qualsiasi *interest rate swap*, che è quella di una scommessa – autorizzata, ai sensi dell'art. 1935 cod. civ., in forza del richiamo di cui all'art. 1 TUF [...] – che ha per scopo comune la creazione di un rischio e il cui oggetto è rappresentato dalle alee bilaterali e reciproche, ed è del tutto distinta dalla natura del contratto di assicurazione».

²¹ La letteratura sul tema è ampia: B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in F. Galgano (a cura di), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, III, Torino, 1995, 2441 ss.; V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti di «swap»*, cit., 194; R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in R. Di Raimo e A. Gentili (a cura di), *Le negoziazioni del rischio finanziario*, Napoli, 2016, 141 ss., specifica che «[...] il rischio si può creare – cosa che avviene ad esempio negli *swap* non collegati a un sottostante di corrispondente entità – e poi allocare. Si può trasformare nel segno (da interesse fisso a variabile o viceversa, come avviene ad esempio negli *interest rate swap* qualora il nozionale corrisponda al capitale di un rapporto sottostante e vi sia equilibrio delle posizioni). Ancora, si può condividere, come nelle *options* e nei *futures*, dove si trasferisce una parte del rischio assieme a una porzione di potenziale redditività di un'operazione. Si può esternalizzare, cedendolo – autonomamente rispetto ai rapporti ai quali inerisce – a qualcuno che intende scommettere».

le valute) calcolato sul valore nozionale di riferimento. Si tratta, dunque, di una scommessa in senso proprio, poiché il rischio regolato non preesiste al contratto, ma viene da esso stesso generato.

I fatti dei quali le Corti si occupano riguardano rapporti più complessi, specificamente caratterizzati dalla connessione dello *swap* con un contratto di finanziamento sottostante (come un mutuo)²². Più precisamente: chi stipula un contratto di mutuo optando per un tasso variabile sta, di fatto, scommettendo, poiché ha selezionato il rischio che intende affrontare²³. Se, dopo un certo tempo, si desidera modificare i termini di questa scommessa, si hanno due vie. La prima, senza dubbio onerosa poiché presuppone che il cliente abbia a disposizione liquidità, è l'estinzione del mutuo a tasso variabile e la stipula di un nuovo mutuo a tasso fisso. La seconda è la stipula di un contratto di *interest rate swap*. Se il valore nozionale dello *swap* corrisponde esattamente a quello del contratto sottostante e se nel complesso si profila un perfetto equilibrio delle posizioni contrattuali, l'*irs* non crea alcun rischio aggiuntivo. Consente di ottenere, al contrario e senza costi eccessivi, il medesimo risultato dell'estinzione e successiva riaccensione del finanziamento con mutamento della tipologia di tasso. Non vi è dunque nulla di anomalo in questa operazione, sebbene debba essere chiaro che essa non produce un effetto di copertura²⁴. Il rischio, semplicemente, viene trasformato. Nello *swap*, un contraente non trasferisce all'altro il rischio di un evento incerto, ma entrambi cambiano, dunque correlativamente invertono, il segno del rischio inerente a un fenomeno economico certo e costante nell'*an*, quale l'evoluzione dei tassi. Mantengono il rischio su di sé, ma scommettono in senso inverso rispetto alla propria scelta originaria.

²² Per una puntuale descrizione del funzionamento complessivo dell'operazione economica composta da mutuo e *swap* si rimanda a A. CARRISI, *Complessità contrattuale e perimetri applicativi. Questioni sul confine tra banca e finanza*, in questa *Rivista*, 2024, I, 329 ss.

²³ In tal senso R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 308 ss.

²⁴ R. DI RAIMO, *op. ult. cit.*, 308 ss.; D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*, cit.

3. *La mancata indicazione del mark to market e la mancata esplicitazione degli scenari probabilistici. Precisazioni sulla causa e sull'oggetto dell'irs.*

Da ultimo e per concludere, alcune considerazioni su quanto sovente affermato dall'orientamento giurisprudenziale maggioritario: presupposto della liceità del contratto derivato sarebbe che l'accordo tra intermediario e cliente si formi anche sul *mark to market*²⁵ e sugli scenari probabilistici.

Con tale ricostruzione la giurisprudenza fa propria l'opinione di una importante letteratura²⁶, che qualifica i derivati alla stregua di scommesse legalmente autorizzate, che esattamente dalla presenza di un accordo sui predetti elementi trarrebbero tale carattere, quali scommesse razionali cui il legislatore riconosce legittimità. In tale prospettiva, l'alea razionale costituisce l'oggetto del contratto, ciò laddove la causa diventa quella della scommessa legalmente autorizzata sul presupposto della razionalità dell'alea²⁷. Dunque, ove l'accordo non

²⁵ Sul punto Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *dirittobancario.it.*, chiarisce: «affinché possa sostenersi che [il *mark to market*] sia quantomeno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente»; se «per la determinazione del *mtm* si pretendesse di fare richiamo alle sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza specificare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato».

²⁶ D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 182 ss.; ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, III, 648; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 3.

²⁷ Si veda in particolare D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 28, il quale si esprime in questi termini: «L'investitore manifesta quindi la sua volontà [...] che ha ad oggetto un'alea razionale: la volontà dell'investitore è così lecitamente manifestata [...] sulla scorta della previa autonoma raffigurazione dei possibili scenari di mutamento delle variabili su cui il contratto derivato insiste. L'assunzione delle alea è affidata alla raffigurazione degli scenari probabilistici scientificamente misurati e così la razionalità della scommessa finanziaria cessa di rimanere puramente *sulla carta*».

contempli la misura quantitativa (*mark to market*) e qualitativa (scenari di probabilità, dei quali il *mark to market* rappresenta la media ponderata) dell'alea, la scommessa non è razionale, né la causa si può reputare lecita. In definitiva lo *swap*, senza trasparenza dell'alea, sarebbe nullo; ciò poiché in finanza una scommessa cieca è illecita²⁸.

Come detto, sulla base di questa costruzione teorica, in assenza dell'indicazione dei suddetti elementi le Corti dichiarano lo *swap* nullo, in alcuni casi per vizio della causa, in altri per vizio dell'oggetto.

Appare tuttavia discutibile la dichiarazione di nullità per il primo vizio, poiché la causa, pure in assenza della indicazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici, resta lecita.

La causa del contratto in parola, infatti, «è la formalizzazione di una ragione di calcolo in relazione alla quale ad un dato tempo una parte pagherà una somma all'altra»²⁹. In altri termini: è la definizione delle regole di futuri flussi finanziari tra le parti. Certamente tali regole sono più complesse qualora vi sia il collegamento con un sottostante e contemporaneamente vi sia la creazione di nuove alee rispetto a quelle proprie del medesimo sottostante. Ma ciò non incide sulla causa poiché «la regola è regola e ove non sia manifestatamente insensata è difficile dire che non è razionale»³⁰.

Sull'ipotesi di vizio dell'oggetto, una parte della giurisprudenza afferma che, in caso di omessa indicazione del *mark to market* e di mancata prospettazione degli scenari probabilistici, «il contratto deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità»³¹.

Sono doverose alcune precisazioni.

²⁸ D. MAFFEIS, *La scommessa razionale di swap e lo scopo di copertura*, in *Liber Amicorum per Aldo Dolmetta*, Pisa, 2023, 231.

²⁹ R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 75.

³⁰ In questi termini R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, cit., 318.

³¹ Tribunale di Parma, 13 febbraio 2025, in *dirittobancario.it*. In senso difforme, tra le tante, si rimanda a Trib. Milano, 18 maggio 2021, n. 4193, in *DeJure*, il quale, esprimendosi in senso contrario all'orientamento delle Sezioni Unite, ha rigettato la domanda di nullità del contratto per indeterminatezza o indeterminabilità dell'oggetto derivante dalla mancata indicazione dei criteri per calcolare il *mark to market*. Per il Tribunale, l'oggetto del contratto derivato sarebbe lo scambio di differenziali calcolati su un certo importo a una determinata scadenza. Il *mark to market*, invece, rappresenterebbe il valore di sostituzione del derivato in un dato momento.

Nell'elaborazione tradizionale, l'oggetto è la rappresentazione virtuale di una utilità che si trova fuori dal contratto³². Invece, nello *swap* la distinzione tra il contratto e il suo oggetto sfuma poiché il contratto derivato non ha nulla fuori di sé: non vi è un bene o un servizio che vengono descritti in qualità di oggetto. Il bene, o meglio, il valore rappresentato dal contratto derivato è il contratto medesimo. Gli unici elementi fuori da esso sono i dati della realtà economica, i quali però sono assunti in funzione strumentale, ovvero come criterio per stabilire, al termine di un dato tempo o al verificarsi di un dato evento, quale sia il modo nel quale verranno regolamentati i flussi di denaro tra le parti³³.

Alla luce di ciò, la conoscibilità, non della causa, ma dell'oggetto – inteso come valore costituito dalla disciplina del rischio quale criterio di definizione di prestazioni future – condiziona la configurabilità dell'accordo quale requisito essenziale del contratto³⁴.

Vero dunque che la non comprensibilità del contenuto del contratto assume rilievo come specifico vizio dell'oggetto, ma ciò inibisce a monte la prospettabilità di un accordo ai sensi dell'art. 1325 c.c., prima che a valle la determinabilità ex art. 1346 c.c., come sostenuto dal sopra citato Tribunale di Parma e, più in generale, da una parte della giurisprudenza.

Vero anche che il *mark to market* e gli scenari probabilistici possono contribuire alla formazione del consenso poiché sono strumenti utili alla valutazione della funzione che il derivato può svolgere nel patrimonio dei contraenti. Tuttavia, è l'assenza assoluta di comprensibilità del contenuto del contratto che condiziona la configurabilità dell'accordo, quale requisito essenziale, per gli effetti del secondo comma dell'art. 1418 c.c.³⁵. La ragione di ciò risiede nella

³² E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960, 79 ss.; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri. La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962, 60 ss.; N. IRTI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. dig. it.*, Torino, 1965, 802 ss.; E. GABRIELLI, *La consegna di cosa diversa*, Napoli, 1987, 168.

³³ Sul punto P. SPADA, *Attività e «prodotti» finanziari*, cit., 139 ss.; F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009, 305 ss.

³⁴ Cfr. R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, cit., 141 ss.; ID., *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 77 ss.

³⁵ In tal senso la ricostruzione di R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio*

constatazione che lo *swap* è una scommessa. Dalla conoscibilità del contenuto dipende la possibilità di apprezzare le possibili conseguenze connesse all'evoluzione dei tassi di riferimento. Se non si conosce il contenuto non si può concordare su di esso. L'accordo è requisito strutturale del contratto e la sua mancanza è causa di nullità.

In definitiva, la mancata indicazione del *mark to market* e la mancata esplicitazione degli scenari probabilistici non conducono sempre alla nullità³⁶: bisogna guardare al caso concreto. Si pensi, per esempio, a uno *swap plain vanilla* collegato a un contratto di mutuo, il quale, anche in loro mancanza, è per definizione comprensibile poiché costruito in stretta dipendenza dal sottostante con il solo obiettivo di invertire il rischio tasso.

4. Rilievi conclusivi: la qualificazione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato.

Torniamo alla domanda posta in apertura attinente alle conseguenze sulla validità del contratto della mancata indicazione del *mark to market* e della mancata esplicitazione degli scenari probabilistici.

La sensazione è che il Tribunale di Parma, con la sentenza 13 febbraio 2025, nel sanzionare con la nullità gli *irs* privi di esplicita indicazione degli elementi di cui sopra, muova ancora entro la cornice della teorica del cd. consenso consapevole³⁷ e che dunque continui a essere ancorato a una concezione di autonomia negoziale modellata sull'autoresponsabilità del cliente³⁸, la quale presuppone che la parte

sistemico accettabile, cit., 141 ss.; ID., *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 77 ss.

³⁶ In assenza assoluta di comprensibilità degli elementi in parola, lo *swap* dovrebbe essere reputato oscuro e si potrebbe dubitare perciò della stessa esistenza dell'accordo, tuttavia si tratta di una ipotesi «non elevabile al rango di regola», in questi termini R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli Interest Rate Swap*, cit., 123 ss.; Dello stesso avviso, seppure con premesse e approdi diversi, A. DOLMETTA – L. S. LENTINI, *Tra «prestazione» e «valore» del market to market: a margine del derivato prodotto di impresa*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 466.

³⁷ Sulle argomentazioni a favore del superamento della teorica del consenso consapevole si rimanda a R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003.

³⁸ La giurisprudenza maggioritaria, alla quale si uniforma il Tribunale di Parma con la sentenza 13 febbraio 2025, fa propria la tesi di D. MAFFEIS, *I contratti del*

non professionale sia effettivamente in grado di comprendere ed elaborare le informazioni ricevute. Cosa altamente improbabile specie in presenza di prodotti che richiedono competenze tecniche e professionalità specializzate.

Esattamente come è in generale nei mercati finanziari, il vero nodo problematico del contratto di *swap* non è tanto l'informazione³⁹ – finalizzata alla diretta consapevolezza del cliente in ordine al rapporto contrattuale –, quanto la fiducia⁴⁰ riposta nel corretto esercizio da parte dell'intermediario della sua funzione.

mercato finanziario, cit., spec. 365, il quale afferma che «[...] l'investitore deve essere consapevole e autoresponsabile ed è esattamente la trasparenza ciò che garantisce l'una e l'altra cosa [...]».

³⁹ Sul ruolo dell'informazione nei mercati finanziari v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011; ID., *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, 141 ss.; A. NERVI, *Informazione e contratto in ambito bancario e finanziario. Un itinerario ancora in fieri nell'esperienza italiana*, in questa *Rivista*, 2022, I, 289. Sull'importanza dell'informazione nei mercati finanziari si veda altresì D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 189 ss.; D. MAFFEIS – U. CHERUBINI, *Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS. UU. 8770 del 2020*, cit., 478, i quali affermano che «di solito l'informazione è un dato esterno al contratto, che lo precede o accompagna, in maggiore o minore grado, giustificando un possibile rimedio invalidante per vizio del consenso o un rimedio risarcitorio. In finanza, l'informazione (da parte dell'intermediario) è consapevolezza (in capo all'investitore) della probabilità (qualità e quantità del rischio), dunque è il prerequisito essenziale, l'essenza del consenso del contraente. Legittimare contratti dell'investitore senza corretta informazione da parte dell'intermediario – quindi, senza trasparenza sulla qualità e quantità del rischio – equivale a legittimare contratti palesemente immeritevoli, innanzitutto dal punto di vista della logica finanziaria, oltre che potenzialmente dannosi».

⁴⁰ È generalmente riconosciuto che ciò che costituisce l'essenza del rapporto intermediario – parte non professionale è la fiducia. Sulle argomentazioni a sostegno di questa ricostruzione si rimanda a R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 52 ss.; ID., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in A. Gorassini e R. Tommasini (a cura di), *I Maestri del Diritto Civile. Salvatore Pugliatti*, Napoli, 2016, 457 ss.; ID., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1116, il quale tuttavia evidenzia che, sebbene nella prospettiva dei clienti la questione fondamentale sia la fiducia, ciò non esclude l'importanza dell'informazione. Difatti, una diffusione corretta ed equilibrata delle informazioni,

Per qualificare la relazione tra intermediario finanziario e investitore, parte della dottrina⁴¹ ha individuato nel primo il titolare di un ufficio di diritto privato. Il punto di partenza di tale ricostruzione⁴²

nel sistema e nei rapporti tra operatori professionali e istituzionali, è essenziale per il buon funzionamento dei mercati.

Sulla valenza riconosciuta alla fiducia si rimanda a F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 130 ss.; M.M. SEMERARO, *A proposito di Cass. 23 maggio 2017 n. 12937: «ufficio di diritto privato» e procedimento nelle negoziazioni in strumenti finanziari*, in *Liber Amicorum per Aldo Dolmetta*, Pisa, 2023, 409; sulla fiducia, seppure in una diversa prospettiva, altresì B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009, 1699; fautore della tesi secondo la quale l'investitore deve essere consapevole e autoresponsabile, D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 365 ss., afferma che «l'esigenza della consapevolezza dell'alea e dell'autoresponsabilità degli investitori non esclude che sussista allo stesso tempo l'esigenza che gli investitori abbiano fiducia negli intermediari finanziari e nei consulenti finanziari». L'a. specifica (a pagina 66) che l'intermediario «protegge la fiducia nei mercati», ma «bisogna evitare che la fiducia che gli intermediari dovrebbero proteggere sia intesa come sinonimo di speranza»; ciò poiché «i mercati basati sulla speranza sono mercati pessimi che riservano ciclicamente sorprese traumatiche». Per l'a., la fiducia «presuppone a monte che l'investitore faccia tramite l'intermediario soltanto quel che capisce e coincide con la consapevolezza dell'investitore che i rimedi civilistici per le ipotesi di inadempimento degli intermediari esistono e funzionano».

⁴¹ A fronte dei problemi ricorrenti nella pratica inerenti alla disciplina dell'attività contrattuale finanziaria, parte della dottrina ha iniziato a qualificare la figura dell'intermediario finanziario in termini di ufficio di diritto privato. In particolare, si rimanda a R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.; altresì, seppure in una prospettiva parzialmente diversa, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 3 ss.; ID., *I contratti del mercato finanziario*, cit., 63 ss.; tale qualificazione è nota anche in giurisprudenza, si rimanda per tutte alla nota decisione App. Milano, 18 settembre 2013, cit.

⁴² Se il punto di partenza è condiviso sia da R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.; ID., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit., 457 ss., sia da D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 3 ss., le opinioni divergono in merito alle conseguenze pratiche che derivano dalla qualificazione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato.

risiede nell'assunto che l'intermediario agisce nell'interesse del cliente e per l'integrità dei mercati – come sancito dall'art. 21 TUF.

Il passo successivo è il seguente: il rapporto tra intermediario e cliente implica sempre un'interferenza critica del primo: preponderante nel rapporto è dunque l'elemento della consulenza⁴³. Da qui l'osservazione generale in base alla quale questo sistema di negoziazioni si regge sulla fiducia e non sull'informazione. In quest'ottica, appare più appropriato parlare di consenso assistito⁴⁴ del cliente e non di consenso consapevole; ciò poiché manca una valutazione autonoma della parte non professionale, la quale matura solo una percezione sintetica che è fornita dall'elaborazione critica della controparte.

La conclusione è la collocazione dell'attività svolta dagli intermediari a favore dei clienti nell'area dell'agire funzionale⁴⁵; ciò presuppone l'abbandono del riferimento prioritario all'interesse privato del soggetto che agisce e l'adozione di una diversa prospettiva, di perseguimento di una funzione oggettiva e non disponibile⁴⁶.

Orbene, non informazione, bensì fiducia. Il richiamo a quest'ultima non ha soltanto una mera valenza descrittiva, ma «ha soprattutto una

⁴³ Si veda sul punto M. MAGGIOLÒ, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati etc)*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 270 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 393 ss.

⁴⁴ In tal senso R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1115 ss., il quale evidenzia come sarebbe più opportuno parlare di consenso «[...] assistito in ragione della funzione di elaborazione critica assegnata dalla legge all'intermediario (perciò Ufficio di diritto privato)».

⁴⁵ Seppure con riferimento alla persona giuridica e alle articolazioni del patrimonio, si rimanda per la funzione a P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 847 ss. L'a. si riferisce alla funzione «come cura di interessi precostituiti e quindi come *dimensione dell'autonomia* che esige il controllo sulle motivazioni e sulle finalità dell'agire». L'a. aggiunge altresì che nella prospettiva della funzione, «l'autonomia privata si articola in una *modalità libera* ed in una *modalità funzionale*»; altresì R. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645 ter: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, cit., 975, il quale distingue tra agire libero, agire nell'interesse altrui e agire funzionale.

⁴⁶ P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, cit., 848.

valenza costruttiva, nei termini in cui essa stessa possa assurgere a categoria ordinante del singolo rapporto»⁴⁷. Segnatamente, affiancare la fiducia all'obbligo di cura dell'interesse altrui significa valorizzare il dovere dell'intermediario di perseguire e realizzare l'interesse del cliente, alla cui concreta definizione egli stesso concorre⁴⁸. Ed è proprio questo il punto di frizione dei derivati *over the counter*: l'intermediario confeziona i suddetti contratti ed è, al tempo stesso, controparte dell'operazione economica di chi li stipula. C'è dunque un conflitto d'interesse strutturale⁴⁹.

Il parametro alla luce del quale accertare la correttezza dell'operato dell'intermediario diventa a maggior ragione l'interesse oggettivo del cliente, e non invece il solo adempimento degli obblighi informativi⁵⁰, sia pure realizzato a mezzo di strumenti efficaci quali gli scenari probabilistici e il *mark to market*.

⁴⁷ In questi termini M.M. SEMERARO, *A proposito di Cass. 23 maggio 2017 n. 12937: «ufficio di diritto privato» e procedimento nelle negoziazioni in strumenti finanziari*, cit., 409.

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ Cfr. M.M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, cit.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 57. Sul punto si rimanda anche a D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 133, il quale afferma che «la situazione di conflitto di interesse è palese, ma irrilevante, perché l'attività è legalmente autorizzata, e lo è, bene a ragione, perché l'intermediario, anche quando contratta in contropartita diretta, o conclude un contratto *over the counter*, resta un intermediario, non diventa una controparte antagonista, e così continua a dover servire al meglio l'interesse del cliente e non a perseguire, né in tutto né in parte, l'interesse suo proprio, poiché ciò gli è consentito soltanto curando al tempo stesso, e al meglio, l'interesse del cliente».

⁵⁰ Sul punto M.M. SEMERARO, *A proposito di Cass. 23 maggio 2017 n. 12937: «ufficio di diritto privato» e procedimento nelle negoziazioni in strumenti finanziari*, cit., 408 ss.; Altresì R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit., 457 ss., il quale si esprime in questi termini: «[...] la qualificazione in termini di ufficio di diritto privato incide sostanzialmente, prima che sui rimedi, sull'isolamento del loro antecedente. L'inadempimento della relativa funzione deve essere cioè individuato nell'osservazione della attitudine diretta della sua condotta rispetto ai menzionati fini, il che ne consente una valutazione in termini oggettivi, non mediati da considerazioni ulteriori inerenti all'attività informativa, pur se anch'essa doverosa, e alle modalità del consenso del cliente».