

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE / GIUGNO

2025

rivista.dirittobancario.it

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, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO DAVOLA, ANGELA
GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA
SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO,
UGO MALVACNA, ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA
MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA
PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA
ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVACNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

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

Regolare i contratti finanziari: una questione di approccio

SOMMARIO: 1. I diversi approcci di *common Law* e di *civil Law* alla protezione dell'investitore nei contratti del mercato finanziario – 2. Gli esiti di diritto vivente nel *civil Law*: il cattivo assolvimento da parte dell'intermediario del suo ufficio di diritto privato come causa di invalidità del contratto di investimento – 3. La messa a punto di questa tesi in un libro recente. – 4. Le superstiti criticità di questa costruzione – 5. Un dubbio di politica del diritto.

1. I diversi approcci di *common Law* e di *civil Law* alla protezione dell'investitore nei contratti del mercato finanziario

A fool and his money are soon parted. Lo insegna un vecchio proverbio inglese. Lo ripeteva J.K. Galbraith. Lo conferma l'esperienza dei contratti finanziari. Che non si spiega senza presupporre una diffusa insipienza degli investitori¹.

Le regole devono essere appropriate ai fatti. Dunque non si può regolare consapevolmente l'intermediazione finanziaria senza essere

¹ Questa è del resto la *ratio legis* dell'art. 21, 1° comma, lett. a), TUF nella parte in cui finalizza la regola della condotta dell'intermediario secondo le clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza al “servire al meglio l'interesse dei clienti” oltre che all'integrità dei mercati.

Una analitica lettura della disposizione è in Cass., 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Corr. giur.*, 2017, 1363, n. Fanciaresi: «In tema di intermediazione finanziaria, la pluralità degli obblighi (di diligenza, di correttezza e trasparenza, di informazione, di evidenziazione dell'inadeguatezza dell'operazione che si va a compiere) previsti dagli art. 21, 1° comma, lett. a) e b), d.leg. n. 58 del 1998, 28, 2° comma, e 29 reg. Consob n. 11522 del 1998 (applicabile *ratione temporis*) e facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie, convergono verso un fine unitario, consistente nel segnalare all'investitore, in relazione alla sua accertata propensione al rischio, la non adeguatezza delle operazioni di investimento che si accinge a compiere (c.d. *suitability rule*); tale segnalazione deve contenere specifiche indicazioni concernenti: 1) la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del soggetto emittente, non essendo sufficiente la mera indicazione che si tratta di un «paese emergente»; 3) il *rating* nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali carenze di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo (situazioni c.d. di *grey market*); 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente default dell'emittente».

avvertiti di tale prevalente insipienza dei clienti. A fronte di questo presupposto di fatto però *common Law* e *civil Law* si dividono.

1.1. L'approccio non protettivo del *common Law* trova origine nel fatto che le regole sui contratti di intermediazione finanziaria derivano dalla prassi², di origine anglosassone, benché oggi diffusa ovunque.

Esse rispondono a tre principi:

- i) *caveat emptor*³;
- ii) irrilevanza di *good faith* e *fair dealing*;
- iii) *truth of any statement*⁴.

Quest'ultimo principio implica almeno un dovere di informazione. Rispetto al quale è fermo il divieto di *misrepresentation*; che però è da escludere quando l'inesatta rappresentazione dello scenario concerna

² Pressoché tutte le figure di contratto finanziario nascono da prassi diffuse nel mondo degli affari e della finanza. Dalla prassi anglosassone derivano anche i contratti derivati, per quanto si ritrovino ovunque nel passato anticipazioni dell'idea (una ricognizione in U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, in questa Rivista, 2016, 1).

La prassi sui derivati si è consolidata in regole tecniche formalizzate per i derivati *Over The Counter*, attraverso le pratiche invalsi, ad opera dell'*International Swaps and Derivatives Association Inc.* Non è quindi del tutto esatto, almeno statisticamente, pensare che i c.d. derivati *exotics* siano del tutto deregolamentati.

³ Sul principio del "*caveat emptor*" (risalente alla tradizione romana e recepito implicitamente nelle codificazioni del sec. XIX, per cui il venditore non aveva alcun obbligo di informazione e l'acquirente doveva autonomamente premunirsi di eventuali difetti informandosi sull'oggetto) e sull'intensità dell'obbligazione di informare, che varia a seconda dell'ordinamento nazionale considerato (più debole in quello inglese, che si fonda proprio su questo brocardo, più forte in quello tedesco che ha elaborato la dottrina della *culpa in contrahendo*) fra gli altri v. P. GALLO, *I vizi del consenso*, in P. Rescigno (a cura di), *Il contratto*, Torino 2006; A. MUSY, *Il dovere di informazione. Saggio di diritto comparato*, Trento 1999.

In Francia, fra gli altri v. X. THUNIS, *L'obligation précontractuelle d'information: un terrain de choix pour la construction doctrinale*, in *Mélanges M. Cabrillac*, Paris 1999, 313 ss.; J. GHESTIN, *Le contrat. Formation*, Paris 1993; M. FABRE MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats*, Paris 1992.

Per il *common Law*, P.S. ATIYAH, *An Introduction to the Law of Contract*, Oxford/NY, 1995, 265 ss.; S.M. WADDAMS, *Pre-contractual Duties of Disclosure*, in P. Cane, J. Stapleton (eds.), *Essays for P. Atiyah*, Oxford 1991; B. NICHOLAS, *The Pre-contractual obligation to Disclose Information: English Report*, in D. Harris, D. Tallon (eds.), *Contract Law Today. Anglo-French Comparisons*, Oxford 1989.

⁴ Cfr. *Hedley Byrne & Co. v Heller and Partners Ltd*, [1964] AC 465; *Esso Petroleum Co Ltd v Mardon* [1976] QB 801; *Bankers Trust v PT Dharmala Sakti Sejahtera* [1996] CLC 518.

una situazione assai complessa⁵.

Questi principi sono stati più volte messi in questione in degli *obiter dicta* dalla giurisprudenza inglese, che almeno dal 1977⁶ ha ripetutamente sollevato il problema di una maggiore protezione dell'investitore. Ma di fatto sono sempre stati confermati, al più con qualche attenuazione del loro rigore⁷: le corti hanno escluso un *general duty of care* dell'intermediario verso la controparte, specialmente quando il contratto regoli rischi reciproci⁸.

In quel sistema un *duty of care* sorge solo quando sia convenuto un rapporto di *advisory*⁹, con i suoi costi aggiuntivi. In tal caso, come al ruolo di controparte si aggiunge un ruolo di *advisor*, così al dovere di corretta informazione si aggiunge a carico dell'intermediario un dovere di assistenza¹⁰.

1.2. Stante la conformazione secondo i modelli anglosassoni anche dei contratti sottoscritti nel mercato europeo, quei principi impliciti nella prassi comune tenderebbero ad applicarsi anche da noi. Ma sul mercato domestico ha reagito il diverso approccio della normativa europea e nazionale¹¹. Che però ha conosciuto due fasi.

⁵ *Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino v Barclays Bank Plc* [2011] EWHC 484 (Comm); *Loreley Financing (Jersey) No. 30 Ltd v Credit Suisse Securities (Europe) Ltd* [2023] EWHC 2759 (Comm).

⁶ *Moorgate Mercantile Co Ltd v Twitchings* [1977] AC 890, 903; *Tradax Export SA v Dorada Compania Naviera SA of Panama (The Lutetian)* (1992) 2 Lloyd's Rep 140, 158. Cfr. *The Republic of India and The Government of The Republic of India v India Steamship Co Ltd (The Indian Grace) (No 2)* [1998] AC 878, 913-914.

⁷ Nella dottrina italiana un quadro accurato (con ampi richiami alla letteratura anglosassone) in D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Europa e diritto privato*, 2016, 335 ss.

⁸ *Bankers Trust v PT Dharmala Sakti Sejahtera* [1996] CLC 518, cit.; *Peekay Intermark v Australia New Zealand*, [2006] EWCA Civ 386; *Titan Steel Wheels Ltd v Royal Bank of Scotland* [2010] EWHC 211 (Comm).

⁹ *IFE Fund SA v Goldman Sachs International* [2007] EWCA Civ 811; *JP Morgan Chase Bank v Springwell Navigation Corporation* [2010] EWCA 1221; *Property Alliance Group Ltd v Royal Bank of Scotland plc* [2018] EWCA Civ 355.

¹⁰ Nella dottrina italiana in questo senso U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 6.

¹¹ Quando applicabili esse hanno determinato un concorso di fonti regolatrici.

Per i contratti sottoscritti da investitori operanti nel nostro mercato finanziario il concorso tra prassi internazionale e diritto italo-eurounitario investe almeno due tipi di casi. Il primo è il contratto regolato dalla legge italiana. Il secondo è il contratto regolato dalla legge inglese (o statunitense) ma (il punto però è controverso) senza possibilità di derogare alle norme *mandatory* del diritto italiano. È la questione della

In una prima ha prevalso la prospettiva della regolazione del servizio¹². La legge non regola il contratto (a parte la forma) ma il

applicabilità delle norme imperative, e quindi inderogabili di questo – in base all’art. 3, 3° comma, della Convenzione di Roma – ai contratti che, a prescindere dalla legge e giurisdizione scelta, si colleghino per tutto il resto ad un altro ordinamento. In senso negativo v. ora *Dexia Credio S.p.A. v Comune di Prato* [2017] EWCA Civ 428 e *Banca Intesa Sanpaolo SpA and Dexia Credit Local SA v Comune di Venezia* [2023] EWCA Civ 1482.

Non è invece rilevante a questi fini quale sia la giurisdizione competente: se il diritto interno e dell’Unione si applica, qualunque corte giudicante dovrà tenerne conto. Cass., sez. un., 18 settembre 2014, n. 19675, in *Riv. dir. internaz. privato e proc.*, 2015, 653: «Sussiste la giurisdizione italiana in base all’art. 5 n. 3 del reg. (Ce) n. 44/2001 del 22 dicembre 2000 in merito a un’azione di responsabilità extracontrattuale in tema di intermediazione finanziaria per violazione dei doveri d’informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni promossa da un comune italiano nei confronti di una banca irlandese e di una società italiana; sussiste la giurisdizione italiana anche in merito all’azione di responsabilità contrattuale avverso le stesse parti, con riferimento ad un rapporto di consulenza (*advisory*) adempiuto con dolo o colpa grave, per non essere stati compiutamente illustrati all’attore i profili di rischio, ai sensi dell’art. 2 del medesimo regolamento, poiché una delle società convenute deve considerarsi domiciliata in Italia in base all’art. 60, e dell’art. 6 n. 1, posto che le società convenute hanno cooperato nella produzione dell’evento dannoso e pertanto può dirsi soddisfatta la condizione secondo la quale debba esistere fra le domande un nesso così stretto da rendere opportuna una trattazione unica e una decisione unica onde evitare il rischio, sussistente in caso di trattazione separata, di giungere a decisioni incompatibili; in relazione al medesimo profilo la giurisdizione sussiste anche in base all’art. 5 n. 1 lett. b posto che il rapporto di consulenza (*advisory*) può essere qualificato come contratto di prestazione di servizi e detti servizi sono stati o avrebbero dovuto essere prestati in base al contratto in Italia; non ha rilievo invece ai fini dell’art. 23 la clausola di proroga della giurisdizione a favore delle corti inglesi prevista all’art. 13 dell’*Isda Master Agreement* che disciplina i contratti derivati sottoscritti dall’attore con la convenuta banca irlandese, posto che tale clausola riguarda le sole controversie *relating to this agreement* e deve essere interpretata dal giudice interno in senso rigorosamente restrittivo».

¹² In sostanza, quel che l’autonomia delle parti veramente determina – oltre l’ovvio: tipo di operazione, importi, costi, durata – è il *tipo* di servizio richiesto, principale ed eventualmente accessorio; cui fa riscontro, in parte per scelta ma soprattutto per legge, un *diverso e più o meno intenso livello* di servizio, particolarmente in termini di doveri di assistenza dell’impresa di investimento (*duty of care*).

Un quadro organico ed approfondito tratteggiato in questa prospettiva in M. MAGGIOLÒ, *Servizi ed attività di investimento*, Milano, 2012, spec. 222 ss.

servizio¹³. Da ciò un disegno legale del contratto solo obliquo, opaco e confuso. Reso più arduo dalla frammentazione della disciplina tra plurime fonti¹⁴, che si segnalano per cattiva tecnica legislativa: disorganicità, lessico incerto, sovrapposizioni e possibili contraddizioni, vaghezze, asistematicità, ridondanze, disordine¹⁵.

¹³ A parte poche regole sull'invalidità, per difetto di forma scritta; su cui v. V. SANGIOVANNI, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *I contratti*, 2006, 966 ss.; ID., *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, *ivi*, 2007, 778 ss.; L. PONTIROLI, P. DUVIA, *Il formalismo nei contratti di intermediazione finanziaria ed il recepimento della Mifid*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; P. MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 919 ss.

Sulla forma degli ordini v. Trib. Genova, 20 aprile 2006, in *Il Foro padano*, 2007, I, 146, n. Ghigliotti: «Il rispetto della forma scritta è necessario non solo per il mandato d'investimento, ma anche per i singoli ordini di borsa: ciò si evince dalla evoluzione normativa susseguitasi nel settore poiché le modifiche apportate all'art. 6, lett. c), l. n. 1/1991, prima dell'art. 23 TUF, hanno intensificato la tutela dell'investitore, poiché mentre la l. n. 1/1991 richiedeva forma scritta ma facendo più espresso riferimento al contratto quadro, il d.leg. n. 415/1996 prima, ed ora l'art. 23 TUF facendo riferimento ai contratti relativi ai servizi d'investimento, utilizzano un'espressione che testimonia l'intenzione del legislatore di fornire maggiore tutela anche per quanto riguarda i singoli ordini di borsa». *Contra* però Trib. Genova, 22 marzo 2007: «La forma scritta prevista dall'art. 23 TUF si riferisce al contratto quadro d'investimento e non ai singoli ordini di negoziazione»; Trib. Mil., 28 maggio 2005, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, II, 499, n. Spadaio: «Il requisito della forma scritta ad substantiam previsto dall'art. 23, 1° comma, TUF si riferisce al contratto quadro in base al quale l'intermediario si obbliga a prestare il servizio di investimento, e non anche ai singoli negozi conclusi nell'ambito ed in esecuzione del rapporto che trova la sua fonte nel contratto quadro».

Se in questa prospettiva risultava piuttosto sacrificata la considerazione del contratto, non per ciò è mancato uno studio approfondito dei singoli contratti: v. per tutti i saggi raccolti in *I contratti del mercato finanziario*, I e II, a cura di G. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004.

¹⁴ Oggi principalmente il Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR) la Direttiva 2014/65/UE (Mifid II), il Tuf, il Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), il Regolamento delegato (UE) 2017/565, il Regolamento Consob n. 20307/2018, ma anche altre.

¹⁵ È da credere che molti problemi che affliggono la casistica non si porrebbero se i legislatori avessero adottato una diversa tecnica normativa attenta anche al contratto e non solo al servizio, e certamente l'interprete non può dichiarare entusiasmo per quella utilizzata.

A fronte di questa prospettiva del servizio la nostra giurisprudenza sul contratto è stata in questa prima fase definita dalle pronunzie delle Sezioni Unite della Cassazione di diciotto anni fa¹⁶: la protezione

Lamenta la disattenzione del legislatore alla natura del contratto, invece che solo alle regole di condotta, anche I. MARGELLI, *Brevi note in tema di analisi civilistica dei derivati*, in *dirittobancario.it*, 14, 2014, 2. Una constatazione simile, ma con diversa valutazione, in O. CALLIANO, *Informazione e trasparenza nei contratti bancari e finanziari tra diritto dei consumatori e nuovo diritto europeo dei servizi bancari e finanziari*, in *dirittobancario.it*, 30, 2014, 3. Severa critica al silenzio del legislatore interno anche in F. BOCHICCHIO, *Le antinomie del diritto dei derivati: proposta di soluzione*, in *dirittobancario.it*, 15, 2015, 3. Nello stesso senso U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 7, che auspica anche una codificazione delle informazioni da rendere al cliente.

Di diverso avviso A. MARCACCI, *MiFIR, EMIR e strumenti derivati: un esempio di Diritto Privato Regolatorio Europeo*, in *Economia e diritto del terziario*, 2017, 489 ss., per il quale il diritto privato regolatorio europeo dei mercati finanziari tenterebbe per la prima volta un approccio olistico ai contratti derivati (p. 509).

¹⁶ Questo approccio ha ricevuto sanzione dalle sentenze Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, e n. 26725, in *Foro it.*, 2008, 784, n. Scoditti, e in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 (m), n. Calisai, e in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, II, 686, n. Corradi.

Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., così motiva: «In relazione alla nullità del contratto per contrarietà a norme imperative in difetto di espressa previsione in tal senso (c.d. «nullità virtuale»), deve trovare conferma la tradizionale impostazione secondo la quale, ove non altrimenti stabilito dalla legge, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti la quale può essere fonte di responsabilità; ne consegue che, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario (nella specie, in base all'art. 6 l. n. 1 del 1991) può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (c.d. «contratto quadro», il quale, per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato); può dar luogo, invece, a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del «contratto quadro»; in ogni caso, deve escludersi che, mancando una esplicita previsione normativa, la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, 1° comma, c.c., la nullità del c.d. «contratto quadro» o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso»; più di recente in questa linea v. Cass., 10 aprile 2014, n. 8462, in *Rep. Foro it.*, 2014, Contratto in genere [1740], n. 403: «In

dell'investitore è data da specifici doveri di informazione a carico dell'intermediario: regole di comportamento la cui violazione costituisce illecito, per lo più precontrattuale, e quindi non determina (se non espressamente previsto) l'invalidità del patto e le restituzioni, ma il risarcimento del danno, non limitato però al solo interesse contrattuale negativo¹⁷.

Negli anni successivi questa posizione è stata progressivamente

tema di nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile, ove non altrimenti stabilito dalla legge, di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti, la quale può essere fonte di responsabilità; ne consegue che, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (cosiddetto «contratto quadro»), mentre è fonte di responsabilità contrattuale, ed, eventualmente, può condurre alla risoluzione del contratto, ove le violazioni riguardino le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del «contratto quadro»; va in ogni caso escluso, in assenza di una esplicita previsione normativa, che la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, 1° comma, c.c., la nullità del cosiddetto «contratto quadro» o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso (nella specie, la suprema corte, in applicazione del principio esposto, ha escluso che la denunciata violazione delle norme previste dall'art. 21, 1° comma, lett. a) e b), d.leg. 24 febbraio 1998 n. 58, in sede di stipula del contratto di intermediazione finanziaria, potesse rilevare ai fini dell'accoglimento della domanda di nullità o di risoluzione del contratto medesimo)».

In dottrina nella stessa linea M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 492 ss.; una rassegna delle tesi in B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 140 ss.

¹⁷ Cass., 12 giugno 2015, n. 12262, in *Rep. Foro it.*, 2015, Intermediazione e consulenza finanziaria [3655], n. 103: «In tema di intermediazione finanziaria, la responsabilità dell'intermediario che ometta di informarsi sulla propensione al rischio del cliente o di rappresentare a quest'ultimo i rischi dell'investimento, ovvero che compia operazioni inadeguate quando dovrebbe astenersene, ha natura contrattuale, investendo il non corretto adempimento di obblighi legali facenti parte integrante del contratto-quadro intercorrente tra le parti, sicché il danno invocato dal cliente medesimo non può essere limitato al mero interesse negativo da responsabilità precontrattuale».

trascesa dalla giurisprudenza di merito¹⁸ e da una parte della dottrina¹⁹, e la via per andare oltre è stata quella di far reagire sul contratto i principi del diritto comune.

Alla prima fase è così succeduta una seconda, in cui la regolamentazione ha di mira meno il servizio e più direttamente il contratto²⁰. Di questo è stata affermata – quando l'investitore non sia

¹⁸ App. Milano, 18 settembre 2013, in *Società*, 2014, 441, n. Calzolari, e in *Contratti*, 2014, 213, n. Indolfi, e in *Rass. dir. civ.*, 2014, 295, n. Di Raimo, e in *Nuova giur. civ.*, 2014, 206, n. Ballerini, e in *Giur. comm.*, 2014, II, 277, n. Caputo Nasseti, e in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, 278, n. Tucci, e in *Giur. comm.*, 2014, II, 630 (m), n. Milanese, e in *Giur. it.*, 2014, 1876, n. Gigliotti, e in *Corr. giur.*, 2015, 30, n. Sardo; e in *Rass. dir. civ.*, 2014, 295 ss., con nota di R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*

¹⁹ D. MAFFEIS, *Alea razionale nei contratti di finanziamento: l'ordinanza di rimessione 8603 del 2022 sui derivati come clausole*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, II, 447 ss.; ID., *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *giustiziacivile.com*, 2022; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 383 ss.; ID., *Ancora sulla «saga» dei derivati (note minime sul principio di effettività e sui c.d. vizi del XXI secolo)*, in (a cura di) A. Gentili e R. Di Raimo, *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, Napoli, 2016, 105 ss.

²⁰ La questione è stata per lo più esaminata proprio in relazione a contratti derivati sui tassi di interesse (*interest rate swap*). È stata disattesa l'idea che la *causa* degli *interest rate swap* si riduca ad uno scambio di flussi monetari (così in giurisprudenza Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Giur. it.*, 2014, 900, n. Fazzini: «Il contratto derivato deve essere qualificato come una scommessa legalmente autorizzata, la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee. Nei contratti di *interest rate swap* è ravvisabile una causa astratta, costituita dallo scambio di flussi che si determinano a seguito dell'applicazione dei tassi convenuti su un medesimo nozionale, e una causa concreta, ossia l'insieme degli effetti che le parti si prefiggono di raggiungere con il negozio (alternativamente la copertura di un rischio, c.d. *hedging*, o la creazione di un'alea prima non esistente, c.d. *trading*)»; Trib. Torino, 18 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 39, n. Sardo: «Il contratto di *interest rate swap* è un contratto atipico, di natura aleatoria, caratterizzato dallo scambio a scadenze prefissate dei flussi di cassa prodotti dall'applicazione di diversi parametri ad uno stesso capitale di riferimento (nozionale); solo laddove il contratto di *interest rate swap* sia stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori della funzione legata all'attività imprenditoriale, esso risulta assimilabile alla scommessa»; diversamente ABF Milano, 23 settembre 2015, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, II, 490, n. Giudici: «L'oggetto del contratto di *interest*

rate swap consiste nei flussi generati dal contratto e non nel valore di scambio del contratto»).

Questo sarebbe se mai il loro *tipo* contrattuale. La causa sarebbe invece da ravvisare nella funzione concreta del patto (per questi aspetti v. D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*, 3, 2013; G. BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 450; A.A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Società*, 2016, 709; D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096; F. CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, 183; M. INDOLFI, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, in *Contratti*, 2014, 1012; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, 100 ss.; M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, in *questa Rivista*, 8, 2017).

Agli effetti della causa sarebbe decisiva la possibilità per l'investitore di conoscere l'esatta determinazione del rischio assunto. Quando perciò egli non sia stato messo in condizione di rendersi conto se ed in che misura abbia concrete speranze di risultato positivo, perché il derivato, sia esso di copertura o di speculazione, nello scenario di mercato potrebbe rivelarsi inadatto ad un esito favorevole, l'alea non sarebbe *razionale*, con negativa incidenza sulla causa del patto (App. Milano, 18 settembre 2013, cit.: «Ai sensi dell'art. 21 tuf è dovere inderogabile dell'intermediario agire quale cooperatore del cliente e nel suo esclusivo interesse secondo il modello proprio della *causa mandati* cosicché è del tutto irrilevante che il cliente sia dotato di esperienza professionalmente qualificata atteso che l'intermediario conserva intatti i doveri delineati dall'art. 21 tuf anche in presenza di dichiarazione ex 31 reg. intermediari. L'*Irs* si manifesta come un contratto in cui la misura dell'alea reciprocamente e bilateralmente assunta dalle parti e i costi impliciti non costituiscono oggetto di una semplice informazione, ma assurgono ad elemento causale tipico del negozio, che è pertanto riconducibile alla categoria della scommessa legalmente autorizzata. Nella scommessa legalmente autorizzata l'alea deve essere razionale per entrambi gli scommettitori. Nei contratti di *Irs* devono essere esplicitati il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti e i criteri per determinare le penalità in caso di recesso, perché solo così si è in presenza di un'alea razionale; di modo che, in difetto di tali elementi, il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa poiché il riconoscimento legislativo risiede nella razionalità dell'alea e quindi nella sua misurabilità»; nella sua scia Trib. Torino, 17 gennaio 2014, cit.: «È nullo per difetto di causa in concreto il contratto di *interest rate swap over the counter* che comporti la creazione di un'alea non razionale, intendendosi tale la possibilità per le parti di conoscere l'esatta determinazione del rischio assunto (ivi compresi i c.d. costi impliciti e il *mark to market*)»).

Esso risulterebbe allora, secondo altri, come contratto atipico, incapace di superare il giudizio di meritevolezza di tutela (Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in

dall'intermediario posto in condizione di rendersi conto dell'effettivo rischio assunto, l'invalidità.

In questa prospettiva di diritto comune – che smentisce le ricorrenti affermazioni della crisi delle categorie civilistiche²¹ – il risultato della nullità è stato argomentato da tale giurisprudenza di merito²², seguita

Corr. giur., 2018, 339, n. Sardo, Tucci: «In tema di meritevolezza degli interessi perseguiti con contratti atipici ex art. 1322 c.c., in particolare per i contratti c.d. «derivati», l'art. 21 tuf e l'art. 26 reg. Consob n. 11522/1998 hanno portata imperativa e inderogabile anche in applicazione dei principi della direttiva 93/22/Cee, prescrivendo che gli intermediari si comportino con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato (nella specie, riguardante contratti derivati *interest rate swap* con natura di operazioni «di copertura», la suprema corte, in applicazione dell'esposto principio, ha cassato la sentenza di appello, richiamando altresì specificamente il rispetto delle condizioni di cui alla determinazione Consob 26 febbraio 1999, evidenziando la necessaria stretta correlazione tra l'operazione di «copertura» e il rischio da coprire)») Non si comprende bene se il patto sarebbe immeritevole per l'intimo squilibrio dei rispettivi rischi, o per il sostanziale contrasto con i principi del diritto speciale che vogliono che l'intermediario assista l'investitore nel compiere scelte di investimento congrue e ben mirate.

²¹ Tesi diffusa (cfr. per tutti N. LIPARI, *Le categorie giuridiche*, Milano, 2015) che una parte della dottrina sostiene anche riguardo alla fenomenologia in questione: «...i soggetti e la disciplina della capacità, la conclusione e i conflitti di interessi, la causa e l'oggetto, i rimedi dei contratti della finanza derivata sfuggono per moltissimi versi all'inquadramento nelle linee delle corrispondenti categorie tradizionali» (R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1095 ss., 1096).

²² Nella giurisprudenza di merito v. Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *Nuova giur. civ.*, 2013, I, 139, n. Tommasini, e in *Rass. dir. civ.*, 2014, 321, n. Semeraro: «Il contratto derivato le cui condizioni economiche contrattuali non rispondano alla funzione di copertura del rischio enunciata dalle parti è nullo per difetto di causa, da intendersi quale sintesi degli interessi concretamente perseguiti dalla negoziazione»; Trib. Ravenna, 8 luglio 2013, in *Nuova giur. civ.*, 2014, I, 206, n. Ballerini: «Lo *swap* su tassi d'interesse è un contratto con alea bilaterale, sicché, qualora l'alea contrattuale sia interamente posta a carico dell'investitore od eccessivamente sbilanciata a favore dell'intermediario, tale contratto deve ritenersi nullo per mancanza di causa in concreto»; diversamente App. Napoli, 10 marzo 2013, in *Foro nap.*, 2015, 513, n. Polidori: «Secondo quanto stabilito dalla corte di cassazione con la sentenza 19 dicembre 2007 n. 26725, in nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può determinare la nullità del contratto

da una parte della dottrina²³, in vario modo: prevalentemente, argomentando sulla causa, o sulla determinatezza dell'oggetto, o sulla meritevolezza degli interessi. Ma particolare risalto ha avuto la tesi che afferma a protezione del cliente²⁴ la nullità di contratti di investimento in cui *manchi un calcolo razionale dell'alea*²⁵. Questa linea è stata

d'intermediazione, o dei singoli atti conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1° comma, c.c.; il piano finanziario 4 you si articola attraverso una serie di contratti strutturalmente e funzionalmente collegati; la causa del contratto da sottoporre al giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c. non è da ricercarsi, quindi, alternativamente, nel finanziamento di somme di denaro da parte della banca proponente l'investimento o nella vendita di prodotti finanziari da parte della banca medesima, ma nella causa concreta ed unitaria, cioè nel risultato economico unitario e complesso che le parti hanno inteso realizzare attraverso la pluralità coordinata di contratti; la causa unitaria della predetta operazione economica risulta non meritevole di tutela, poiché concentra l'alea nella sfera giuridica del risparmiatore, garantendo alla banca di autofinanziarsi attraverso la vendita di prodotti ad essa interamente riconducibili ed attraverso il tasso di interesse applicato al finanziamento, mentre il margine di redditività del tutto aleatorio attribuito al cliente è interamente affidato alla parte contrattuale, che ha già ottenuto il doppio vantaggio ad essa derivante dall'operazione e sul cui operato il cliente non può esercitare un effettivo controllo; al giudizio di immeritevolezza segue la nullità del contratto».

²³ D. MAFFEIS, *Trasparenza e spessore del mercato dei derivati over the counter*, in (a cura di) A. Gentili e R. Di Raimo, *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., 143 ss.; C.R. RAINERI, *L'alea nella contrattualistica derivata. Derivati OTC*, ivi, 171 ss.

²⁴ Sull'effettività della protezione legale del cliente che negozia derivati v. S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela*, in *Europa e dir. priv.*, 2015, 383 ss.

²⁵ Questo approccio potrebbe rimettere in questione anche l'esclusione cui era pervenuta la giurisprudenza di un vizio del consenso nei patti in cui l'investitore non sia messo in condizione di valutare correttamente l'idoneità dello strumento. L'errore sulla idoneità del derivato allo scopo, infatti, in questa prospettiva non è – come forse troppo sbrigativamente ritenuto dalle SS.UU. nel 2007 e dalla giurisprudenza di merito – errore sulla “convenienza” nel senso di effettivo tornaconto, per definizione irrilevante, ma sulla convenienza nel senso di razionale attitudine al governo del rischio, certamente rilevante per legge, come mostrano i requisiti di adeguatezza e appropriatezza. E quindi potrebbe essere errore essenziale, riconoscibile, fonte di annullamento. La rilevanza della “convenienza” del contratto era stata di passaggio esclusa da Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.

In senso esplicitamente contrario Trib. Bologna, 21 settembre 2012, in *Il Foro padano*, 2014, I, 195, n. Colaioni: «La domanda di annullamento di contratto di acquisto di obbligazioni Cirio, dovuto ad asserita falsa rappresentazione, indotta dalla banca, in ordine alla redditività nonché alla realizzabilità dei titoli acquistati, non

infine adottata dalla cassazione con una pronuncia a Sezioni Unite del 2020²⁶, confermata dalla giurisprudenza successiva²⁷.

L'approdo specifico di quest'ultima giurisprudenza (formatasi quasi sempre in relazione ad *Interest Rate Swap*²⁸) è che entro il momento

incide su una qualità dell'oggetto del contratto, ma sulla semplice convenienza economica dell'affare, e non può aver rilievo al fine della richiesta pronuncia di annullamento»; Trib. Ravenna, 2 dicembre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 2165, n. Berardicurti: «Non è annullabile per errore il contratto di intermediazione di acquisto di titoli (nella specie, bond argentini) per mancanza del requisito dell'essenzialità, qualora l'errore cada sul grado di convenienza dell'investimento, in quanto elemento non attinente all'identità dell'oggetto del contratto».

²⁶ Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770.

Si trovano in dottrina commenti adesivi come critici.

Tra i primi commenti, sostanzialmente adesivi, F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in *dirittobancario.it*, giugno 2020; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, *ivi*, giugno 2020; G. BEFANI, *Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770*, in *I Contratti*, 2020, 540 ss.

Critici: M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *questa Rivista*, 2020, 195 ss.; M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, in *dirittobancario.it*, giugno 2020; A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1345 ss.; R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale è razionale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in *Dirittobancario.it*, giugno 2020).

V. inoltre S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in *questa Rivista*, 2020, 123 ss.

²⁷ Cass., 29 luglio 2021, n. 21830; Cass., 10 ottobre 2022, n. 24654; cass., 19 marzo 2024, n. 7368.

²⁸ Tra i derivati comunemente in uso, gli *Interest Rate Swap* (B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597 ss.; S. PAGLIANTINI, L. VIGORITI, *I contratti swap*, in (a cura di) G. Gitti. M. R. Maugeri. M. Notari, *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, 199 ss.; G.M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa con particolare riguardo ai derivati conclusi con gli enti locali nella giurisprudenza italiana ed inglese*, in (a cura di) A. Gentili e R. Di Raimo, *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., 31 ss.) costituiscono circa l'ottanta per cento del valore nozionale globale (S. ALVARO, G. SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 2016, 8; A. CARLEO, C.D. MOTTURA, *Finanza derivata, regolazione e rischi*, in (a cura di) A. Gentili e R. Di Raimo, *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., 191 ss.).

della stipulazione l'intermediario debba dare all'investitore in modo trasparente completa informazione sui rischi dell'investimento, e quindi rivelare il valore e il metodo di calcolo del *Mark to Market* (ossia del tasso di sostituzione), tutti i costi impliciti, e gli scenari probabilistici, in modo che l'alea sia misurabile e quindi razionale. In difetto il contratto è nullo.

Ma tale invalidità è stata costruita anche nella giurisprudenza di legittimità con molta incertezza ed oscillazione, venendo ricondotta ora alla mancanza di causa in concreto²⁹, ora alla mancanza di accordo, ora

²⁹ Cass., 16 maggio 2017, n. 12069, in *Rep. Foro it.*, 2017, Contratto in genere [1740], n. 313: «La causa in concreto – intesa quale scopo pratico del contratto, in quanto sintesi degli interessi che il singolo negozio è concretamente diretto a realizzare, al di là del modello negoziale utilizzato – conferisce rilevanza ai motivi, sempre che questi abbiano assunto un valore determinante nell'economia del negozio, assurgendo a presupposti causali, e siano comuni alle parti o, se riferibili ad una sola di esse, siano comunque conoscibili dall'altra (nella specie la suprema corte, essendo intervenuta una compravendita di titoli mobiliari tra istituti di credito, ha ritenuto che non potesse attribuirsi rilievo causale alla finalità della banca acquirente di rivendere i titoli alla propria clientela comune anziché ad investitori professionali, in assenza di prova che tale circostanza fosse stata oggetto di condivisione tra i contraenti)».

Sulla causa in concreto certa giurisprudenza ha valorizzato la funzione di copertura o speculativa, che potrebbe invece essere ritenuta un mero motivo, anche perché noto all'intermediario ma a lui non comune. Sulla funzione speculativa o di copertura, tra molti, F. BOCHICCHIO, *Le antinomie del diritto dei derivati: proposta di soluzione*, cit., 1; U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, cit., 2. Da più parti però sono state sollevate perplessità sui derivati "di copertura": cfr I. MARGELLI, *Brevi note in tema di analisi civilistica dei derivati*, cit., 2.

Nella giurisprudenza e nella dottrina in materia la distinzione causa/motivi tende a confondersi. La distinzione della causa dai motivi, possibile rispetto alla causa in astratto, diventa evanescente rispetto alla causa in concreto, ed infatti è talora negata (cfr. ancora Cass., 16 maggio 2017, n. 12069, cit.). Il punto è esaminato – ma non sciolto, mi pare – da A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa le Sezioni Unite prendono posizione*, cit., p. 1327. Contro l'idea di una causa variabile, in dottrina, M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, 410.

Per la cit. Cass., Sez. Un. n. 8770 del 2020 la funzione di speculazione o di copertura «non ha rilievo ai fini della causa tipica» dell'*Irs*. In questo senso già App. Milano, 13 settembre 2013, cit., e in dottrina R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, cit., 316; M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, cit., 111.

all'immeritevolezza di tutela³⁰, ora all'indeterminatezza dell'oggetto. A volte in una stessa sentenza si parla disinvoltamente un po' di mancanza di causa e un po' di indeterminabilità dell'oggetto, ma anche di mancata formazione del consenso.

La costruzione resta così forse giusta ma incoerente.

2. *Gli esiti di diritto vivente nel civil Law: il cattivo assolvimento da parte dell'intermediario del suo ufficio di diritto privato come causa di invalidità del contratto di investimento*

La specificità dell'approccio di *civil Law* – così come elaborato dalla giurisprudenza e dottrina più recenti (la seconda fase) – sta nel collegare una completa tutela (l'invalidità del contratto e se del caso i danni) al dato di fatto che l'investitore essendo incapace di valutare da sé i rischi va guidato nella sua scelta di investimento. Quindi l'intermediario ha,

La verità sulla causa sembra un'altra: il cliente, in tutti i casi spera che dal differenziale tra i tassi avrà un introito netto (che coprirà un costo o arrecherà un guadagno o entrambe le cose) e questa speranza entra nella causa. Ma il motivo (speculare/coprire) – perché mero motivo è – no. La causa non è né speculare né coprire. È – come la Corte dice più sopra (§§ 5.2 e 6.3), stabilendo un punto che a mio giudizio merita consenso – *gestire un rischio finanziario* (così anche V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 39 ss., 43; R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in (a cura di) A. Gentili e R. Di Raimo, *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., 341 ss., 352) tramite la speranza di un differenziale attivo, quale che ne sia il fine.

³⁰ In dottrina R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, cit., 309.

Per l'irrelevanza della scommessa sottesa ad un *Irs* E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in (a cura di) D. Maffei, *Swap fra banche e clienti. I contratti e la condotta*, *Quaderno di BBTC*, 2014, 91 ss. Ma pare esplicito in contrario l'art. 23, 5° comma, Tuf.

Sui tre principali filoni consolidatisi in materia di giudizio di meritevolezza dei derivati v. E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in *dirittobancario.it*, 25 ss., 26 s.

La meritevolezza di tutela del contratto di *swap* era stata recisamente affermata, giudicando l'affermazione contraria una «grottesca compressione dell'autonomia negoziale» da Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, in *Ex Parte Creditoris*, *expartecreditoris.it*.

come tale, non un semplice dovere di *informazione* ma un dovere di *assistenza*.

2.1. Il dato di fatto da cui parte questa tesi è vero: in un contratto di investimento il cliente è chiamato a valutazioni tecniche che non è in grado di fare. Egli può (e deve) rappresentare le sue esigenze ma non può indovinare i rimedi più di quanto il paziente che lamenta i sintomi possa individuare le medicine. Necessita di assistenza³¹.

Stando al puro dettato legale sembrerebbe sufficiente una informazione mirata. I doveri di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati»³², di «svolgere una gestione sana e prudente con misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati»³³, di «agire in modo onesto, equo, professionale e con l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti»³⁴, di far sì che «i clienti siano sempre adeguatamente conosciuti e adeguatamente informati»³⁵, di fornire informazioni sempre «corrette, chiare e non fuorvianti»³⁶ e, quanto alla natura del servizio e al tipo di strumento finanziario, «appropriate e comprensibili»³⁷ e, quanto ai rischi, “evidenti”, “sufficienti” e «probabilmente comprensibili per il componente medio del gruppo cui sono dirette»³⁸, affinché questi possa «prendere le decisioni di investimento con cognizione di causa»³⁹; e poi di prevenire e se del caso comunicare gli eventuali conflitti di interessi con i clienti⁴⁰; e infine di eseguire gli ordini di investimento perseguendo il miglior risultato

³¹ Se poi questa assistenza debba approdare ad un mero dovere di informazione, o ad un *duty of care*, o a una vera e propria *advisory*, sarà esaminato più avanti.

³² Art. 21, 1° comma, Tuf., lett. a).

³³ Art. 21, comma 1° *bis*, Tuf., lett. d).

³⁴ Sono parole leggibili nel 86° “considerando” della Direttiva 2014/65/UE, tradotte in regola dagli artt. 24 e 25.

³⁵ Art. 21, 1° comma, Tuf., lett. b).

³⁶ Art. 24, 3° comma, della Direttiva 2014/65/UE, e art. 36, 1° comma del Regolamento Consob n. 20307/2018; e, per i contenuti, art. 44 del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

³⁷ Art. 24, 5° comma, della Direttiva 2014/65/UE, e art. 36, 2° comma, del Regolamento Consob n. 20307/2018.

³⁸ Art. 44, 1° comma, lett. b), c), d), del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

³⁹ Art. 24, 5° comma, della Direttiva 2014/65/UE, e art. 36, 2° comma, del Regolamento Consob n. 20307/2018.

⁴⁰ Cfr. l'art. 21, comma 1° *bis*, Tuf., lett. l'art. 23 della Direttiva 2014/65/UE, nonché l'art. 33 del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

possibile per il cliente⁴¹, di per sé non andrebbero molto oltre quelli che gravano sull'intermediario già nella prassi internazionale⁴². In pratica confermerebbero il terzo principio del *common Law*: *truth of any statement*, salvo introdurre un obbligo informativo più completo.

Ma il diritto europeo nell'interpretazione ora corrente va oltre, perché capovolge il secondo principio: la irrilevanza di *good faith* e *fair dealing*. Legge quei doveri in sé informativi come espressione del canone di correttezza e buona fede⁴³, viste alla luce della debolezza tecnica dell'investitore in ordine alla valutazione del rischio. E questo genera nel diritto europeo e nazionale uno scostamento da quella prassi, dal quale si trae il dovere dell'intermediario di rendere possibile con le sue informazioni una scelta di investimento consapevole dei rischi.

Fino a questo punto però si resterebbe ancora nella dimensione dell'*inadempimento* e non dell'*invalidità*⁴⁴. Il passaggio argomentativo

⁴¹ Artt. 27 e 28 della Direttiva 2014/65/UE, e art.64 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, nonché art. 43 del Regolamento Consob n. 20307/2018.

⁴² Del resto, secondo O. CALLIANO, *Informazione e trasparenza nei contratti bancari e finanziari tra diritto dei consumatori e nuovo diritto europeo dei servizi bancari e finanziari*, cit., 4, il legislatore europeo si sarebbe intenzionalmente rifatto al modello di *common Law* del *duty of disclosure*.

⁴³ Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, in *Foro it.*, 2016, I, 1703, n. Pardolesi, e in *Nuova giur. civ.*, 2016, 1063, n. Scaglione, e in *Contratti*, 2016, 986, n. Alberti, e in *Corr. giur.*, 2016, 1517, n. Scognamiglio: «La violazione dell'obbligo di comportarsi in buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata o di conclusione di un contratto invalido, ma anche nell'ipotesi in cui il contratto, valido, risulti pregiudizievole per la parte vittima dell'altrui comportamento scorretto»; Cass., 21 gennaio 2014, n. 1179, in *Rep. Foro it.*, 2014, Contratto in genere [1740], n. 362: «La clausola di buona fede nell'esecuzione del contratto opera come criterio di reciprocità, imponendo a ciascuna delle parti del rapporto obbligatorio di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra e costituisce un dovere giuridico autonomo a carico delle parti contrattuali, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di quanto espressamente stabilito da norme di legge; ne consegue che la sua violazione costituisce di per sé inadempimento e può comportare l'obbligo di risarcire il danno che ne sia derivato».

⁴⁴ La situazione non è diversa da quella di chi va al tirassegno, paga per giocare, ed ha diritto che gli sia dato un fucile che spara bene. Che faccia centro e vinca il premio è rimesso alla sua abilità. Che possa protestare che il contratto è nullo se gli danno un fucile che spara storto pare già poco persuasivo. Ma certo non potrà protestare che il contratto è nullo se ha mirato male. La buona fede impone di preservare, non anche di realizzare, gli interessi altrui.

ulteriore, che apre all'invalidità, è nel ripudio del primo principio del *common Law: caveat emptor*. La seconda ed attuale fase del diritto continentale trasferisce infatti sull'intermediario la cautela. Da che due corollari.

Il primo. Si assume che ai fini della validità del contratto di investimento proposto al cliente sia requisito essenziale la razionalità dell'alea, che deve essere conosciuta dall'investitore e quindi accettata con la comprensione del fatto che il contratto se ha una possibilità di andare per il cliente a buon fine ha anche una certa misura di rischio di causare perdite; possibilità e rischio misurati essenzialmente dagli scenari probabilistici, che perciò devono essere forniti.

Il secondo. Si assume che se non sono dall'intermediario rivelati e concordati tutti gli indici di misurazione del rischio⁴⁵ non vi può essere da parte dell'investitore una valutazione razionale dell'alea.

⁴⁵ Che negli *Irs* sono i costi impliciti, il *Mark to Market*, e gli scenari probabilistici. Ma il *mark to market* non può essere oggetto di accordo (R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale è razionale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, cit., 2), ma se mai di informazione, perché non è un prezzo ma è il valore di mercato dell'*Irs* ad una certa data (così M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, cit., p. 7; M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, cit., 209). Dunque il *MtM* è un valore oggettivo, che è quello che è, un dato di fatto, indipendentemente dalle volontà delle parti: non ci si accorda sui fatti, perché sono quello che sono e lasciano spazio solo a constatazioni, non a disposizioni. Né il *mark to market* dice alcunché sull'andamento futuro della vicenda contrattuale, perché si basa sull'osservazione dei tassi correnti trasposti nel futuro, non certo sui tassi futuri.

Al massimo dunque l'accordo può investire il criterio per calcolarlo (M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, cit., 117; R. NATOLI, *Ancora incertezze su mark to market e oggetto del contratto di interest rate swap*, in *Società*, 2019, 466 ss.) per l'eventualità che il cliente chiuda il contratto anzitempo e lo rinegozi. Su questo effettivamente ci vuole accordo.

Osserva A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, cit., 1362, nt. 36, che la mancata predeterminazione dei criteri su cui fondare il calcolo del costo di estinzione anticipata dell'*Irs* viola il divieto di determinazione unilaterale dell'oggetto del contratto. Vero, ma non quando il patto faccia espresso riferimento a uno o più criteri e la determinazione possa essere eseguita, secondo le regole d'uso, alla luce di uno di questi. In tal caso il *MtM* può non essere determinato ma è determinabile.

Per la tesi che il *MtM* sia oggetto essenziale di accordo v., tra altre, Trib. Milano, 9 marzo 2016, in *questa Rivista*, 2017, 95 ss. con nota dissenziente di B.I.M.

SAAVEDRA SERVIDA, Interest rate swap, Mark to market e determinazione dell'oggetto del contratto).

Invece l'accordo sui costi impliciti (v. M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, cit., 210 ss.; S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa*, in *Swap fra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 211 ss.; U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, ivi, 153 ss., 165; D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 661; ID., *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, cit., 2 ss.) non può mancare mai, perché questi sono compresi nel prezzo complessivo del contratto. Ed è inverosimile pensare che l'intermediario non riveli al cliente il prezzo. Ma è ragionevolmente sostenibile che proprio in quanto compresi nel prezzo complessivo siano in tal modo rivelati. Qui se mai è questione di chiedersi se sia obbligatorio l'*unbundling*, cioè l'individuazione del peso che sul prezzo complessivo hanno i costi impliciti (quelli, ripetiamolo, per l'attività di intermediazione e di copertura, per il rischio dell'inadempimento del cliente, per il *funding* necessario a prestare una garanzia per l'adempimento dell'*Irs* simmetrico che l'intermediario conclude sull'interbancario a copertura di quello con il cliente), in concorso con quella parte del corrispettivo che assicura all'intermediario il profitto dell'operazione.

Qui però ci si può chiedere se il *duty of care* imponga all'intermediario di contenere i costi impliciti al livello di quanto effettivamente necessario per l'operazione eseguita. E la risposta affermativa trascina con sé il riferimento agli usi del mercato interbancario, assunti come parametro. Non sarà del tutto inutile dire che questo non cozza con il divieto di rinvio agli usi recato dal comma 2° dell'art. 23 Tuf: qui non c'è "rinvio" in luogo di "patto", bensì c'è un eccezionale sindacato economico su una clausola del patto alla luce del riferimento ai valori di mercato correnti, espressi dagli usi.

Quanto alla questione della misura dell'alea (sull'alea in generale E. GABRIELLI, *Alea*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 2001; G. DI GIANDOMENICO, *I contratti aleatori*, in (a cura di) G. Alpa, M. Bessone *I contratti in generale*, in *Giur. sist. civ. comm.*, Torino, 1999, I, 787 ss.; sull'alea nei derivati P.E. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 173 ss.) in rapporto agli scenari probabilistici è diffusa l'opinione che «...sono gli scenari probabilistici i fattori di rischio-rendimento dei prodotti offerti, cioè dell'*effettivo costo complessivo* del derivato. Nell'itinerario delle S.U. [*scilicet*: Cass. Sez. Un. n. 8770 del 2020] gli scenari probabilistici, rilevano quindi come informazioni-chiave funzionali a realizzare un giudizio di prognosi *ex ante* dell'investitore: trasparenza infatti c'è se costui, in virtù delle informazioni ricevute, ha la possibilità di rappresentarsi già in sede di stipula, il tipo di alea che andrà ad accollarsi» (S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., 126. Una misura che, ovviamente va valutata *ex ante*, restando irrilevante per la validità del contratto il risultato *ex post*. Non è affatto chiaro a cosa pensi la Corte nella sentenza a Sez. Un. n. 8770 del 2020 cit. quando parla di scenari probabilistici che forniscano *ex ante* una misura scientifica dell'alea. Il cuore degli scenari probabilistici è il probabile futuro andamento dei tassi,

da cui dipende se il differenziale per il cliente sarà o no attivo. Ma è chiaro che questo dato futuro non è realmente oggetto possibile di informazione, ma solo di ipotesi. E comunque è una “misura”, sulla quale non ha senso un accordo (che invece la Corte chiede per la validità) ma solo una verifica ed una informazione.

È possibile una verifica *ex ante*? La verifica di una misura futura si fa con modelli previsionali. Quindi al massimo la misura dell’alea sarebbe suscettibile di essere grazie a quelli supposta. Ma i modelli previsionali in realtà non indicano affatto la probabilità che un evento si verifichi (M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, cit., 13). Inoltre, modelli diversi danno proiezioni diverse (M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un’analisi interdisciplinare*, cit., 213). Quindi tutto quello che si potrebbe chiedere è che le parti si accordino sulla scelta del o dei modelli previsionali e di conseguenza che il contratto sia dall’origine conformato in modo che, in base al modello probabilistico scelto, *ex ante* non faccia apparire improbabile un differenziale attivo.

Però la scelta del modello è, tra tante valutazioni cui l’investitore non è adeguato, quella cui è più inadeguato. È decisamente iper-tecnica. Si deve allora – se si accetta la tesi circa il dovere di rappresentare all’investitore gli scenari probabilistici – supporre che tocchi quindi all’intermediario in adempimento dell’obbligo di servire al meglio il cliente supplire in sede di *duty of care* all’insipienza dell’investitore, e indicare se l’esito fausto sia probabile e in che misura, tenendo conto di uno o più modelli adeguati al caso e sulla base di questi dati conformando il contratto. O sconsigliandolo.

Ma se si sta alle attuali previsioni legali, che cioè – quanto ai rischi – questi siano “evidenti”, “sufficienti” e “probabilmente comprensibili per il componente medio del gruppo cui le informazioni sono dirette” (art. 44, 1° comma, lett. b), c), d), del Regolamento delegato (UE) 2017/565), affinché questi possa “prendere le decisioni di investimento con cognizione di causa” (art. 24, 5° comma, della Direttiva 2014/65/UE, e art. 36, 2° comma, del Regolamento Consob n. 20307/2018, è da chiedersi se una mancata o non esauriente informativa, in violazione di queste norme, costituisca una ipotesi di contrarietà del contratto a norme imperative, con conseguente nullità, o un semplice inadempimento, con conseguente risarcimento. È alquanto dubbio che un compito del genere sia compreso nei limiti del *duty of care*, integrando piuttosto un compito di *advisory* o consulenza. Che, invece, non è dovuta in ogni caso e costituisce oggetto di un patto aggiunto che le parti debbono appositamente stipulare.

Si vede qui in chiaro la differenza di approccio tra *common Law* e prassi internazionale da un lato, e diritto continentale dall’altro. Ma si vede anche una intima indecisione del diritto continentale (come interpretato in quella che qui ho chiamato la seconda fase) che non riesce a ripartire chiaramente i rischi e dove chiede all’intermediario di fare più parti in commedia non si decide a pretendere che oltre ad una *best execution* fornisca anche una specifica consulenza (la consulenza è infatti normalmente disciplinata come ipotesi a parte, nascente da un esplicito accordo e retta da regole sue proprie).

Per questa via l'inadempimento informativo inducendo il cliente a correre un'alea irrazionale genererebbe invalidità.

2.2. Questa costruzione è afflitta da due criticità.

La prima. È corretto dire che la razionalità è carattere intrinseco della scelta negoziale, e quindi requisito di validità. Ma per i contratti commutativi. Per i contratti aleatori si è sempre sostenuto che ne sia tratto identificativo il rischio, o incertezza⁴⁶. E incertezza significa non sapere *ex ante* se, quale, con quale probabilità un esito si verificherà. La costruzione introduce una nozione di alea estranea a quella consolidata.

La seconda. I requisiti di validità sono fissati per legge dal diritto dei contratti. Ma l'incertezza sull'esito non rientra propriamente in nessuno: non nell'accordo, che non manca in un patto voluto nonostante l'esito incerto; non nella causa, perché o si ammette la sua esistenza quando la funzione è solo potenziale⁴⁷, o si devono negare tutti i contratti aleatori come categoria respinta dall'ordinamento; non nella determinabilità dell'oggetto, perché il fatto che l'esito sia incerto e imprevedibile non toglie che nel contratto preesistano le regole per determinarlo in rapporto agli eventi che si verificheranno; non nella meritevolezza di tutela, a meno di considerare immeritevole il contratto solo perché aleatorio, in aperto contrasto con l'art. 23, 5° comma, TUF⁴⁸.

Di qui le oscillazioni della costruzione nella individuazione della ragione di invalidità.

⁴⁶ Si tratta di un convincimento che si può far risalire a R. POTHIER, e che trova generale consenso nella dottrina italiana moderna: F. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, s.d., 209; G. OSTI, *Contratto*, in *Nov.mo Dig. It.*, III, Torino, 1959, 496; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, Milano, 1968, 774; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1976, 224; E. GABRIELLI, *Alea*, cit., 1.

⁴⁷ Quindi si potrebbe affermare l'inesistenza della causa solo per quei contratti finanziari in cui un esito favorevole è *ex ante* sostanzialmente impossibile.

⁴⁸ Sulla controversa interpretazione del 5° comma dell'art. 23 TUF v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Commento all'art. 23*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012, 401 ss, spec.415 ss., e ivi ulteriore bibliografia.

3. *La messa a punto di questa tesi in un libro recente*

La tesi elaborata dal diritto continentale nella sua seconda fase come si vede non spicca per coerenza. Ma questo è giustificabile, derivando essa da progressivi aggiustamenti dell'orientamento giurisprudenziale e da frammentari apporti della dottrina.

A riportare coerenza nella costruzione è intervenuto ora un nuovo e importante apporto⁴⁹, di carattere organico.

Il punto di partenza della tesi, elaborata in un compatto volume, che nella letteratura in materia spicca per completezza, è «il rapporto di natura gestoria tra intermediario, titolare di un ufficio di diritto privato, e investitore»⁵⁰. Dall'A. questo rapporto è descritto come intensamente pervaso di «limiti di ordine pubblico»⁵¹. Che, a me pare, nella prospettazione che nel volume si avanza sono limiti positivi più che negativi, di fare più che di non fare. Primario limite positivo l'assistenza dell'intermediario al cliente nella scelta di investimento. Essa è un presupposto della corretta conformazione del servizio e, incidendo sulla scelta di investimento, diviene requisito di validità del contratto finanziario. Tecnicamente viene qualificata come “ufficio di diritto privato”.

Il presupposto dell'ufficio di diritto privato farebbe credere che la complessiva fattispecie sia riconducibile all'ordine pubblico di *protezione*. Invece esso è qualificato di *direzione* perché – si afferma – «in finanza l'iniziativa economica è costituzionalmente tutelata in misura “condizionata all'utilità sociale”⁵². “La protezione del cliente non è il principale fine, che è rappresentato dall'integrità dei mercati»⁵³.

Tratto comune di questo mercato è l'alea, che però l'investitore è incapace di valutare. «Ma perché la finanza esista l'alea deve essere misurabile (...) Poiché è calcolabile, la misura dell'alea deve essere

⁴⁹ Da ultimo, e organicamente D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2024. Ma v. già ID., *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, 1097; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in (a cura di) D. Maffeis *Swap fra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, 3 ss.

⁵⁰ D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 23, 63 e *passim*.

⁵¹ D. MAFFEIS, *op. cit.*, 27 ss.

⁵² D. MAFFEIS, *op. cit.*, 29.

⁵³ D. MAFFEIS, *op. cit.*, 65-66.

conosciuta dai contraenti, e condivisa»⁵⁴. E questo è il compito principale dell'intermediario. La decisione di investimento è razionale solo se «tiene effettivamente conto dei dati così come conosciuti e compresi»⁵⁵.

Tocca perciò all'intermediario, quale «fiduciario dell'investitore che è proprio la sua controparte contrattuale»⁵⁶ rendere possibile la corretta valutazione dell'alea da parte dell'investitore; e questo esclude sia il principio *caveat emptor*, sia qualunque *causa vendendi*, per introdurre una *causa mandati*⁵⁷.

Non si può disconoscere la compattezza della costruzione. Mi pare però che pur fornendo, ad oggi, la migliore e più meditata sistemazione di quella che sopra ho definito la seconda fase del diritto continentale della finanza, di cui d'altronde l'A. è stato uno degli ispiratori, la tesi non elimini ogni criticità su tecnicismi, e ponga un problema di politica del diritto.

E su questi due aspetti mi par utile soffermarmi in sequenza.

4. *Le superstiti criticità di questa costruzione*

Non dirò qui se questa costruzione sia o no nel suo esito corretta. Dirò, anzi, che sotto almeno un profilo la apprezzo: non so se essa davvero renda più efficiente il mercato finanziario, ma certo lo rende più etico.

Ma giuridicamente osservo invece che allo stato essa non ha ancora una giustificazione argomentativa completa e coerente⁵⁸.

La tesi si regge – mi pare – su due pilastri:

a) che mettere l'investitore in condizioni di rischiare razionalmente sia un *ufficio di diritto privato* dell'intermediario;

⁵⁴ D. MAFFEIS, *op. cit.*, 41-42.

⁵⁵ D. MAFFEIS, *op. cit.*, 49.

⁵⁶ Così testualmente D. MAFFEIS, *op. cit.*, 68.

⁵⁷ D. MAFFEIS, *op. cit.*, 68-69.

A questa strutturata e compatta costruzione segue una analitica e dettagliata ricognizione delle tipologie di investitori, di contratti e di situazioni, su cui qui non mi soffermerò, limitandomi ad apprezzare la sagacia con cui l'A. analizza e riordina un materiale normativo, di prassi, e di letteratura vastissimo e particolarmente complicato.

⁵⁸ Sulla necessità di una giustificazione argomentativa completa V. VELLUZZI, *Metodologia e diritto civile. Una prospettiva filosofica*, Roma, 2023.

b) che l'*alea razionale* sia requisito di validità dei contratti finanziari.

Entrambi mostrano criticità. Inizio da quelle tecniche.

4.1. Un avviso all'investitore sulla misura del rischio è davvero un ufficio di diritto privato dell'intermediario?

È abbastanza comune asserire che nel sistema continentale l'intermediario agisca come *mandatario* dell'investitore, con il dovere di curarne gli interessi. Qui effettivamente c'è un ufficio. Questo però è vero solo in certi casi: quelli in cui la scelta dell'investitore è *già fatta* e si tratta di eseguirla al meglio, compiendo atti *giuridici*.

Negli altri casi, in cui *la scelta è da fare*, e l'investitore si limita a rappresentare all'intermediario esigenze, e l'intermediario a conformare specifiche ipotesi di contratto di investimento, non si profila un incarico al compimento di atti giuridici, ma un incarico al compimento di opera tecnica: l'*advisory*⁵⁹.

Ebbene, almeno in questi casi la qualificazione del dovere dell'intermediario come ufficio di diritto privato, forse politicamente apprezzabile e coerente all'impianto della "seconda fase" del diritto dell'intermediazione finanziaria, dal punto di vista strettamente tecnico-giuridico mostra un difetto evidente. L'"ufficio di diritto privato" è situazione giuridica soggettiva in cui – come nella potestà dei genitori, o del rappresentante, o del mandatario (anche senza rappresentanza) e simili ricorre *sempre*, accanto ad un dovere nell'interesse altrui, anche un *potere di agire*, cioè di compiere atti *giuridici* perché *giuridicamente* efficaci, che – secondo i casi – esplicano o almeno possono esplicare dove appropriati dal gerito effetti giuridici.

Qui però non c'è nulla di simile. C'è sì il dovere di curare l'interesse altrui. Ma non c'è potere di agire nell'interesse altrui. Gli atti

⁵⁹ Nell'interpretazione data al *civil Law* nella attuale versione si lascia intendere - a differenza che in *common Law* - che il rapporto di *advisory* invece di essere speciale e aggiuntivo, e sussistere solo quando convenuto, sia consustanziale al ruolo dell'intermediario e perciò costante. Come dimostrerebbero le molte disposizioni domestiche ed europee sui doveri, ricordate sopra.

Non intendo contraddire nel merito questa interpretazione che, come prima osservato, deve molto ad una applicazione assai estensiva della clausola di buona fede. Mi limito ad osservare che una conclusione "forte" è raggiunta su basi deboli.

dell'intermediario⁶⁰ non sono neppure atti giuridici e non producono alcun effetto giuridico, né rivelano alcun *potere giuridico* di agire.

La qualificazione di “mandato” o “ufficio” è perciò incongrua quando nel rapporto manchi un previo ordine di acquisto o simili, perché l'intermediario compie solo atti di informazione, avviso, assistenza, ma non atti giuridici produttivi di effetti per l'investitore.

Ma un atto tecnico e non dispositivo, che forse entra nelle valutazioni del gerito ma non nel suo negozio, un “consiglio” insomma, di per sé non può incidere sulla validità del negozio che sarà compiuto seguendolo o disattendendolo. Per spiegarsi: l'avvocato che in una negoziazione dà un cattivo consiglio legale al cliente, che su tal base conclude un cattivo affare, certo ne risponde, ma non rende con ciò invalido il contratto improvvidamente concluso.

La generale qualificazione del ruolo dell'intermediario come ufficio di diritto privato con conseguenze invalidanti va dunque rivista.

4.2. Un'alea razionale è davvero requisito di validità?

Sebbene dal punto di vista della sua economia sia certamente nell'interesse del cliente compiere investimenti razionali, non si trova ad oggi nella legislazione alcuna espressa base per la *giuridicamente* necessaria razionalità dell'alea⁶¹; dallo spirito del sistema che richiede

⁶⁰ Che sono, lo ripeto: «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati», «svolgere una gestione sana e prudente con misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati», di «agire in modo onesto, equo, professionale e con l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti», far sì che «i clienti siano sempre adeguatamente conosciuti e adeguatamente informati», fornire informazioni sempre «corrette, chiare e non fuorvianti», consentire che il cliente possa «prendere le decisioni di investimento con cognizione di causa»; prevenire e se del caso comunicare gli eventuali conflitti di interessi con i clienti.

⁶¹ L'unico riferimento normativo è il 14° considerando del regolamento UE 596/2014 sugli abusi di mercato. Ma esso è descrizione, non prescrizione.

Viene inoltre trascurato dalla giurisprudenza e dalla dottrina fautrici che la possibilità della razionalità nella scelta negoziale è fortemente compromessa dalla limitata razionalità degli agenti. Come scrive U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. Rojas Elgueta, Roma, 2014, 199 ss. la tesi dell'alea razionale introduce «una sorta di pericolosa equazione: laddove si sia verificata una perdita di investimento e risulti (provato) un *deficit* informativo, l'intermediario risponderà della perdita poiché, se tutte le informazioni fossero state corrette e complete l'investitore non avrebbe effettuato

al contraente capacità di agire, cioè di intendere oltre che di volere, si può derivare l'assunto che *la razionalità* (intesa come coscienza e accettazione della incidenza del patto sui fatti che interessano il contraente) *sia requisito di validità*. Ma – come detto – dei contratti commutativi. Non dei contratti aleatori. In questi è implicito che chi rischia sia consapevole di farlo, ma non è finora mai stato affermato nella consolidata dottrina in materia che per la validità del contratto debba essere, o essere reso, consapevole della probabilità dell'esito. La valutazione di convenienza nel diritto comune dei contratti è di per sé irrilevante per la validità, e diventa rilevante solo quando è inquinata dalla controparte o da un terzo. In tali casi però l'esito non è la nullità ma l'annullabilità, a condizione che lo sviamento sia stato determinante del consenso⁶².

L'argomento offerto a favore della nullità per irrazionalità dell'alea è che il legislatore autorizzerebbe come meritevoli di tutela solo

quell'operazione» ma «i risultati degli studi svolti nell'ambito della *finanza comportamentale* di cui finalmente si sta tenendo conto anche in Italia dimostrano tuttavia come i comportamenti dell'uomo di fronte ad una scelta economica non siano quasi mai razionali, risultando al contrario influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze» (pp.200-201).

Obiezioni alla razionalità dell'azione sono anche in J.R. SEARLE, *La razionalità dell'azione*, Milano, 2003, p. 119: «L'idea che per essere un agente razionale dovrei avere innanzitutto uno schema ben ordinato di preferenze e poi fare stime probabilistiche in relazione a quale corso di azione potrebbe massimizzare la mia utilità attesa, mi appare come un'idea priva di qualsiasi plausibilità».

Per un quadro delle dottrine della razionalità nella scelta negoziale e il suo rilievo sulla validità rinvio a *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, a cura di R. Caterina, Milano, 2008; A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 1105 ss.

⁶² Non è chiaro perché quella dottrina e giurisprudenza che hanno lavorato con il diritto comune dei contratti per raggiungere l'esito dell'invalidità in caso di "alea non razionale" non abbiano esplorato la possibilità di applicare ai contratti finanziari in cui all'investitore non è rivelata la misura di rischio la qualificazione di "reticenza" illecita in quanto su aspetti sui quali esiste un dovere di *disclosure*, con la conseguenza dell'invalidità, ma nella forma dell'annullabilità, non della nullità, quando tale reticenza sia stata determinante di una scelta di investimento che altrimenti non sarebbe stata compiuta.

Nel nostro sistema sono le norme sul dolo determinante che offrono il raccordo tra violazione di regole di comportamento e conseguenze in termini di invalidità, che altrimenti restano campi separati. Tuttavia questa strada non è stata, a quanto ne so, presa in considerazione dall'ampia giurisprudenza pratica e teorica sull'argomento.

scommesse razionali perché *esse sole sarebbero socialmente utili*⁶³.

Ma l'argomento è inconsistente: anzitutto è contraddetto, poi è contraddittorio, infine è eccessivo.

Primo: è contraddetto. L'art. 23, 5° comma, TUF rende giuridicamente rilevanti le scommesse (finanziarie) come tali⁶⁴. Ma all'idea di scommessa appartiene l'incertezza dell'esito, non il calcolo del rischio, che resta nell'arbitrio tanto libero quanto irrilevante dello scommettitore. Solo il patto cui è *ex ante* impossibile un esito positivo è privo di causa, ma proprio perché manca l'incertezza (l'alea), non perché manca il calcolo.

Secondo: è contraddittorio. Né la fiducia nel mercato finanziario, né l'integrità di questo sono scosse dalle scommesse azzardate. Anzitutto perché l'azzardo è elemento connaturale alla finanza, come dimostra la liceità della speculazione. Poi perché scommesse del cliente ben mirate significano nei contratti di investimento in cui l'intermediario sia controparte scommesse mal mirate di quest'ultimo⁶⁵: e allora perché l'irrazionalità⁶⁶ di queste, socialmente non utili, non inciderebbe sul

⁶³ Così Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, § 6.2.

⁶⁴ Non a caso Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, § 6.4 ss. cerca contortamente di negare che l'art. 23 TUF autorizzi i derivati come scommesse.

⁶⁵ Come scrive A.N. RECHTSSHAFFEN, *Capital Markets, Derivatives and the Law*, Oxford, 2019, 150 «There is a winner and a loser, and the incremental increase in value on one side of a derivatives contract is offset by a corresponding decrease in value to the opposite side of the contract».

Bisogna ricordare che in una serie di contratti finanziari, come i derivati, il servizio fornito ha due facce, perfettamente simmetriche ai due ruoli che qui la banca assolve, di intermediaria e di controparte. Come intermediaria rende possibile l'investimento. Come controparte fornisce il prodotto. Nel primo aspetto non c'è alea: c'è solo uno scambio tra il servizio e la sua remunerazione, comprensiva di costi (per l'attività di intermediazione e di copertura, per il rischio dell'inadempimento del cliente, per il *funding* necessario a prestare una garanzia per l'adempimento dell'*Irs* simmetrico che l'intermediario conclude sull'interbancario a copertura di quello con il cliente) e guadagni (il profitto dell'operazione). Nel secondo sì: il cliente compra un rischio/opportunità (che il differenziale tra i tassi possa essere passivo/attivo). Qui però bisogna essere chiari. Il cliente compra un *rischio*. Il rischio è perfettamente coerente alla causa: non c'è nessun difetto causale nella sussistenza di un rischio. Che il rischio si rovesci in una *opportunità* (cioè una effettiva *chance* di differenziale attivo) di per sé (e salvo quanto sto per dire) dipende dalla sua abilità di investitore ed è giuridicamente irrilevante.

⁶⁶ Qui va ricordato però che di fatto l'intermediario che sia anche controparte (come nei derivati) dell'investitore non è interessato alla gestione del rischio dal suo

contratto?⁶⁷ *In una scommessa non può esistere un'alea che sia razionale per tutti e due i contraenti.* E allora forse non è questo l'approccio giusto al problema dell'alea. Infine, sostenere che una scommessa “non razionale” non è utile significa dimenticare che almeno in termini giuseconomici la scommessa persa dall'uno è vinta dall'altro, con un incremento di valore che è comunque un ottimo paretiano⁶⁸ e quindi da un punto di vista oggettivo (del mercato) è perfettamente razionale, anche se dal punto di vista soggettivo del cliente non lo è.

Terzo: è eccessivo. Se infatti assumiamo che sono invalidi per difetto di razionalità dell'alea tutti i contratti in cui il cliente investe in presenza di rischi eccessivi, allora bisognerebbe per coerenza invalidare anche quei contratti in cui egli rischia eccessivamente benché avvisato⁶⁹. Se

lato quando – come d'uso – non lo gestisce tramite il derivato con il cliente, bensì tramite un derivato simmetrico concluso sul mercato interbancario, che neutralizza gli effetti del primo ma non tocca il corrispettivo del servizio (M. DANUSSO, *op. cit.*, *passim*; M. ANOLLI, A. PERRONE, *op. cit.*, loc. ult. cit. A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, cit., 1357).

Ma questo non cambia la valutazione: l'intermediario che perde si rifà con il derivato simmetrico, ma questo sposta solo la perdita su un altro soggetto (ammesso che se ne trovi uno disposto a farlo sapendo che secondo gli scenari probabilistici pagherà). Prova ulteriore dell'intrinseca irrazionalità dell'argomento dell'alea razionale.

⁶⁷ Intendo dire che l'argomento per cui sarebbero valide solo le scommesse del cliente ben mirate si distrugge da sé perché in contratti come i derivati questo implica che siano mal mirate dal lato dell'intermediario che fa da controparte. E allora se socialmente utili da un lato non lo sarebbero dall'altro. Ed essendo una stessa scommessa, dovrebbero in ogni caso cadere per invalidità.

⁶⁸ Come noto, nel concetto di ottimo di Pareto conta l'incremento, non la sua distribuzione. Quindi che guadagni l'intermediario è un ottimo alla stessa stregua del guadagno del cliente.

Altro è, come riconosce lo stesso Pareto, che l'ottimo della società non sia l'ottimo *per* la società, che per il suo benessere può preferire una migliore distribuzione ad un incremento squilibrato. Ma questo implica una scelta politica di sistema – che personalmente vedo con favore – che quantomeno non è chiaramente espressa nella legislazione sul mercato finanziario.

⁶⁹ Se si assume infatti che l'alea irrazionale è causa di invalidità allora bisogna invalidare anche i contratti in cui il cliente avvisato rischia a sproposito. Nessuno però finora ha osato affermare che siano nulli i contratti in cui un cliente avvisato ma spericolato investa a sproposito. Ne segue per coerenza che il “vizio” è allora la violazione di una regola di informazione. Ma quanto a questo resta corretta la tesi che la disinformazione sia violazione di una regola di comportamento, non di una regola

è l'irrazionalità dell'alea che rileva, è indifferente che essa ricorra in presenza o in assenza di avviso. Ma questo va molto oltre la tesi sostenuta dalla seconda fase della giurisprudenza in materia. Il che dimostra che l'argomento prova troppo.

Sarebbe dunque opportuno che la dottrina specializzata costruisse meglio il punto.

5. Un dubbio di politica del diritto

Detto delle criticità di natura tecnica resta da dire di una criticità sotto il profilo della politica del diritto.

Il diritto non è la magia. Non basta ordinare perché accada. C'è la coazione certo. Ma è la patologia. E non può esserci un carabiniere dietro ogni regola. Per funzionare il diritto deve predisporre un sistema di incentivi (realizzazione di interessi) e disincentivi (applicazione di sanzioni) che inducano gli agenti a conformarsi alla norma. Un sistema giuridico che dia input contraddittori è destinato alla disfunzione. Nella c.d. seconda fase del diritto della finanza si annida appunto una pericolosa contraddizione di questo genere.

Si consideri: il professionista è nei casi maggiori se non in tutti al contempo intermediario e controparte. Come intermediario è chiamato dalle regole a fare gli interessi dell'investitore. Come controparte i propri, come qualsiasi contraente.

Le due funzioni di intermediario e controparte tendono perciò a collidere. Da che le disfunzioni da cui nasce l'abbondante contenzioso sui contratti finanziari.

Tutto andrebbe a posto se le due funzioni non potessero essere cumulate⁷⁰.

Alla luce di un approccio razionale di politica legislativa al problema, delle due l'una: o si impone la separazione dei ruoli di intermediario e controparte, o si predispose un efficace incentivo/disincentivo all'intermediario (e non solo un comando

di validità. E allora l'alea irrazionale non fonda coerentemente l'invalidità del contratto.

⁷⁰ Perché allora essere così contrari – come D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 68 mostra di essere – all'idea che la separazione delle funzioni possa essere una soluzione più efficiente sia per la protezione del cliente sia per la protezione dei mercati?

velleitario) perché sia indotto a privilegiare gli interessi altrui.

Allo stato la prima soluzione è del tutto estranea al sistema, e non è nell'aria.

Quanto alla seconda, quale incentivo efficace vale oggi a correggere quella spinta naturale dell'intermediario finanziario a perseguire il profitto (che in un sistema di mercato non è certo una colpa)? Nessuno. E il disincentivo che si introduce per via di argomentazione (la nullità) azzerando l'operazione non arriva a penalizzare l'intermediario egoista ma solo a riportarlo nello *status quo ante*.

Così, in definitiva, il nostro sistema di diritto dell'intermediazione finanziaria – che nell'intenzione legislativa vorrebbe essere collaborazione – si regge oggi invece su un conflitto irrisolto.

Forse è un'osservazione ingenua, ma nessuno in un affare rischioso consiglierebbe al contraente inesperto di farsi guidare da chi ha interessi contrari ai suoi. Insomma, non è un approccio intelligente al problema che a difendere il gregge si designi il lupo.