

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2017

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

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.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi sul contratto d'*interest rate swap*. - 2. L'istanza di protezione della parte insoddisfatta e il dibattito sulla causa del contratto IRS. - 3. La causa concreta come strumento di controllo dell'operato dell'intermediario. 4. Dalla causa concreta alla causa astratta. Il *revirement* della Corte d'appello di Milano - 5. Considerazioni critiche e conclusioni.

1. Cenni introduttivi sul contratto d'*interest rate swap*

Com'è noto, l'*interest rate swap* (anche IRS) è quel contratto per il quale, a scadenze determinate e per un determinato periodo, una delle due parti¹ diviene periodicamente debitrice dell'altra di una somma di denaro la cui determinazione avviene applicando a un ammontare di riferimento, il capitale nozionale, un tasso d'interesse fisso ad una parte e uno variabile all'altra². Esso è negoziato *over the counter* e non sui mercati regolamentati e, come tale, è (e, dunque, deve essere) costruito dall'intermediario intorno agli specifici bisogni dell'investitore, ricostruibili attraverso l'indagine che l'intermediario, prestatore di un servizio di investimento, è tenuto a svolgere al fine di valutare adeguatezza o appropriatezza dell'operazione.

La prestazione periodicamente dovuta, il differenziale, è posta a carico della parte gravata del tasso risultato maggiormente oneroso ed essa è pari alla differenza tra la somma da questi dovuta e quella da egli attesa. Considerata l'incertezza sul soggetto gravato e sulla misura della prestazione dovuta³, ne consegue l'intrinseca e consustanziale

¹ Due intermediari o, più frequentemente, un intermediario e un cliente, privato o ente pubblico. La presenza di un ente pubblico come parte contraente introduce nella vicenda, e nella sua patologia, peculiari criteri di valutazioni di cui questo scritto, per ragioni di sintesi, non terrà conto.

² Una definizione ricorrente ed accreditata di questo contratto è quella proposta da CASS. 6 aprile 2001, n. 2185, in *Foro it.*, 2001, I, 2187, secondo cui "è contratto di swap quello in cui due parti convengono di scambiarsi in una o più date prefissate, somme di denaro calcolate applicando ad un identico ammontare di riferimento, due parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) con il pagamento, alla scadenza concordata, di un importo di base netta, in forza di compensazione".

³ Per E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 247, proprio il differenziale di valore, e non i flussi finanziari, sarebbe l'oggetto del contratto di swap. Per G.

aleatorietà di questo contratto⁴: l'andamento futuro dei tassi, per quanto prevedibile, conserva pur sempre un grado d'incertezza, incertezza che, in un'ordinata strutturazione del contratto, dovrebbe gravare su entrambe le parti, in modo equilibrato.

Almeno fisiologicamente, dunque, l'alea è bilaterale⁵.

GITTI, *La determinazione del contenuto*, in GITTI – VILLA, *Il terzo contratto*, Bologna, 2008, 87, l'oggetto è l'alea. Per D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di Banca, borsa e tit. cred.*, Milano 2014, 27 ss., ma già prima in ID, *I contratti derivati [Aggiornamento - 2010]*, in *Digesto IV*, s.d. ma Torino, 2010, 365, l'oggetto del contratto è l'alea *razionale*.

⁴ E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 283. TRIB. MILANO 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 748 sostiene che “la componente aleatoria è...strettamente intrinseca alla struttura dei derivati e compatibile con i reciproci e commutativi impegni. Addossare il rischio ad una sola delle parti, attribuire all'altra profili certi sulla redditività futura del proprio investimento consente alla controparte di calcolare perfettamente, ed a priori, i costi dell'operazione posta in essere e dei vantaggi ricavabili, con conseguente mancanza, nella causa concreta, di un'effettiva alea”. Che i derivati siano contratti aleatori è certezza che accomuna la maggioranza degli studiosi. Per tutti, da ultimo, v. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., 1744, ove anche l'indicazione delle (poche) voci contrarie. Alcuni ritengono invece che i contratti derivati non abbiano natura aleatoria ma commutativa perché la variazione del tasso d'interesse farebbe parte dell'alea normale del contratto di swap. Così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 81-82; G. GIOIA, *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, 11; F. BRUNO, *Qualificazione di strumento finanziario del contratto di interest rate swap ed applicazione del diritto societario*, in *Corr. mer.*, 2009, 259.

⁵ Condivisione del rischio che viene meno quando, come ricorda TRIB. MILANO, 22 dicembre 2015, n. 14622, in *IlSocietario.it*, “il contratto derivato è strutturato in modo tale da rendere certo il sacrificio di una parte e il guadagno dell'altra, ossia quando, secondo lo scenario probabilistico che si presenta alle parti al momento della sottoscrizione del contratto, la possibilità che si realizzi l'evento favorevole ad una parte e sfavorevole all'altra, è talmente bassa da doversi ragionevolmente considerare nullo”. Va segnalato come questa enunciazione accompagni una decisione di rigetto delle domande dell'investitore, giunta dopo l'accertamento che non vi fossero elementi che facessero ritenere che, alla data di sottoscrizione del contratto, fosse prevedibile con ragionevole certezza che l'andamento futuro dell'euribor sarebbe stato (non al rialzo, ma) al ribasso, ed inferiore al tasso fisso convenuto dalle parti del contratto di swap. Questa bilaterale incertezza costituisce il fondamento, come si vedrà, della tesi del contratto di swap come una scommessa (autorizzata dalla legge).

L'IRS può assolvere più finalità dell'acquirente dello strumento. Può anzitutto proteggerlo da un rischio di tasso, insito in una diversa operazione finanziaria⁶, attraverso la neutralizzazione di quel rischio e grazie alla sostanziale trasformazione del tasso da variabile a fisso (finalità di copertura). Può, poi, consentirgli di realizzare un guadagno, non certo, attraverso una scommessa su un determinato andamento dei tassi (finalità speculativa)⁷.

Volendo azzardare un parallelo, la cui valenza è, però, puramente descrittiva, si potrebbe dire che il derivato di copertura sta al contratto di assicurazione⁸ come il derivato speculativo sta al contratto di scommessa⁹. Come vedremo meglio a breve, però, la validità di questa equazione deve essere messa in discussione dall'affermazione, da noi condivisa, secondo cui l'esistenza di una scommessa accomuna ogni ipotesi di swap, anche di copertura.

Un'altra¹⁰ variante dalla finalità speculativa è quella di arbitraggio, che si realizza quando l'acquirente dello strumento vuole trarre profitti nel breve periodo¹¹, senza assumersi alcun rischio¹², sfruttando le differenze di prezzo sul sottostante del derivato. In questo caso, il profitto è ottenuto non facendo leva sul fattore tempo, come accade nello swap

⁶ L'aumento del tasso d'interesse variabile collegato ad un mutuo o, comunque, ad un finanziamento.

⁷ Speculazione intesa come ragione d'essere di talune operazioni, caratterizzata dal fatto che chi le compie auspica che una situazione d'incertezza si risolva a proprio favore. Così P. CORRIAS, *I contratti derivati*, cit., 202, che spiega bene come la speculatività possa connotare sia i contratti aleatori (come la scommessa) sia i commutativi (come, ad esempio, la vendita a termine di titoli a premio).

⁸ TRIB. SALERNO, 21 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*, parla di funzione "latamente assicurativa, in quanto serve ad eliminare, o quantomeno a ridurre, le conseguenze negative derivanti da tassi variabili eccessivamente alti". L'accostamento non implica, però, che il derivato di copertura abbia causa assicurativa: D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. MAFFEIS, *Swap tra banche*, cit., 20.

⁹ Osservazione diffusa. Da ultimo, M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *www.dirittobancario.it*, 2013.

¹⁰ "Altra" perché, a nostro avviso, anche la finalità di copertura è una variante di quella speculativa. Su ciò si veda *infra*.

¹¹ Che è la caratteristica della finalità speculativa.

¹² Peculiarità della funzione di copertura.

speculativo, ma sullo spazio, ossia giocando su mercati diversi che prezzi contemporaneamente lo stesso sottostante in modo diverso¹³.

Soffermiamoci sulla finalità di copertura, la cui importanza è massima, per lo sguardo che questo scritto vuole dare alla materia, perché è proprio dalla sua negazione che la giurisprudenza ha affinato le forme di tutela dell'investitore deluso.

Un IRS è di copertura quando è in grado di far venire meno l'incertezza sull'andamento del tasso variabile degli interessi¹⁴. Ciò, come abbiamo già anticipato, avviene grazie allo scambio (*swap*) tra un flusso di denaro commisurato al tasso variabile e uno a quello fisso, entrambi calcolati, almeno tendenzialmente, sullo stesso importo di riferimento, il cosiddetto nozionale. L'effetto, come già detto, è di garantire all'acquirente dello strumento derivato la neutralizzazione del rischio di una variazione *in pejus* del tasso d'interesse variabile collegato al finanziamento in cambio dell'assunzione dell'obbligo di corrispondere una somma di denaro conteggiata applicando al nozionale un tasso d'interesse fisso.

Secondo Consob¹⁵, un contratto di swap di copertura dovrebbe presentare un'elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto di copertura e

¹³ Osserva M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1999, 70 che lo swap come strumento d'arbitraggio "consente ai contraenti di trarre profitto dall'applicazione invertita dei rispettivi migliori tassi d'interesse o di cambio ottenuti per una determinata operazione, evitando di accedere in mercati ostili".

¹⁴ Sul punto si v. L. BALLERINI, *Struttura e causa dell'IRS nella recente evoluzione giurisprudenziale*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2014, 208, secondo cui "Le operazioni concluse a scopo di copertura (cosiddetto *hedging*) si propongono di neutralizzare le conseguenze negative di variazioni avverse, ovvero inattese, di rapporti di cambio, corsi azionari. In buona sostanza, si utilizza un derivato con effetto opposto rispetto all'operazione che si vuole coprire". Si veda altresì U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 154. In giurisprudenza si veda, a riguardo, TRIB. BARI, 15 luglio 2010, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, II, 781, secondo cui "Gli swaps rappresentano lo strumento più immediato per depotenziare le incertezze connesse ai costi di finanziamento".

¹⁵ Comunicazione DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e DI/98065074 del 6 agosto 1998.

dello strumento finanziario¹⁶ e tali condizioni dovrebbero risultare da evidenze interne dell'intermediario e essere approvate dalla funzione di controllo interno.

In genere, il bisogno di copertura da un rischio trova esplicitazione documentale nelle premesse del contratto quadro per la prestazione dei servizi d'investimento, gravando l'intermediario della certa responsabilità quando non abbia costruito lo strumento in modo che esso possa realizzare quell'interesse¹⁷.

Confrontando un IRS finalizzato alla copertura con uno meramente speculativo, il dato differenziale più evidente è che nel primo caso preesiste alla stipulazione del contratto, in capo all'acquirente dello strumento, un rischio finanziario cui l'IRS deve guardare per realizzare la funzione assegnatagli dalle parti; quando, invece, l'IRS è solo il mezzo per il raggiungimento - incerto - di un profitto (attraverso una valutazione sull'evoluzione attesa del tasso che funge da sottostante), l'unico rischio rilevante giuridicamente è quello che si realizza con la nascita del derivato¹⁸. La liceità della finalità esclusivamente specula-

¹⁶ Tra gli elementi considerati decisivi per qualificare come di copertura un IRS la giurisprudenza ha indicato: i) l'orizzonte temporale dei flussi, perché uno iato sensibile tra scadenze delle rate e variazione dei tassi compromette la finalità di copertura: TRIB. NOVARA, 19 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*; ii) la contestualità tra sottoscrizione del finanziamento e quella dell'IRS: TRIB. SALERNO, 2 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*; iii) la coerenza tra nozionale ed ammontare dell'indebitamento dell'impresa: TRIB. MILANO, 8 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*.

¹⁷ Quando si verte in materia di servizi di investimento, la responsabilità non può che cadere su chi deve conoscere il prodotto finanziario negoziato (cd. "know your customer rule").

¹⁸ Più precisamente L. BALLERINI, *Struttura e causa dell'interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale*, cit., 208: "A differenza dell'“hedging”, nel quale il rischio è preesistente e viene annullato dall'operazione di copertura, nel caso di posizioni di “trading” il rischio non esisteva e nasce con l'operazione stessa". Sul tema dell'artificiale creazione del rischio si veda anche E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit, 118, che afferma che "parrebbe inevitabile constatare come, esattamente come avviene in gioco e scommessa, si dia una "artificiale creazione del rischio": sotto questo profilo, dunque, (non tutti i derivati tout court, bensì) i derivati cd. speculativi parrebbero identici a gioco e scommessa". Si veda anche TRIB. GENOVA, ord. 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*: "Laddove invece non esista alcun rischio preesistente ed il contratto sia stipulato, quindi, a scopo puramente speculativo, esso è assimilabile alla

tiva è stata, in taluni casi¹⁹ e da alcuni studiosi, messa in discussione²⁰ ma, a nostro avviso, in modo infondato²¹.

A favore della piena liceità del derivato speculativo sta, a nostro avviso, l'evidente difficoltà di far propria, in questa materia, la vec-

scommessa”; nello stesso senso anche TRIB. TORINO, 18-24 aprile 2014, n. 2976, in *www.ilcaso.it*.

¹⁹ In caso di suddivisione non paritaria dell'alea, invece, si è ritenuto nullo il contratto per illiceità della causa: TRIB. MILANO, 23 dicembre 2011. Più di recente APP. TORINO, 27 luglio 2016 n. 1725 in *www.dirittobancario.it*. A conclusioni analoghe giunge TRIB. BRINDISI, 8 luglio 2008 n. 489, in *Giur. merito* 2008, 12, 3113, con nota di V. SANGIOVANNI: “Il “contratto aleatorio unilaterale”, nel quale l'alea - quale elemento attinente alla causa del contratto - è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore non è meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico (art. 1322 c.c.), in quanto l'ordinamento non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi dal prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto in capo a una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi quanto alla redditività futura del proprio investimento”. Si vedano anche TRIB. RAVENNA, 8 luglio 2013, in *www.ilcaso.it*; TRIB. SALERNO, 2 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*; TRIB. ORVIETO, 12 aprile 2012, in *www.ilcaso.it*. Sulla non meritevolezza del contratto per violazione dell'art. 1322, 2° comma, c.c. si vedano CASS., 30 settembre 2015, n. 19559, in *www.dirittobancario.it*; CASS., 15 febbraio 2016, n. 2900, in *www.dirittobancario.it*; CASS., 23 dicembre 2016, n. 26948 (inedita); CASS., 3 gennaio 2017, n. 37 (inedita).

²⁰ Dubitano della meritevolezza dei contratti aleatori caratterizzati da un'esclusiva causa lucrativa P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 69, nt. 127; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004, 147 ss.. In giurisprudenza, TRIB. LUCERA, ord. 26 aprile 2012, in *www.ilcaso.it*, secondo cui l'unica funzione meritevole di apprezzamento da parte dell'ordinamento giuridico è quella di copertura. Così anche TRIB. MONZA 14 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*, TRIB. LUCERA 26 aprile 2012, *ivi*, TRIB. UDINE, 13 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*, TRIB. VERNIA 23 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*, TRIB. TREVISO, 26 agosto 2015, *ivi*. Toni forti e moraleggianti, a riguardo, in TRIB. VICENZA, 29 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it*, I, 2125, secondo cui gli swap speculativi sono “assolutamente imprevedibili nei loro sviluppi finanziari, possono comportare conseguenze del tutto sproporzionate in aumento rispetto al rischio che pretendono di voler coprire, e non è possibile prevedere per il normale cliente quando esploderanno, e in ogni caso ciò avviene a favore dell'intermediario che li ha collocati”. A favore della liceità dei derivati speculativi, in giurisprudenza, si v. TRIB. MILANO, 9 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*.

²¹ Per contro, la finalità di copertura è certamente meritevole di tutela per la sua già vista vicinanza (nella diversità) alla funzione assicurativa.

chia tesi (vecchia ma non superata; in ogni caso, però, inapplicabile alla materia finanziaria) secondo cui l'affidare alla sorte il conseguimento di un guadagno è comportamento dannoso e socialmente improduttivo; ossia l'argomento in forza del quale si spiega il peculiare regime normativo (codicistico) dei contratti di gioco e scommessa²². Il problema, allora, non può riguardare la meritevolezza della funzione speculativa – la quale stimola i mercati e va dunque considerata in senso positivo²³ – ma, semmai, la sua autentica coerenza con l'interesse dell'acquirente dello strumento. E' un problema di consapevolezza del consenso, dunque, non di liceità della causa.

Ci occuperemo della questione a breve, fin d'ora, però, esprimendo l'opinione che, in chiave di politica del diritto, parrebbe comunque accettabile, pur con molte riserve, perfino *proibire* – con lo strumento del divieto, capace di incidere sulla validità del contratto – la negoziazione dello strumento diretto a fini speculativi a talune fasce della popolazione, quelle che, per la loro tipologica debolezza sul piano della cultura finanziaria siano ritenute presuntivamente incapaci di comprendere il funzionamento di prodotti complessi e rischiosi²⁴.

Mettendo da parte quest'ultima riflessione, utile solamente *de iure condendo*, e tornando al tema del controllo legale sullo strumento derivato speculativo, non può negarsi come l'esperienza abbia insegnato che, talvolta, la natura unicamente lucrativa dello strumento derivato e la sua conseguente intrinseca grande rischiosità erano caratteristiche che non erano state volute dal cliente o, meglio, che non erano state da questi adeguatamente comprese e, comunque, non erano obiettivamente corrispondenti ad un suo tipologico interesse. Interesse la cui individuazione – anche in mancanza di una chiara esplicitazione che esso consistesse nella ricerca di protezione – avrebbe potuto essere desunta

²² Sul punto si veda D. RICCIO, *Il gioco e la scommessa*, in *I contratti speciali. I contratti aleatori*, in *Trattato Bessone*, Torino, 2005, 140.

²³ Si aggiunga che l'art. 23, comma 5, TUF, sembra legittimare ogni tipo di derivato (purché stipulato “nell'ambito della prestazione di servizi o attività di investimento”), dunque anche quello meramente speculativo e creativo di un rischio prima inesistente.

²⁴ La violazione dell'obbligo di astenersi dal portare a termine un'operazione inadeguata è sanzionata con la condanna al risarcimento del danno (cd. “*in re ipsa*”) in misura pari alle perdite subite dall'investitore: v. CASS. 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro.it*, 2013, I, 320.

proprio dalla conoscenza, da parte dell'intermediario, dell'esistenza di un rischio finanziario insito in un finanziamento²⁵.

Ciò, però, non ha nulla a che fare con la liceità della funzione, che resta piena.

2. *L'istanza di protezione della parte insoddisfatta e il dibattito sulla causa del contratto IRS*

Il contenzioso in materia di swap ha avuto, dalla fine degli anni novanta ed almeno fino all'entrata in vigore della normativa di recepimento della Direttiva Mifid, una crescita esponenziale. Essa è andata di pari passo con una crescente finanziarizzazione dell'economia e un ingresso delle banche nella materia della prestazione dei servizi d'investimento, capace di fare recuperare la redditività perduta sul fronte dell'operatività creditizia.

Indiscussa ed indiscutibile chiave di lettura di molti responsi giurisprudenziali in materia è, innegabilmente, il riconoscimento del diverso *need for protection* fra le due parti contrattuali e la conseguente collocazione della controversa in una dimensione protezionistica²⁶ - talvolta, anche paternalistica oltreché condita da qualche pregiudizio verso il proposito di guadagnare attraverso l'azzardo finanziario -.

Dimensione protezionistica che, peraltro, è giustificata dalla disciplina legale e regolamentare della materia della prestazione dei servizi di investimento, protesa alla tutela della parte debole, l'acquirente dello strumento.

La sensazione, però, è che la finalità protettiva abbia talvolta forzato la mano e condotto ad adottare soluzioni ispirate dal proposito di garantire (non solo tutela, ma anche) il rimedio, tra quelli astrattamente disponibili, più efficace. Tra tutti, la nullità del contratto per difetto di causa, su cui ci soffermeremo a breve.

²⁵ L'importanza della connessione è chiara in TRIB. SALERNO, 21 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*: "Se collegato ad un finanziamento, lo swap ha una funzione di copertura, o latamente assicurativa, in quanto serve ad eliminare, o quantomeno a ridurre, le conseguenze negative derivanti da tassi variabili eccessivamente alti".

²⁶ Sull'approccio paternalistico a proposito del controllo di legalità dei derivati OTC si veda R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit., 61 ss.

A tacer, ora, del segnalato sospetto di abuso dello strumento di nullità, meritevole di un più serio approfondimento, occorre riconoscere che la magistratura, tutto d'un tratto, si è trovata a fronteggiare un crescente stato d'insoddisfazione di clientela al dettaglio legato ad una vicenda finanziaria fin ad un certo punto completamente sconosciuta, e che di essa, come ha potuto, è riuscita a fare emergere le anomalie, frequentemente accollandole, in termini di responsabilità, al prestatore del servizio di investimento, contraente forte capace di approfittare della debolezza negoziale ed informativa della propria controparte²⁷.

Un quadro più distaccato della situazione, meno condizionato dal grande clamore, anche mediatico, che ha accompagnato la presa di coscienza di questa nuova vicenda di "risparmio tradito", avrebbe forse potuto dare maggiore corpo a talune differenti interpretazioni di essa, facendo emergere, in particolare: a) che alcune volte, essa è stata figlia anche di un concorso di colpe e, più in particolare, di un opportunistico sfruttamento, da parte del "contraente debole ma scaltro", delle pieghe della disciplina protezionistica. E' questo il caso, a nostro avviso, delle "rinegoziazioni", dove un'obiettivo individuazione delle ragioni di tale scelta può mettere in luce autentici propositi speculativi dell'investitore, *sub specie* d'intento di rinviare il pagamento del differenziale negativo accumulato dal primo contratto²⁸; b) e che altre volte, essa è dipesa altresì da obiettive difficoltà previsionali dell'andamento dei tassi. Non dobbiamo dimenticare, infatti, come si sono mossi tassi d'interesse tra il 2004 ed il 2008. Nel 2004, le previ-

²⁷ Indicativa del difetto di trasparenza è la materia dei costi, talvolta giustamente definiti "occulti". Sul tema, tra i vari, si veda S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2013, II, 362 ss. Il tema della necessità di una forte trasparenza della banca era stato valorizzato da APP. MILANO, 19 novembre 2008, in *www.ilcaso.it*, ove si era affermato che "l'elevato livello di sofisticazione e complessità dei prodotti derivati OTC e la possibilità...che il loro utilizzo assum[a] finalità speculative estranee alle finalità di copertura di rischi della clientela, obblig[a] l'intermediario a corredare la propria attività con tecniche procedurali particolarmente stringenti onde evitare ogni profilo di opacità", con la conseguenza che gli intermediari "devono predisporre procedure di ingegnerizzazione idonee a formare prodotti derivati OTC che consentano di coprire i rischi degli operatori qualificati ai quali tali prodotti sono destinati, così da evitare che l'utilizzo dei medesimi assuma finalità speculative estranee alle finalità di copertura dei rischi della clientela".

²⁸ Si veda, più in profondità, l'ultimo paragrafo di questo lavoro.

sioni erano concordi per una crescita dell'Euribor, che non per nulla è passato dal 2% al 5% in quattro anni per poi iniziare una caduta verticale, largamente inaspettata, fino a giungere a meno dell'1% nel 2010 e, dopo una breve ripresa, perfino di sotto lo zero dal 2015. Chi ha stipulato il contratto tra il 2005 e il 2008 contando su un rialzo dei tassi di maggior durata e scambiando un tasso variabile con uno fisso non ha beneficiato del tasso fisso convenuto, non essendosi realizzato il rischio temuto, ed ha subito l'addebito di differenziali inaspettati e, talvolta, d'importo tale da compromettere la solidità finanziaria.

Ad ogni modo, il dato certo, da cui partire, è che un congegno contrattuale come quello dell'IRS, basato su previsioni a medio-lungo termine, si presta facilmente sia a partire inadeguato, sia a diventarlo in corso di rapporto. Inadeguato, va da sé, all'autentico bisogno dell'acquirente dello strumento.

L'istanza di tutela giudiziaria si dimostrò dunque effettivamente pressante, mettendo in luce come la disciplina speciale, il testo unico dell'intermediazione finanziaria, con il suo apparato *preventivo*, anziché *rimediale*, avesse fallito il suo primario intento, quello di evitare l'insoddisfazione dell'investitore²⁹.

In assenza di nullità testuali adatte a semplificare la ricerca di tutela definendo *hic et nunc* queste anomalie della contrattazione su strumenti finanziari, la giurisprudenza ha percorso la via dell'indagine sulla coerenza dell'assetto d'interessi divisato alla funzione che le parti avevano assegnato, nel caso specifico, allo strumento; dando così valore, come vedremo, alla *concreta* funzione, ossia quella capace di perseguire lo specifico e personale intento che le parti avevano affidato al contratto³⁰. Per ricorrere a note formule, si può dire che la giurisprudenza – che ha immediatamente colto come, spesso, un'iniziale adeguatezza tra contratto e intento finisse poi per deviare dal suo alveo

²⁹ Ci permettiamo di rinviare alle osservazioni svolte nella conterminale materia della contrattazione bancaria in M. DE POLI, *La contrattazione bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova 2012, 189 ss..

³⁰ Invero, anche la giurisprudenza oramai riconosce la differenza, ma anche la convivenza, tra causa astratta e causa concreta, affermando - TRIB. ORVIETO 12 aprile 2012, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 700 - che: "la possibilità di ravvisare nello schema base delle operazioni in IRS una causa in astratto...non preclude di verificare con riguardo al contratto intervenuto tra le parti e considerato nella sua specifica conformazione l'esistenza di una causa in concreto".

naturale, frustrando, anziché soddisfacendo, l'interesse dell'acquirente dello strumento – è andata alla ricerca della “funzione economico-individuale”³¹, o de “*l'interesse stesso, desumibile da tutto il quadro dell'operazione economica insita nel negozio*”³², non accontentandosi, almeno inizialmente, di un'indagine comodamente adagiata sulla ricerca di un'aderenza dell'operazione alla funzione astratta del tipo entro il quale esso vada collocato³³.

La risposta alla richiesta di tutela della parte più debole si è mossa, dunque, tra un'indagine incentrata sugli elementi strutturali del contratto (funzione, ma anche oggetto) e un utilizzo della disciplina legale, supplendo con l'una le mancanze dell'altra.

In linea di principio, la disciplina speciale dovrebbe fungere da strumento di secondo vaglio di legittimità dell'operazione, successivo a quello conseguibile mediante il controllo sugli elementi strutturali del contratto, ossia causa ed oggetto dell'affare. Ciò è vero, ma non fino al punto da considerare che la disciplina speciale sia applicabile solo qualora questo primo filtro non abbia funzionato. Invero, ci sembra di poter sostenere che il primo vaglio di legittimità vada condotto

³¹ G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1963, 370 ss. sulla scia tracciata da F. CARUSI, *La causa nei negozi giuridici e l'autonomia della volontà nel diritto privato italiano*, Napoli, 1947, ove la causa era indicata come l'intento pratico immediato dei contraenti.

³² G.B. FERRI, *Causa e tipo*, cit., 63 ss. Critica l'accostamento tra “causa concreta” e “funzione economica individuale” S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti*, cit., p. 233.

³³ A favore della rilevanza causale della funzione del derivato sono *ex multis*, TRIB. SALERNO, 2 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*; TRIB. MILANO, 23 marzo 2012, in *www.ilcaso.it*; TRIB. BARI, 15 luglio 2010, TRIB. ALBA, 22 marzo 2011, in *www.ilcaso.it*; TRIB. SALERNO, 21 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*; TRIB. CIVITAVECCHIA, 6 giugno 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, I, 140; TRIB. MONZA, 17 luglio 2012, *ivi*, 2013, I, 141, TRIB. ORVIETO, 12 aprile 2012, cit., 700. Sostengono la tesi della degradazione dell'intento di copertura (o di speculazione) da causa a mero motivo TRIB. TORINO 13 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*; APP. MILANO, 18 settembre 2013, *ivi*; TRIB. VERONA, 3 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*. Si veda anche TRIB. TRENTO, 28 dicembre 2011, che ha ritenuto che l'occultamento del *mark to market* negativo non fonda una causa di nullità. A fondamento di tale decisione vi è la constatazione del Tribunale di Trento che la copertura non è “causa” ma “motivo” dell'agire negoziale, sicché, anche quando essa non si realizzi, non ne potrebbe discendere la nullità. In sede di appello la decisione è stata riformata da APP. TRENTO, 3 maggio 2013, n. 141 ed è stata dichiarata la nullità del contratto perché si è ritenuto che il contratto difettesse di causa concreta.

dopo aver qualificato la concreta vicenda negoziale grazie alla disciplina speciale dello schema negoziale di riferimento³⁴, operazione necessaria per identificare la fattispecie che andrà assoggettata al controllo di validità. In questo senso, un ruolo centrale va assegnato all'obbligo di servire (al meglio) l'interesse del cliente e alla sua chiara segnalazione della natura gestoria del servizio di investimento³⁵.

Effettuata questa qualificazione dell'operazione mediante la disciplina speciale, si può procedere al controllo di validità.

Nella successiva parte di questo lavoro concentreremo la nostra attenzione su quello che abbiamo chiamato il “primo vaglio di legittimità” e, in particolare, su quello svolto grazie alle possibilità invalidanti del contratto ruotanti intorno ai vizi della sua causa.

3. La causa concreta come strumento di controllo dell'operato dell'intermediario

In una prima fase, quella precedente al *revirement* del 2013 della Corte d'appello di Milano di cui parleremo a breve, la giurisprudenza ha dato risposta alle richieste di tutela dell'acquirente dello strumento valorizzando il bisogno che lo aveva condotto alla contrattazione in strumenti finanziari derivati, la neutralizzazione di un rischio finanziario, quale componente della causa concreta del contratto³⁶, ed inda-

³⁴ Tipo ma, anche sovra-tipo. Ad esempio: prestazione di servizio di investimento.

³⁵ In modo combinato all'interesse verso l'integrità dei mercati. La soddisfazione, al meglio, dell'interesse del cliente è il fine dell'attività del prestatore del servizio di investimento. Massimo rilievo al precetto di servire al meglio l'interesse del cliente è dato da M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 551, e A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 70 ss.. Critico, invece, è S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti*, cit., 231. Quanto alla giurisprudenza, *ex multis*, si v. TRIB. MILANO, 23 marzo 2012, in *I contratti*, 2012, 11, 900: “L'intermediario finanziario, in forza degli obblighi contrattuali generali discendenti dall'art. 21 TUF, deve proporre strumenti finanziari rispondenti alle esigenze del cliente. Tali obblighi trovano piena applicazione anche nei confronti della clientela riconducibile al novero degli operatori qualificati di cui all'art. 31 Reg. Consob”.

³⁶ Su cui si veda, tra i molti, la felice descrizione di V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Rivista di diritto civile*, 2013, 982-983, il quale

gando intorno all'effettiva coerenza tra quel bisogno e lo specifico regolamento contrattuale.

Si è ritenuto così che, grazie alla naturale versatilità della causa concreta, il giudice possa valutare se gli impegni assunti dalle parti – in un singolo contratto o in una più ampia operazione, frutto di contratti fra sé collegati – abbiano complessivamente un senso. Causa concreta che si combina con quella astratta³⁷, come osserva il Tribunale di Orvieto³⁸, secondo cui “la possibilità di ravvisare nello schema base delle operazioni IRS una causa in astratto non preclude di verificare, con riguardo al contratto intervenuto tra le parti e considerato nella sua specifica conformazione, l'esistenza di una causa in concreto».

Una prima ragione per sindacare la coerenza dell'assetto diviso con la funzione concreta del contratto è stata vista nel caso in cui mancasse un collegamento tra IRS e rischio sottostante che l'acquirente aveva, invece, ricercato, cosa che accade quando il (promesso) finanziamento, generatore del rischio finanziario da neutralizzare, non era più stato erogato³⁹, o era già stato estinto. Si è sostenuto

precisa il concetto di “*causa in concreto*” affermando che “la confusione emerge già a livello delle formulazioni linguistiche usate dalla sentenza: perché parlare di ‘causa in concreto predeterminata dal legislatore’ è, puramente e semplicemente, un ossimoro! La causa ‘*concreta*’ o ‘*in concreto*’ è, per definizione, quella non predeterminata dal legislatore: la causa che il legislatore predetermina coincide, al contrario, con la causa astrattamente delineata dalle norme che disegnano il tipo contrattuale, e a cui la causa concreta si contrappone proprio perché comprende elementi non contemplati dalla causa legislativamente tipizzata”.

³⁷ In giurisprudenza, come abbiamo già scritto, la causa astratta dell'IRS è stata inizialmente individuata nello “scambio di flussi corrispondente al differenziale che, nel tempo di esecuzione del contratto, si determina tra due tassi differenti e predefiniti, applicabili a un capitale nozionale di riferimento”. Così, tra le varie, TRIB. TORINO, 23 novembre 2009, in *www.ilcaso.it*; TRIB. CIVITAVECCHIA, 8 giugno 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 133; TRIB. NOVARA, 19 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*; TRIB. ORVIETO, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 700, con nota di U. MINNECI, *Osservazioni a Trib. Orvieto 12 aprile 2012*. Questa impostazione è stata criticata da U. MINNECI, op. cit. 154, in quanto essa non sarebbe in grado di far luce sulla “portata complessiva” del contratto derivato. Contra, TRIB. NOVARA, 19 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*; TRIB. TORINO, 13 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*; TRIB. RAVENNA, 8 luglio 2013, in *www.ilcaso.it*.

³⁸ TRIB. ORVIETO, 12 aprile 2012, cit.

³⁹ Sussiste un collegamento tra swap e finanziamento anche quando quest'ultimo è erogato dopo la stipulazione del derivato, la cui efficacia è – implicitamente o

che mutuo (o finanziamento) e derivato costituissero un'unica operazione e che, con le parole del Tribunale di Lucera, “tra il contratto di *'interest rate swap'* sottoscritto con finalità di copertura del rischio di variazione dei tassi d'interesse e il sottostante contratto di finanziamento deve ritenersi sussistente un collegamento negoziale di tipo funzionale. Ne consegue che la mancata erogazione del finanziamento determina la nullità, per difetto di causa del contratto di *'interest rate swap'*, non essendo configurabile la copertura di un rischio inesistente»⁴⁰.

Un'altra occasione di utilizzo della figura della causa concreta come strumento di verifica della validità di questi contratti è stata vista nella scoperta dell'inadeguatezza delle previsioni contrattuali a soddisfare il bisogno di copertura, come nel caso deciso dal Tribunale di Alba ove si è affermato che un IRS congegnato in modo tale che l'investitore “ben difficilmente avrebbe potuto beneficiarne in quanto l'andamento del tasso di interesse che gli avrebbe determinato un beneficio alla luce delle pattuizioni contrattuali non era concepito come

esplicitamente non importa – condizionata sospensivamente all'erogazione del finanziamento. Sul punto, con molta chiarezza, A. TUCCI, *La negoziazione*, cit., 80.

⁴⁰ Che tra finanziamento e IRS si stabilisca un collegamento di carattere funzionale, con conseguente comunicazione delle cause di inefficacia o nullità, è un dato ammesso univocamente: TRIB. LUCERA, ord. 26 aprile 2012, in *www.ilcaso.it*, secondo cui IRS e contratto di finanziamento sono “utilizzati in combinazione strumentale volta a realizzare uno scopo pratico unitario, costituente la causa concreta dell'operazione, specifica ed autonoma rispetto a quella dei singoli contratti. Si veda anche TRIB. FIRENZE, 5 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*; TRIB. BRINDISI, 29 gennaio 2013, in *www.ilcaso.it*, secondo cui, “...in presenza di una risoluzione anticipata dei contratti di mutuo e venuta meno la suddetta esigenza di copertura, il contratto di *swap* ... deve ritenersi oramai privo di giustificazione e sprovvisto di una funzione economico – sociale meritevole di tutela, con conseguente applicabilità del principio *simul stabunt simul cadent*”; TRIB. SALERNO, 21 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*., secondo cui “Il contratto *swap* che assuma esclusivamente funzione di copertura rispetto al mutuo erogato, in quanto diretto a eliminare o quantomeno a ridurre le conseguenze negative derivanti da tassi variabili eccessivamente alti, deve considerarsi collegato ed accessorio al contratto di finanziamento. Ne consegue che qualora le parti non abbiano dato attuazione al contratto di mutuo, la circostanza non può non influire sul contratto *swap*, la cui funzione di copertura è, pertanto, venuta meno, in quanto non vi è alcun adempimento da garantire o alcuna restituzione di importi mutuatati”.

concretamente realizzabile dagli operatori del sistema...evidentemente è privo di causa concreta»⁴¹.

Anche l'eccessiva onerosità dello strumento è stata sanzionata attraverso l'indagine sulla causa concreta. Conti quel che conti questo presunto primato, un caso di eccessiva onerosità di un derivato è quanto era emerso in quello che ci pare essere l'esordio, in materia di derivati, del sindacato di uno strumento finanziario derivato attraverso l'uso della causa concreta, ossia un'ordinanza cautelare del Tribunale di Bari⁴². Il caso deciso era quello, frequente, della rinegoziazione di un IRS. Il Tribunale di Bari ha esaminato "sul piano della causa concreta, se l'incorporazione nel regolamento della passività pregressa (ri-

⁴¹ TRIB. ALBA, 22 marzo 2011, in *Nuovo not. giur.*, 2011, 410, con nota di M. LOSANA, *Swap e tutela giurisdizionale: la recente giurisprudenza e il progressivo superamento della questione preliminare relativa alla 'dichiarazione di operatore qualificato'*.

⁴² TRIB. BARI, ord. 15 luglio 2010, in *Foro it.*, 2010, I, 3220 che ha rilevato un "difetto genetico di causa, dovuto all'incapacità dello schema negoziale impiegato a soddisfare gli obiettivi delle parti, in un contratto di *interest rate swap* ("swap" su tassi d'interesse) "rinegoziato", ovvero incorporante passività derivanti da precedenti rapporti, e stipulato a scopo di copertura della fluttuazione del tasso d'interesse di un contratto di finanziamento". In questo senso, successivamente, anche TRIB. CIVITAVECCHIA, ord. 8 giugno 2011 e 1 agosto 2011, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2012, 133, secondo cui "l'inadeguatezza degli assetti dell'*interest rate swap* rispetto allo scopo perseguito è elemento idoneo a ritenere sussistente il *fumus boni iuris* per la concessione di un provvedimento cautelare" (questo brano si trova nell'ordinanza del 8 giugno 2011) e "la provata inidoneità del prodotto finanziario derivato a svolgere la funzione di copertura di variazione del tasso di interesse è elemento sufficiente nella fase cautelare per ritenere fondato il ricorso in punto di *fumus*" (nell'ordinanza del 1 agosto). Si veda anche TRIB. MONZA, 17 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*. Per una valorizzazione dell'operazione contrattuale anziché del solo contratto di IRS, si veda anche TRIB. LUCERA, ord. 26 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*. Contrari a ricondurre allo squilibrio tra le obbligazioni la nullità del contratto sono TRIB. MILANO, 8 febbraio 2012 (a ragione dell'aleatorietà del contratto), e TRIB. LANCIANO, 6 settembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, 131, con nota di GILOTTA, *In tema di interest rate swap*. In dottrina, A. TUCCI, *La negoziazione*, cit., 87, il quale – riconosciuta l'immanenza della componente aleatoria nel derivato – rileva come 'la constatazione di un'utilizzazione "deviante" di un modello negoziale astrattamente meritevole sembra dover condurre a un giudizio di non meritevolezza della concreta operazione economica e, in definitiva, di nullità del contratto, ovvero della pluralità di contratti, formalmente autonomi, ma funzionalmente collegati'. Riflette sul punto, con misura, P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., 207 ss.

ferita quindi al primo contratto su derivato IRS che è stato stipulato e “chiuso” prima della scadenza a causa delle perduranti e massicce perdite subite dal contraente debole) e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale *ab origine* incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio, da intendersi connaturato al tipo sociale (...)), ed ha affermato che “ (...) può concludersi nel senso del verosimile difetto genetico di causa nei contratti stipulati»⁴³. In questa pronuncia – ove allo swap è stata attribuita una tipicità *sociale*⁴⁴ – la causa concreta del derivato è correlata all’equilibrio economico che si presume debba sussistere, *ab origine*, tra le prestazioni corrispettive dei due contraenti all’interno della ristrutturazione delle perdite, con il risultato che lo squilibrio originario tra le prestazioni altera la ragione d’essere del contratto⁴⁵.

Anche il *deficit* informativo è stato sindacato grazie alla ricerca della causa concreta. Il Tribunale di Torino, infatti, ha sostenuto che “all’intermediario sono imposti obblighi d’informazione circa la natura, i rischi e le implicazioni dell’operazione, con riguardo alla negoziazione di prodotti derivati», e che tali obblighi devono tradursi anzitutto nella “puntuale illustrazione al cliente dei meccanismi del prodotto, in maniera tale che, prima di sottoscrivere il contratto, il cliente sia correttamente informato sull’idoneità dello strumento finanziario a perseguire le finalità di copertura richieste e sui rischi rispettivamente assunti». E così continua: “L’inosservanza dei predetti obblighi determina l’insussistenza della causa concreta e quindi la nullità del contratto, in quanto incide sulla capacità della controparte di comprendere l’esatto significato dell’operazione economica che stava ponendo in essere...ciò che rileva, ai fini della valutazione della sussistenza della causa in concreto, non è tanto o solo lo squilibrio dell’alea rispettiva-

⁴³ La già citata TRIB. BARI, ord. 15 luglio 2010. Critico è S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti*, cit., 229 ss.

⁴⁴ Secondo TRIB. VERONA, 3 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*, la causa dell’IRS, invece, è legalmente tipica. TRIB. TORINO, 17 gennaio 2014 ha definito l’IRS come “un contratto nominato, ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa (ovvero solo socialmente tipico) ... contraddistinto ... dallo scambio a scadenze prefissate dei flussi di cassa prodotti dall’applicazione di diversi parametri ad uno stesso capitale di riferimento (c.d.) nozionale”

⁴⁵ Analogamente, APP. TRENTO 3 maggio 2013, n. 141 ha dichiarato la nullità del contratto per difetto della causa concreta accertando l’inadeguatezza di uno strumento, partito “non par” e privo di un *up front* riequilibratore.

mente assunta, quanto la consapevolezza del contraente debole del differente livello di rischio assunto dalle parti⁴⁶.

Merita una segnalazione anche la decisione del Tribunale di Monza del 2012⁴⁷, peraltro già riformata in appello⁴⁸, ove, tra le varie do-

⁴⁶ TRIB. TORINO, 17 gennaio 2014.

⁴⁷ TRIB. MONZA, 17 luglio 2012, n. 2028, in *www.ilcaso.it*, I, 7771, secondo cui: “l’IRS in esame, pur se coerente, quanto al capitale nozionale, con i complessivi finanziamenti a tasso variabile all’epoca erogati dal sistema creditizio è connotato dalla previsione, a carico della cliente, di tassi di interesse fissi crescenti di anno in anno in misura prestabilita e tale da rendere residuale l’ipotesi di un loro superamento da parte del tasso variabile dell’Euribor a tre mesi posto a carico della Banca, con un preordinato squilibrio a detrimento della prima e a tutto vantaggio della seconda. Di fronte a uno squilibrio contrattuale così marcato sarebbe stato specifico onere della Banca, operatore professionale che ha provveduto alla predisposizione delle condizioni economiche dell’IRS, dimostrare che le previsioni quinquennali in ordine al futuro andamento del tasso variabile Euribor 3 disponibili all’epoca della sottoscrizione del contratto indicavano una crescita di tale tasso superiore a quella concretamente verificatasi e tale da giustificare la misura dei tassi fissi crescenti posti a carico della cliente. Il disinteresse della Banca per la finalità contrattuale trova riscontro nell’assenza di evidenze interne di un previo studio dello strumento derivato in rapporto alla concreta situazione finanziaria della società, in spregio alle prescrizioni impartite in materia dalla Consob”. E conclude: “in tema di strumenti finanziari derivati, la non rispondenza delle condizioni economiche contrattuali alla funzione di copertura del rischio negli stessi enunciata, ne comporta la nullità per difetto di causa da intendersi quale sintesi degli interessi concretamente perseguiti dalla negoziazione”. Si veda anche la già citata decisione di TRIB. BARI, ord. 15 luglio 2010, cit. 781, ove il vizio della causa concreta è vistosa circostanza che una buona parte del costo complessivo dell’operazione, il 44,5%, sarebbe stata determinata da costi occulti; TRIB. ORVIETO, 13 aprile 2012, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, II, 700, ove la nullità è discesa dal fatto che il contratto non era partito “par”. Il Tribunale di Orvieto ha sostenuto che è ben ammissibile che un contratto sia “non par”, “Tuttavia i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti: tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*...”. *Contra*: TRIB. MILANO, 8 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*, 6955, secondo cui “La originaria funzione di copertura perseguita dalle parti nella conclusione di un derivato consente di valutarne la coerenza con il rischio sottostante. Successive rimodulazioni del contratto tali da introdurre componenti speculative e di maggiore complessità non ne determinano la nullità per difetto di causa, attesa la liceità anche di derivati speculativi. E’ infondata la pretesa invalidità dei contratti derivati per asserito “*squilibrio delle obbligazioni assunte dalle parti*” (che non può ritenersi dimostrato dalle perdite subite dai contratti) stante l’aleatorietà dei contratti stessi (i cui effetti sono legati all’andamento del mercato). Peraltro la valutazione degli effetti di un contratto derivato va effettuata tenendo

glianze dell'attrice, vi era anche quella dell'inidoneità della struttura contrattuale a conseguire la finalità di copertura del rischio di variazione del tasso degli interessi passivi in quanto il tasso d'interesse fisso a carico del cliente aumentava di anno in anno ed era sempre in misura maggiore rispetto al tasso variabile a carico dell'intermediario. Il Tribunale di Monza ha dichiarato la nullità del contratto⁴⁹ constatando

conto della complessiva situazione finanziaria del contraente, ed in particolare del vantaggio ottenuto dallo stesso in termini di minori interessi pagati sui finanziamenti in riferimento a perdite sul derivato conseguenti alla diminuzione dei tassi di interesse del mercato". Si veda anche APP. TORINO, 22 aprile 2016, in *www.dirittobancario.it*: "Affinché non vi sia uno squilibrio fra le prestazioni consistenti nei reciproci pagamenti, da porsi in relazione con il differenziale a favore o a sfavore della banca secondo il superamento o meno del limite prefissato negozialmente è indispensabile che la partenza sia paritaria, senza valori negativi, già a monte dell'una o dell'altra parte. In altri termini, se il contratto di swap presenta al momento della sua sottoscrizione un flusso negativo, viene a mancare la causa concreta del negozio, il che non può che essere valutato ai sensi dell'art. 1418 c.c."

⁴⁸ La sentenza è stata riformata da APP. MILANO, 25 maggio 2015, n. 2244, in *www.dirittobancario.it* che ha affermato che "perché possa affermarsi la nullità dei contratti di *Interest Rate Swap* conclusi *inter partes* per difetto di causa *ex art. 1418 c.c.*...è necessario che la preclusione '*a monte*' del raggiungimento dello scopo di copertura risulti *ex actis*, ossia dal materiale probatorio legittimamente acquisito al processo, essendo i poteri officiosi del giudice limitati al rilievo della nullità e non intesi perciò ad esonerare la parte dall'onere probatorio gravante su di essa", e che "perché possa ritenersi sussistente tale ipotesi di nullità non è quindi sufficiente l'assenza di '*evidenze interne*' di un previo studio dello strumento derivato in rapporto alla concreta situazione finanziaria della società, in spregio alle prescrizioni impartite in materia dalla Comunicazione D.I. 990013791 del 26.2.1999 della Consob...., ma è necessario il positivo accertamento, secondo valutazione *ex ante*, della inesistenza di qualsiasi rischio per [la Banca] a fronte di un rischio certo del [cliente]... la possibilità di un risultato negativo rientra infatti nella natura aleatoria del contratto di *Interest Rate Swap*. Lo stesso C.T.U. ha specificato che 'non è detto...che l'operazione di copertura sia sempre vantaggiosa, ma lo sarà solo a determinate condizioni e cioè quando il differenziale tra il *fixing* del tasso variabile (TV) e il tasso fisso, considerato il costo del derivato, darà un valore positivo".

⁴⁹ La sentenza del Tribunale di Monza aderisce a quanto affermato dalla Suprema Corte nel 2006 (CASS., 8 maggio 2006, n.10490, in *Il civilista*, 2008, 9, 71). In questa pronuncia si dichiara che la causa è "la sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, e cioè come funzione individuale del singolo, specifico contratto, a prescindere dal singolo stereotipo contrattuale astratto, fermo restando che detta sintesi deve riguardare la dinamica contrattuale e non la mera volontà delle parti".

l'inadeguatezza delle previsioni contrattuali a realizzare la finalità di copertura perseguita dall'acquirente dello strumento⁵⁰.

4. *Dalla causa concreta alla causa astratta. Il revirement della Corte d'appello di Milano*

Parte della dottrina ha criticato l'utilizzo dello strumento della causa concreta contestando che possa essere tracciata una linea di confine netta tra funzioni di copertura e di speculazione. Si è così affermato che "Copertura è tuttavia termine di per sé equivoco o quantomeno facilmente equivocabile....», e, ancora, che "Lo schema semplice dell'IRS in sé esprime inequivocabilmente il carattere funzionale di una scommessa. Le parti rispettivamente guadagnano o perdono in ragione del differenziale risultante dall'applicazione di due differenti indici predeterminati a una parimenti predeterminata base di calcolo...Ciascuna di esse dunque scommette sull'andamento e dunque sulla futura interrelazione dei menzionati indici» e, infine, "Neanche l'*interest rate swap*...si può insomma pacificamente reputare di copertura. Meglio, anche in esso si mostra imprescindibile una componente speculativa riguardabile in termini di scommessa, la quale si colloca a monte dell'operazione e ne conforma l'attitudine funzionale»⁵¹. Altri

⁵⁰ La decisione è stata giustamente criticata perché, per affermare l'inidoneità del contenuto del contratto ad adeguarsi alle finalità di copertura, ha fatto leva su un'analisi dell'andamento dei tassi d'interesse svolta in un momento temporale successivo al loro realizzarsi. Così, D. TOMMASINI, *IRS con funzione di copertura e causa concreta del contratto*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2013, 145, secondo cui "dalla motivazione della sentenza, infatti, pare potersi affermare che il Tribunale, a dispetto delle intenzioni espresse, si sia avvalso di un criterio di valutazione del concreto assetto di interessi realizzato con il contratto derivato sulla base di un'indagine di tipo postumo: infatti, nonostante l'enunciazione del principio secondo cui la valutazione in ordine all'opportunità di sottoscrivere un contratto di *interest rate swap* dipende dal confronto tra l'andamento storico dei tassi e le previsioni dei loro futuri sviluppi, criterio di tipo prognostico, il Tribunale si richiama agli esiti della consulenza tecnica e, pertanto, da quanto è dato evincere, all'effettivo andamento di tali tassi dalla stessa accertati in relazione al periodo in cui il derivato ha avuto esecuzione".

⁵¹ R. DI RAIMO, *Dopo la crisi*, cit., 45, 47, 48. Dello stesso Autore si veda anche ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata*,

hanno sostenuto che per affermare l'assenza di causa occorrerebbe dimostrare che lo strumento non può assolvere neppure una funzione di speculazione, circostanza verificabile solo quando l'operazione sia costruita in modo da escludere la ricorrenza, in capo all'intermediario, di ogni rischio correlato all'andamento dell'operazione, ipotesi di dubbia realizzabilità⁵².

La più significativa battuta d'arresto dell'opera di valorizzazione della causa concreta dell'operazione si è avuta con la nota decisione della Corte d'appello di Milano del settembre 2013⁵³, sulla quale è opportuno soffermarsi per la sua novità e la sua obiettiva profondità di analisi⁵⁴.

Sulla scia di un'opinione dottrinale che, fino a quel momento, non aveva trovato solidi riscontri giurisprudenziali⁵⁵, la Corte d'appello di Milano ha affermato che:

a) il contratto di swap consiste in una scommessa legale autorizzata, “la cui causa ritenuta meritevole dal legislatore della intermediazione finanziaria risulta nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei cd. derivati simmetrici, sono reciproche e bilaterali»⁵⁶;

mercati e investitori, Pisa 2010, 44 ss.. Si veda altresì D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *www.dirittobancario.it*, 2013.

⁵² M. SEMERARO, cit., 5.

⁵³ APP. MILANO, 18 settembre 2013, n. 3459, in *www.dirittobancario.it*. Si veda anche TRIB. MILANO 13 settembre 2016, n. 10049, in *Guida al diritto* 2016, 44, 58, che ha rigettato la domanda di dichiarare nullo un IRS per difetto di causa concreta pur se il contratto non realizzava pienamente la finalità di copertura divisata. In questo caso, però, il rigetto è stato determinato dal fatto che il contratto era regolato dalla legge inglese. Il Tribunale ha invece accolto la domanda, del resto formulata in via principale, di condanna della banca al risarcimento del danno per la violazione di norme di comportamento.

⁵⁴ Per un primo sintetico commento, D. MAFFEIS, *L'ufficio*, cit., 27.

⁵⁵ La tesi fatta propria dalla Corte d'Appello di Milano, latente in scritti dottrinali risalenti già alla fine degli anni ottanta, è stata recentemente portata a più compiuta sistemazione da D. MAFFEIS, *I costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 648; ID, *L'ufficio*, cit., 28: la causa del derivato è quella di una scommessa, il suo oggetto l'alea razionale.

⁵⁶ Sul tema dell'irrazionalità dell'alea come elemento distintivo del gioco e alla scommessa, si veda E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit., 92 ss. Secondo l'Autore, 115-116, però, “nulla esclude che anche alla base di gioco e scommessa vi possano essere valutazioni razionali (e non

b) la distinzione tra swap di copertura e speculativo individua i possibili motivi che spingono un soggetto a negoziare sul contratto di swap con un intermediario, e non ha ricadute sulla validità del contratto⁵⁷;

c) quanto alla misura dell'alea e al connesso tema dei costi impliciti, la Corte rigetta l'impostazione che vede questi elementi come oggetto di un obbligo informativo⁵⁸, "intendendo, invece, verificare se essi non costituiscano elementi essenziali del contratto» – pur rifiutando di collocarli nell'ambito della prospettiva della causa in concreto, definita "sfuggente" – ma "muovendo dalla constatazione che il Legislatore del TUF menziona tali contratti indipendentemente dall'intento dell'investitore, sia esso di copertura o speculativo, imponendo, così, all'interprete di ricercare una comune *ratio legis* del loro riconoscimento legislativo»⁵⁹;

meramente fortuite) del rischio, sicché non può essere la razionalità o meno della prognosi sul rischio a poter determinare le due fattispecie".

⁵⁷ "L'intermediario, allorché negozia un *interest rate swap*, deve prestare una specifica consulenza al cliente, indipendentemente dalla conclusione di un apposito contratto consenziale, sul solo presupposto che la natura stessa dello strumento finanziario richiede che nella definizione dei suoi contenuti - e quindi delle condizioni dell'alea – l'intermediario si raffiguri il miglior interesse del cliente, del tutto irrilevante restando il motivo che lo abbia indotto a contrattare, sia esso di copertura, ovvero speculativo. Distinzione, codesta, che per le ragioni che verranno di seguito esposte, non rileva ai fini dell'indagine sui requisiti di validità del contratto derivato...". Secondo D. MAFFEIS, *L'ufficio*, cit., 28, "la distinzione tra funzione di speculazione o di copertura del derivato *over the counter* – di matrice aziendalistica, ed assai rilevante ai fini del bilancio e a fini fiscali, nonché declamata, in termini molto equivoci, dal Regolamento Emir – a fini civilistici invece attiene al mero scopo unilaterale, per cui l'investitore conclude il contratto. La distinzione non incide, a mio avviso, sulla causa tipica dei contratti *over the counter* che è quella della scommessa legalmente autorizzata". Secondo l'Autore, rimarrebbe la rilevanza della distinzione in questione "per il giudizio di conformità all'interesse richiesto dall'art. 21 TUF e per i giudizi di adeguatezza e di appropriatezza". Nel senso che il bisogno di copertura, al pari dell'intento speculativo, costituisca la causa del contratto, M. COSSU – P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente: divagazione del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 410 ss..

⁵⁸ A proposito del rapporto tra obblighi d'informazione, consapevolezza del consenso, invalidità per difetto di causa concreta si v. però la successiva decisione del Tribunale di Torino, citata *infra*.

⁵⁹ Così continuando: "Una recente ed autorevole dottrina specialistica qualifica il contratto derivato come un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore

d) quanto alla distinzione tra oggetto e causa del derivato, afferma che nel derivato OTC l'oggetto è “uno scambio di differenziali a determinate scadenze», mentre la sua causa consiste, come già detto, “in una scommessa che ambo le parti assumono. E nella scommessa legalmente autorizzata, come quella ritenuta meritevole di tutela da parte del legislatore finanziario, l'alea non può che essere (deve essere!) razionale per entrambi gli scommettitori: e ciò a prescindere dall'intento che ha determinato la conclusione del contratto. Sia esso di mera copertura, ovvero speculativo. Diversamente dovremmo ipotizzare che solo nei casi di copertura la scommessa sia lecita, e per questo autorizzata, laddove nei casi di speculazione pura sia immorale»;

e) chiarisce, poi, il concetto di “*alea razionale*” – considerato elemento causale tipico dei contratti derivati – sostenendo che “Fermo restando che gli eventi possono muoversi in un universo probabilistico e che la ‘*probabilità*’ del verificarsi degli eventi costituisce un dato conosciuto dalla Banca che, proprio sulla base di esso, costruisce il prodotto, e ritenuto, non di meno, che l'alea non debba essere necessariamente simmetrica sul piano quali-quantitativo (l'investitore, purché consapevole, è sempre libero di accettare scommesse strutturate nel

dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali. L'art. 23, comma 5, TUF, appositamente dettato per escludere l'applicazione ai contratti derivati della disciplina di cui all'art. 1933 c.c., avvalorerebbe tale tesi, restando, altrimenti, priva di significato la previsione di cui all'art. 23, comma 5 TUF. E del resto, costituisce un dato acquisito che l'art. 1933 c.c. abbia un ambito di applicazione del tutto residuale, perché concerne esclusivamente le ipotesi di scommessa c.d. tollerata da legislatore, mentre non riguarda affatto – com'è del tutto ovvio e intuitivo – le scommesse legalmente autorizzate che, come tali, debbono attribuire azione per il pagamento. In tal senso, l'art. 1933 c.c. non codifica un’“*eccezione di scommessa*”, bensì una assai più circoscritta “*eccezione di scommessa meramente tollerata*” – la scommessa, cioè, tradizionalmente concepita come socialmente improduttiva – del tutto estranea all'area dei contratti di scommessa legalmente autorizzata (che il legislatore considera come socialmente ed economicamente produttivi). La stessa nozione, del pari acquisita, secondo cui il c.d. nozionale non rappresenta altro che una base di calcolo – e non un capitale effettivamente impegnato – testimonierebbe che, giuridicamente, il nozionale contribuisce a definire il perimetro dell'evento da cui i flussi differenziali vengono a dipendere. Ed il carattere fittizio, non reale, del richiamo al nozionale appare perfettamente coerente con la ricostruzione del derivato in termini di scommessa...”.

senso di produrre vantaggi elevati solo nelle ipotesi di accadimenti molto infrequenti), gli scenari probabilistici⁶⁰ e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti *ex ante*, con certezza»⁶¹, al pari del valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso. Solo così, viene affermato, “siamo in presenza di un’alea razionale. In altri termini, tutti gli elementi dell’alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto, perché appartengono alla ‘*causa tipica*’ del negozio, indipendentemente dalle ricorrenti distinzioni fra scopo di copertura o speculativo *tout court*»⁶²;

f) inevitabile conseguenza di quanto rilevato è, per la Corte, che la mancanza di tale elemento renda nullo il contratto “per difetto di causa, poiché il riconoscimento legislativo risiede, ad avviso di questa

⁶⁰ Gli scenari probabilistici si possono tradurre in descrizioni qualitative (improbabilità, probabilità, certezza, impossibilità etc.) ma la trasparenza è maggiore quando l’informazione contiene il tasso percentuale di probabilità di verificazione dell’evento.

⁶¹ Sul punto è critico V. LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d’Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 5, secondo cui “Alla luce della regolamentazione di dettaglio applicabile alla negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari (...), dovrebbe essere sufficiente evidenziare che mai nessuna norma ha espressamente richiesto agli intermediari di fornire informazioni sugli “scenari di probabilità”, per arrivare a considerare come del tutto ultroneo il requisito invece individuato dalla Corte d’Appello. (...) Sembra potersi affermare che il tema della razionalità di tali scelte non possa risiedere unicamente e tautologicamente nella conoscenza delle probabilità (che comunque sarebbero soggette alle valutazioni e alle scelte “di modello” di ciascun intermediario), quanto piuttosto (...) da molteplici elementi, il più comune dei quali deriva ad esempio, dal confronto concorrenziale delle condizioni offerte dai vari intermediari”. Con riguardo alle prestazioni probabilistiche si legga L. GIORDANO – G. SICILIANO, *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, in CONSOB, *Quaderno di Finanza n. 74*, 2013.

⁶² Distinzioni, viene aggiunto, “che non sono decisive ai fini della qualificazione giuridica, segnatamente civilistica, dei contratti derivati *over the counter*”. Sul punto v. D. MAFFEIS, *I costi impliciti nell’interest rate swap*, cit., 662 che sostiene che oggetto del contratto di swap è l’alea e questa deve essere razionale, cioè basata su scenari probabilistici scientificamente misurati dall’intermediario al momento della costruzione del derivato. Quando tale valutazione non si sia potuta svolgere consapevolmente, la scommessa non è razionale e il contratto è nullo per indeterminatezza ed indeterminabilità del suo oggetto, l’alea. Concetto, questo, ribadito dallo stesso Autore in *L’ufficio*, cit., 28.

Corte, nella razionalità dell'alea e, quindi, nella sua 'misurabilità'».

5. Considerazioni critiche e conclusioni

Questo, in estrema sintesi, il panorama dottrinale-giurisprudenziale.

L'enfasi sulla coppia causa/nullità, al pari di quella oggetto/nullità, messa in luce dalle molte decisioni in tale senso, non convince.

Che sia chiaro: l'ansia di riconoscere all'investitore giustamente deluso dello sviluppo del rapporto un rimedio effettivo ed efficace merita rispetto, e ciò perché non noi, con la nostra idea dei rapporti di forza tra intermediario e investitore⁶³, ma il legislatore, con le sue inequivocabili indicazioni⁶⁴, lo impone.

Né, sia altrettanto chiaro, si vuole negare che tale tradimento meriti un'adeguata riparazione.

Non convince, però, il troppo frequente transito della tutela attraverso la causa ed i suoi asseriti vizi; o dell'oggetto. Sa eccessivamente, almeno talvolta, di *scorciatoia*.

Del resto – lo si sarà già capito – la sorte di un contratto di IRS che per una delle due parti è privo di ragionevolezza rispetto agli obiettivi assegnatigli sarà il più delle volte comunque segnata, sia che si transiti per la causa (o per l'oggetto), sia che ciò avvenga attraverso un giudizio negativo sul grado di consapevolezza del consenso dell'acquirente dello strumento finanziario derivato.

Forse (sicuramente) nel secondo caso il rimedio subirebbe la scure della prescrizione, che nel primo gli sarebbe indifferente; e forse (sicuramente), sempre in quel caso gli oneri probatori si farebbero sentire, penalizzando scelte processuali infelici o tardive, che nel primo caso sarebbero ininfluenti.

Tutto ciò, però, non attenterebbe al sacrosanto *need for protection* a favore dell'investitore. *Need for protection* che, comunque, troppe volte ci si dimentica non essere un valore assoluto della legislazione finanziaria, in altre parole il suo fine unico, bensì un obiettivo da combinarsi con quello dell'integrità dei mercati finanziari (art. 21, comma 1, TUF). È la nullità dei contratti sempre e comunque compatibile con

⁶³ Maturata fin dai tempi di M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*.

⁶⁴ Ci riferiamo, in particolare, a quanto dispongono l'art. 21, comma 1, e l'art. 5 TUF.

quest'esigenza di combinare interesse privato ed interesse pubblico? A nostro avviso, no, e senza che ciò comprometta l'esigenza di tutelare l'investitore, che disporrà di certo di altri rimedi a propria tutela.

Né, d'altro canto, l'invito a valutare con maggior rigore l'utilizzo della nullità come conseguenza di tradimenti delle aspettative dell'investitore sposterebbe necessariamente la vicenda dal terreno dell'invalidità a quello della responsabilità. Nel quale essa, invece, può rimanere se il giudizio sulla (validità della) regola negoziale che ha dato luogo all'insoddisfazione del bisogno che essa doveva all'opposto assecondare; se quel giudizio, si diceva, è effettuato in un diverso modo.

Sappiamo che, *in subjecta materia*, gli obblighi informativi sono particolarmente intensi. Sappiamo che essi devono dirigersi in varie direzioni, ma che, soprattutto, essi dovranno colmare ogni gap cognitivo dell'investitore quanto al rischio dell'operazione d'investimento. Sappiamo, così, che il consenso dell'investitore dovrà essere pienamente informato, e che l'onere di acquisizione delle informazioni relative al rischio correlato all'operazione non starà in capo all'investitore ma graverà sulla sua controparte professionale.

Anche – o proprio – a voler valorizzare appieno la causa concreta dell'operazione, si dovrà prima comprendere *qual è l'operazione voluta*, e poi analizzarne la capacità di raggiungere il suo obiettivo.

Ma se la volontà farà difetto – qui, in termini di consapevolezza, non di libertà – il giudizio di validità dovrà arrestarsi a questo requisito del contratto, sanzionandone l'imperfezione (se non l'assenza), come ci accingiamo a dimostrare. Per questa ragione, non convince la posizione della Corte d'appello di Milano – alludiamo alla decisione n. 3459 del 2013 – quando tratta una componente di uno dei due predicati legali del consenso, la consapevolezza, (con riferimento alla “razionalità” della determinazione di accettare un alea) come un elemento essenziale del contratto, causa o oggetto che esso sia. Anche la “*misurabilità*” dell'alea, a nostro avviso, va ricondotta al consenso della parte e, in particolar modo, alla sua consapevolezza, un cui vizio non si traduce in nullità del contratto⁶⁵, men che meno per difetto di causa.

⁶⁵ Sotto un diverso punto di vista converge verso questa critica anche P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati* (nota

Né si può sostenere che l'imperfetta consapevolezza su un dato essenziale per la determinazione a contrarre (per molti: il MtM⁶⁶), metta in luce un'imperfezione dell'oggetto del contratto stesso, ossia la sua indeterminatezza o indeterminabilità. Ha un buon consenso la tesi secondo cui la mancata indicazione in contratto del *fair value*, ossia del risultato prospettico attualizzato, importa la nullità del contratto non per difetto di causa⁶⁷ ma per difetto di determinabilità del suo oggetto, l'alea⁶⁸. Crediamo che questa conclusione discenda dalla convinzione

a Coll. Arb. Milano 23 settembre 2015, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, 4, 507): secondo l'Autore, il tema dell'alea razionale conduce alla diversa tematica degli obblighi informativi, la cui violazione non può condurre alla nullità, alla luce dell'insegnamento delle Sezioni Unite del 2007 nelle decisioni numeri 26724 e 26725).

⁶⁶ Ritiene che il mark to market sia un elemento essenziale del contratto, la cui mancata determinazione (meglio: la mancata individuazione delle sue modalità di calcolo) produca la nullità del contratto, non supplita dal rinvio alle "quotazioni di mercato", TRIB. MILANO, 7 luglio 2016, in *Redazione Giuffrè* 2016, di cui a breve. Analogamente, TRIB. MILANO 16 giugno 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 2, II, 177.

⁶⁷ Così, invece, ad esempio, TRIB. TORINO 17 gennaio 2014, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2, 177 con nota di CORAZZA; APP. MILANO 18 settembre 2013, n. 3459, in *Rass. dir. civ.*, 2014, I, 295.

⁶⁸ *Ex multis*, TRIB. MILANO 7 luglio 2016, n. 8643, massimata nel senso che "il mark to market non può essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente; perché possa sostenersi che esso sia 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". Si veda anche TRIB. MILANO, 16 giugno 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2, 177 con nota di CORAZZA secondo cui la mancata determinazione in contratto del mark to market non incide sulla causa bensì sull'oggetto del contratto, rendendolo indeterminabile. Coll. Arb. 4 luglio 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, 349, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*.

Di contrario avviso TRIB. MILANO 22 dicembre 2015, n. 14622, in *Il societa-rio.it* 2016, 25 marzo, secondo cui – premesso che l'iniziale valore negativo del contratto non incide sulla sua causa, in quanto il MtM è un elemento "variabile e non essenziale, che può rilevare sul piano dell'informativa che l'intermediario deve dare al cliente, ma che non appartiene alla causa del contratto" – la violazione dell'obbligo informativo, se sussistente, è semmai riconducibile ad un'ipotesi di responsabilità contrattuale dell'intermediario; e Coll. Arb. 10 febbraio 2015, in *Giur. Comm.* 2016, 2, II, 285, massimata nel senso che "Il mark-to-market non è un ele-

che l'individuazione di quel risultato possa avvenire facendo ricorso a più criteri di calcolo, tutti validi ma capaci di giungere a conclusioni molto diverse l'una dall'altra. La mancata esplicitazione del criterio contrattuale, si afferma, non 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”⁶⁹. L'effetto sarebbe quello, si soggiunge, di consentire una rilevazione arbitraria dello stesso da parte di uno solo dei due contraenti.

Questa tesi non convince perché, se è vero che il MtM si può calcolare in modi diversi, la mancata indicazione di quello, tra i vari, utilizzabile nel caso concreto, segnala una *manca di accordo* delle parti su questo tema, non di certo il conferimento all'intermediario del potere di determinarlo arbitrariamente. Non parleremmo, allora, di oggetto indeterminato o indeterminabile, ma, semmai, di mancanza di accordo, colmabile, con i criteri di cui all'art. 1474 cod. civ., con l'effetto di lasciare in vita il contratto⁷⁰.

La verifica di coerenza tra ciò che si voluto e ciò che si è realizzato, e dunque sulla congruità rispetto alla funzione assegnata dalle parti all'operazione voluta, andrà pertanto espletata solo dopo aver accertato l'assenza di turbative nel processo volitivo delle parti. L'indagine giudiziale – postuma per necessità – non dovrà avallare sindacati dell'andamento del rapporto⁷¹ condotti sulla base di informazioni diverse, ed ulteriori, rispetto a quelle che le parti avevano o potevano avere al momento della conclusione del contratto, ma limitarsi alle

mento del contratto di interest rate swap, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell'alea del contratto”.

⁶⁹ TRIB. MILANO 7 luglio 2016, n. 8643, cit..

⁷⁰ La stessa Comunicazione di terzo livello Consob 9019104 del 2 marzo 2009 con la quale si “raccomanda” (non: “impone”) la scomposizione delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente e che chiede di distinguere tra *fair value* e costi, ammette la possibilità di applicazione di “modelli teorici di *pricing (mark to model)*”, aprendo dunque la strada ad un'integrazione della lacuna contrattuale fondata su metodi oggettivi e non arbitrari.

⁷¹ Lo segnala appropriatamente TRIB. GENOVA, ord. 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*: “L'andamento svantaggioso verificatosi *ex post* non è rilevante per la validità del contratto: il contratto deve ritenersi invalido solo quando *ex ante* sia del tutto irrealistica la previsione di innalzamento del tasso IRS al tasso fisso pagabile dal cliente”.

previsioni fatte al momento del perfezionamento del consenso. Tutto ciò che accadrà dopo – ad esempio, l’anticipata estinzione del mutuo che generava il rischio di tasso⁷² - inciderà sulla causa funzionale, dunque sul rapporto, non su quella genetica, e non metterà in discussione la validità del contratto.

Infine, alcune notazioni sulla funzione speculativa.

Siamo convinti che ogni IRS, anche quelli destinati a neutralizzare rischi finanziari proprie di altre operazioni, siano scommesse, ossia azzardi. In alcuni casi, l’azzardo non ha altro fine che un guadagno; in altri casi serve a gestire il rischio di fluttuazione di un tasso d’interesse. Ma sempre scommesse sono, e sempre lecite. Che la causa astratta di un IRS consista in una “scommessa”, è tesi che può lasciare inizialmente perplessi perché nella scommessa il rischio è creato proprio dalle parti che scommettono⁷³ mentre, in taluni casi, la finalità dell’acquirente dello strumento è neutralizzare un rischio finanziario già esistente⁷⁴. Anche se questa constatazione è vera (per i derivati di copertura), è altrettanto vero che il derivato *crea* sempre un rischio⁷⁵, inesistente in precedenza, ossia il rischio che l’aspettativa di arricchimento

⁷² Come nel caso deciso da TRIB. FIRENZE, 5 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*; TRIB. BRINDISI, 29 gennaio 2013, in *www.ilcaso.it*, secondo cui, “...in presenza di una risoluzione anticipata dei contratti di mutuo e venuta meno la suddetta esigenza di copertura, il contratto di *swap* ... deve ritenersi oramai privo di giustificazione e sprovvisto di una funzione economico – sociale meritevole di tutela, con conseguente applicabilità del principio *simul stabunt simul cadent*”.

⁷³ L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1959, 67, secondo cui nel gioco e nella scommessa “nessun rischio incombe sulle parti o su alcuna di esse prima ed indipendentemente dalla conclusione del contratto ... l’evento, al cui verificarsi è subordinata la vincita o la perdita viene ad incidere solo in seguito alla stessa conclusione del contratto e sono le stesse parti che subordinano al suo verificarsi il conseguimento di un determinato vantaggio patrimoniale per uno o alcuni partecipanti al giuoco”. Ancora sui rapporti tra contratti derivati e gioco e scommessa E. BARCELLONA, op. cit., 118 ss. facendo leva sull’artificiale creazione del rischio che contraddistingue gioco e scommessa. Per il rapporto intercorrente tra *causa lucrandi* e gioco si veda C. ANGELICI, *Alla ricerca del “derivato”*, Milano, 2016, 131 ss..

⁷⁴ Pertanto, per E. BARCELLONA, op. cit., 118, “ogni ipotetica prossimità fra contratto derivato e contratti di gioco e scommessa è certamente da escludere”.

⁷⁵ *Contra*: U. MINNECI, *L’operatività*, cit., 154, secondo cui, in taluni casi, il cliente non vuole “creare o caricarsi di un nuovo rischio...”, ma solo coprirsi da un rischio attuale.

mento, seppure razionale, si riveli infondata, portando una delle parti ad impoverirsi⁷⁶.

La piena liceità della funzione speculativa consente di inquadrare con maggiore obiettività la frequente vicenda della rinegoziazione di un IRS di copertura con incorporazione nel secondo contratto della perdita accumulata dal primo⁷⁷, e di conseguenza riconoscere che, in taluni casi, la sanzione di nullità per difetto di causa è soluzione errata⁷⁸.

Supposta l'assenza di correlazione tra il secondo contratto di swap e il finanziamento a tasso variabile⁷⁹, e l'altrettanto certa finalità di copertura del primo contratto di swap, occorrerà procedere, anche in questo caso, dapprima indagando sul tasso di consapevolezza dell'investitore in ordine al (maggior) rischio connaturato a questo nuovo contratto e, solo in un secondo momento, superato positivamente

⁷⁶ In senso naturalistico, dunque, è difficile negare che il patto di scambiarsi flussi di denaro commisurati a differenti parametri non comporti un "arrischiare", uno "sfidarsi" e - dunque - uno "scommettere". Ma anche nella dimensione giuridica, lo *swap* - anche di copertura - è un mezzo di creazione artificiale di un rischio dapprima inesistente, pur se diretto a neutralizzare altro rischio. Ogni contratto, beninteso, crea un rischio, ma nello *swap* la creazione del rischio pare essere la cifra, l'elemento caratterizzante e inderogabile dello scambio di prestazioni dall'identica natura.

⁷⁷ Si veda sul punto U. MINNECI, op. cit., 164-165 laddove ricostruisce l'ipotesi di rinegoziazione di un derivato i cui esiti negativi per l'investitore discendano dall'assenza di causa concreta del primo contratto stipulato. L'Autore afferma che "la c.d. rinegoziazione potrà stimarsi una vicenda immune da vizi, soltanto se libera da fardelli del passato e sempre che allineata sul (perdurante) bisogno di copertura dell'investitore". Esplicita, poi, tale passaggio in nota dove si legge: "In assenza di un rischio rispetto al quale cautelarsi, la natura del nuovo contratto sarà da reputare speculativa: e di ciò dovrà essere dato puntuale riscontro all'investitore. Anche in tale eventualità non si vede tuttavia ragione perché la perdita imputabile a un vizio di costruzione del primo contratto debba essere incorporata nel secondo e fatta gravare sul cliente".

⁷⁸ Come, ad esempio, nel caso deciso da TRIB. BARI, ord. 15 luglio 2010, cit., ha rilevato un "difetto genetico di causa, dovuto all'incapacità dello schema negoziale impiegato a soddisfare gli obiettivi delle parti, in un contratto di *interest rate swap* ("*swap*" su tassi d'interesse") "*rinegoziato*", ovvero incorporante passività derivanti da precedenti rapporti, e stipulato a scopo di copertura della fluttuazione del tasso d'interesse di un contratto di finanziamento".

⁷⁹ Si ricordi la Comunicazione DI/99013791 Consob in ordine ai criteri di correlazione tra swap e finanziamento perché il primo possa essere definito di copertura.

te il primo vaglio (cosa per nulla scontata, ovviamente), soffermandosi sulla coerenza di esso alle finalità che doveva assolvere.

La rinegoziazione, a ben vedere, è un'operazione che, in parte, ci riporta a riflessioni condotte in materia di swap di copertura. Così come quest'ultimo, pur vivendo di vita autonoma, “guarda”, in senso economico, a un'operazione diversa (in questo caso, il finanziamento generatore di un rischio di tasso), così la rinegoziazione “guarda”, almeno così accade in genere, all'originario swap di copertura *e alle perdite accumulate dall'investitore*.

Appare allora riduttivo descrivere la rinegoziazione quale operazione “speculativa” accontentandosi di tale predicato, perché il motivo del soggetto che, razionalmente, estingue un IRS che ha prodotto differenziali negativi che egli ha deciso di non corrispondere; quel motivo, si diceva, non consiste nella speculazione intesa quale *negazione della copertura dal rischio di fluttuazione di un tasso d'interesse*, dunque una vicenda da stigmatizzare; ma nella speculazione quale *legittimo mezzo per differire l'estinzione di un obbligo pecuniario* (il pagamento del differenziale). Finalità sicuramente lecita⁸⁰.

La scelta di dare rilievo anche alla causa *astratta* del derivato pare da condividere per la *reductio ad unum* dell'operatività in IRS che essa opera, capace di impedire la demonizzazione della funzione meramente speculativa. La specifica finalità assolta dal contratto mantiene comunque, *sub specie* di causa *concreta*, la sua importanza per dare la dovuta profondità all'indagine sull'adeguatezza dello strumento⁸¹.

In questo senso, la comune bipartizione tra copertura e speculazione dovrà servire come punto di partenza, ma non di arrivo, di quell'indagine, e ciò per la sua eccessiva genericità, incapace di mettere in luce le tonalità intermedie della specifica operazione⁸², come la vicenda della rinegoziazione insegna.

⁸⁰ Da ultimo, in questi termini, Coll. Arb. 10 febbraio 2015, in *Giur. Comm.* 2016, 2, II, 285, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, secondo cui “Il pagamento di un upfront con la finalità di rinviare una perdita di un precedente contratto derivato estinto anticipatamente e contestualmente ad un nuovo interest rate swap è lecito e non crea alcun vizio causale del contratto la cui funzione è di dilazionare la restituzione di una somma pagata upfront”.

⁸¹ Costatazione diffusa. *Ex multis*, U. MINNECI, cit., 155.

⁸² In termini simili anche U. MINNECI, op. cit., 155, secondo il quale interrogarsi sulla funzione che il contratto assume in concreto è necessario perché lo swap è un

contratto “a causa variabile” e, in assenza di tale indagine, “l’affare sarà connotato da una irrisolutezza di fondo tale da potersi parlare di contratto nullo in quanto funzionalmente involuto, perplesso e, in definitiva, privo di senso compiuto”.