

# IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ  
DI SIENA  
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>

n. 21 - giugno 2020

OSSERVAZIONI A MARGINE DELLA SENTENZA  
A SEZIONI UNITE DELLA CORTE DI  
CASSAZIONE DEL 12 MAGGIO 2020 N. 8770

Eleonora Forcignanò

**OSSERVAZIONI A MARGINE DELLA SENTENZA A SEZIONI UNITE  
DELLA CORTE DI CASSAZIONE DEL 12 MAGGIO 2020 N. 8770<sup>°</sup>**

**Eleonora Forcignanò**

*Avvocato in Milano*

CASSAZIONE CIVILE, Sez. Unite, 12 maggio 2020, n. 8770 – Pres. Petiti – Rel. Genovese.

*Interest Rate Swap – Qualificazione del contratto - Scommessa legalmente autorizzata – Mancata rappresentazione degli scenari probabilistici – Incidenza sulla causa del contratto – Nullità.*

*Il contratto derivato Interest Rate Swap rientra nella categoria delle scommesse legalmente autorizzate, la cui causa tipica è rappresentata dall'assunzione di un'alea razionale da parte di entrambi i contraenti. Perché l'alea sia razionale essa deve essere misurabile. A tal fine, l'accordo non deve limitarsi ad investire il mark to market, ma deve investire altresì gli scenari probabilistici. In mancanza, il contratto è nullo per difetto di causa.*

---

<sup>°</sup> Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

1. «Per molti la parola “derivati” è misteriosa ed è un po’ il simbolo del buio ed apparentemente impenetrabile mondo della finanza moderna. In realtà, le basi dei derivati sono facili da capire, in parte perché molte persone che vivono nei Paesi industrializzati, lo sappiano o no, possiedono un derivato.

*I derivati sono contratti tra due soggetti che specificano le condizioni – in particolare, le date e i valori delle variabili fondamentali – in base alle quali si determinano i pagamenti, o payoff, che verranno effettuati dalle controparti».<sup>1</sup>*

In tale “buio ed impenetrabile mondo” sembra essersi smarrita anche la Suprema Corte con la pronuncia a Sezioni Unite del 12 maggio 2020 n. 8770<sup>2</sup>, emanata sulla scorta di un filone giurisprudenziale inaugurato con la sentenza della Corte d’Appello di Milano del 18 settembre 2013 n. 3458<sup>3</sup>, in merito al derivato di tipo *Interest Rate Swap* (“IRS”), un derivato negoziato bilateralmente tra le parti fuori mercato - *over the counter* (“OTC”), attraverso il quale le stesse si obbligano ad eseguire reciprocamente a determinate date pagamenti, il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento (es.: tassi di interesse) diversi.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> RUBISTEIN, *Derivati, Futures, opzioni e strategie dinamiche*, Milano, 2005, 1: «Ad esempio, gli schemi di previdenza sociale sono derivati, che impegnano gli individui ad una serie di pagamenti a favore dello stato fino all’età di 65 anni, e impegnano lo stato a payoff a favore degli individui dopo i 65 anni e finché essi restano in vita. In questo caso, i payoff vengono effettuati a date prestabilite e dipendono dalla sopravvivenza degli individui. Chi ha contratto un mutuo ipotecario, con il diritto di estinguerlo in via anticipata, si è imbattuto – forse inconsapevolmente in un derivato. Per fare un esempio più drammatico, le polizze assicurative contro i terremoti sono derivati che impegnano gli individui a regolari pagamenti annuali e le compagnie di assicurazioni a payoff potenzialmente molto più rilevanti se un terremoto dovesse distruggere le loro proprietà. I derivati sono anche noti come diritti contingenti dato che i loro payoff dipendono da eventi relativi alle variabili sottostanti».

<sup>2</sup> Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770. La vicenda prende le mosse da alcuni *Interest Rate Swaps* (“IRS”) conclusi dal comune di Cattolica e una banca tra il 2003 e il 2004. Per una sintesi del procedimento che ha portato alla decisione della Corte, cfr. CUSUMANO, *Le Sezioni Unite sull’acquisto di swap da parte dei comuni. Commento a Cassazione Civ., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770* – Pers. Petitti, *Rel. Genovese*, 22 maggio 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>3</sup> Cfr. anche Corte d’Appello di Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, con nota di INDOLFI, *Swap: la Corte d’appello di Brescia richiede mark to market, modello di calcolo e scenari probabilistici. Commento a Corte d’Appello di Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8* – Pres. Pianta, *Rel. Vilona*, 18 gennaio 2018, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); *Contra*: Trib. di Milano, 9 marzo 2016, n. 3070, con nota di SAAVEDRA SERVIDA, *Interest Rate Swap, Mark to Market e determinazione dell’oggetto del contratto*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 95.

<sup>4</sup> CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici dei Contratti “Derivati” Finanziari*, Milano, 1997, 37: «Gli elementi di questa definizione sono il sinallagma tra le due prestazioni, la pluralità dei

Con una motivazione che presta il fianco a diverse critiche, la Suprema Corte ha dimostrato infatti di non condividere la suddetta definizione, ritenendo che l'accordo avente ad oggetto l'IRS debba investire, a pena di nullità, oltre che le date (*effective date*, la data di inizio, *maturity date*, la data di scadenza, *payment date*, la data in cui sono scambiati i flussi di interessi) e i valori delle variabili fondamentali (ossia il *notional amount* e gli *interest rates*), anche il *mark to market*, ovvero il valore teorico del contratto ad una certa data, e i costi impliciti<sup>5</sup>, nonché gli scenari probabilistici. Ciò in quanto questi ultimi sarebbero rappresentativi della “*consistenza dell'alea*”.

Il presente lavoro si soffermerà sull'esame della sentenza in parola con particolare riferimento alle affermazioni della Corte, relative al ruolo svolto dai cd. “scenari probabilistici” nell'ambito del contratto IRS, alla luce delle disposizioni specifiche dettate dalla disciplina di settore.

2. Ma procediamo con ordine. La sentenza in argomento parte dal presupposto per cui i contratti derivati sarebbero qualificabili come scommesse. In particolare, essi apparterrebbero alla categoria delle scommesse legalmente autorizzate in virtù dell'art. 23, c. 5, del D. Lgs. n.

---

pagamenti ed il fatto che questi siano determinati su basi diverse. La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l'obbligo di una parte trova la ragion d'essere nella controprestazione dell'altra. La pluralità dei pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. [...]. La terza caratteristica è che i pagamenti siano determinati in base a parametri diversi. [...]. Il termine parametro va inteso in senso lato tale da ricomprendere non solo un dato fisso, ma una qualsiasi variabile che viene utilizzata per determinare una quantità della prestazione dovuta dai contraenti, ma anche l'elemento temporale dell'esecuzione dell'obbligazione».

<sup>5</sup> Per la rilevanza dell'informativa sui costi e sul *mark to market* del derivato come informativa di natura precontrattuale si veda *infra*, p. 9. Cfr., inoltre, PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, 234 - 251: «Nei contratti di interest rate swap le parti scambiano tra loro flussi finanziari determinati, di volta in volta, secondo i parametri stabiliti: l'oggetto contrattuale è definito dalle reciproche obbligazioni delle parti, il cui contenuto s'individua con riferimento all'andamento nel tempo di certe grandezze definite dai loro accordi. Il *mark to market*, proprio perché è il risultato di una valutazione de futuro alla quale non corrisponde un obbligo di prestazione attuale, resta estraneo al meccanismo contrattuale elaborato in funzione della gestione e neutralizzazione del rischio [...] La determinazione del *mark to market* da parte dell'intermediario che è parte del contratto, diretta o indiretta che sia, s'inquadra nella collaborazione da esso dovuta all'altra parte contrattuale in ragione della proiezione del rapporto nel tempo e della variabilità della grandezze di mercato scelte quali parametri per il completamento della volizione contrattuale....». Nello stesso senso in giurisprudenza cfr. Trib. Torino, 30 novembre 2009, n. 8151.

58/98 (“TUF”). In altri termini, secondo il ragionamento della Corte, in forza di tale norma del TUF, per cui appunto «agli strumenti finanziari derivati... non si applica l'art. 1933 c.c.»<sup>6</sup>, i derivati non rientrerebbero nella categoria delle scommesse tollerate, in quanto irrazionali (categoria ricondotta dalla Corte appunto all'art. 1933 c.c.), ma in quella delle scommesse autorizzate. Ciò a condizione che esse possano definirsi “razionali”.

Secondo la Corte, pertanto, la giustificazione causale del contratto derivato IRS, più che nello scambio dei flussi di pagamento come sostenuto da autorevole dottrina e da parte della giurisprudenza<sup>7</sup> o nell'interesse in concreto perseguito dai contraenti, come sostenuto da altra parte della dottrina e della giurisprudenza<sup>8</sup>, si troverebbe nella scommessa in sé, la quale sarebbe qualificabile come autorizzata solo nella misura in cui si possa definire razionale.

---

<sup>6</sup> Ai sensi dell'articolo 1933 del c.c. «Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace».

<sup>7</sup> CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici*, cit., 54: «Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere. Sarebbe errato far rientrare nella causa lo scambio dei rischi della variazione dei tassi, che in certe ipotesi di swap è addirittura inesistente [...]. Il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto swap, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale». ID, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 23; PAGNONI, *Contratti di Swap*, in GABRIELLI - LENER (a cura di), *Trattato dei contratti*, vol. II, Torino, 2011, 1405; DI RAIMO, *Interest rate swap teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 317: «...la causa c'è ed è lecita. C'è la causa perché l'Interest rate swap quale minimo comun denominatore funzionale ha, non già la creazione di alee, che possono invece preesistere, bensì la loro disciplina. Causa del contratto è la definizione delle regole di futuri flussi finanziari tra le parti». In giurisprudenza, cfr. Trib. di Milano, 28 gennaio 2014, n. 978

<sup>8</sup> Si tratta della teoria della c.d. “causa in concreto”, nozione elaborata in dottrina e affermata in giurisprudenza con la sentenza della Corte Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, che ha abbandonato la nozione della “causa astratta”, intesa quale funzione economico – sociale del contratto, e ne ha attribuito ufficiale riconoscimento definendola quale «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». In dottrina cfr. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 68; in giurisprudenza, cfr. Corte d'Appello, 3 maggio 2013, n. 141

Perché la scommessa sia legalmente autorizzata e perciò lecita deve presentare un'alea<sup>9</sup> razionale per entrambi gli "scommettitori", ovvero essere conformata ad un rischio ponderato e ragionato da entrambi i contraenti<sup>10</sup>, in quanto il contratto ne consenta la misurabilità. Conseguentemente, quando una delle controparti non è posta nelle condizioni di prefigurarsi i rischi assunti e in particolare la misura degli stessi, l'alea non può dirsi razionale e pertanto, configurando un elemento essenziale del contratto, l'IRS è nullo perché privo della causa<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Per la definizione dello *swap* come contratto aleatorio cfr. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, *Quad. Banca borsa tit. cred.*, 2014, 173 ss; cfr. anche Cass., Sez. I, 13 luglio 2018, n. 18724, dove si legge: «Lo swap è un contratto aleatorio la cui "meritevolezza" non si può valutare a posteriori. Sicché, in definitiva, il sostenere la tesi della nullità del contratto per mancanza di causa, in conseguenza della mancanza di alea, possiede in sé - e cioè se l'assenza di causa non emerga alla stregua del testo contrattuale valutato ex ante - la stessa fondatezza che avrebbe la tesi della nullità del contratto di assicurazione per il rischio di incendio o di terremoto, che costituiscono normalmente eventualità remote alquanto, una volta che l'incendio o il terremoto non abbiano avuto luogo. Insomma, i contratti aleatori sono previsti dall'ordinamento e non vanno certo incontro in sé stessi ad un giudizio di immeritevolezza. È fortemente, poi, opinabile se il giudizio di meritevolezza possa essere impiegato a fini di riequilibrio equitativo del contratto, ma certo - ammesso che ciò sia possibile - l'operazione va almeno compiuta secondo una valutazione operata ex ante, non ex post, sì da giudicare meritevoli i contratti di swap in cui l'investitore ha guadagnato ed immeritevoli quelli in cui ha perso».

<sup>10</sup> Nel senso che su ciascuno dei contraenti deve gravare una componente di rischio (bilateralità), al punto che l'assoluta mancanza di un'alea a carico di uno dei contraenti può dar luogo ad assenza di causa, cfr. CORRIAS, op. cit., 173; in giurisprudenza cfr. Corte d'Appello, 18 settembre 2013 n. 3458 e Corte d'Appello, 25 maggio 2015, n. 2244.

<sup>11</sup> La Corte nella sentenza in parola peraltro definisce gli *swaps* «negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa, ora di copertura di rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto e che, perciò, in mancanza di un'adeguata caratterizzazione causale detto affare sarà caratterizzato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)». La conclusione cui sorprendentemente la Corte giunge partendo da questa impostazione, che sembra di primo acchito in linea con la teoria della cd. "causa in concreto", cui si è fatto cenno *infra* alla nota n. 8, è di ritenere invece validi gli *swaps*, in quanto negozi a causa di scommessa, solo «in presenza di un negozio .... che indichi la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità. E tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto non deve limitarsi al criterio del mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici ..... Infatti, l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario...».

È necessario pertanto che dal contratto si possano evincere gli elementi che, in sé considerati, determinano in concreto la misura dell'alea, in particolare: gli scenari probabilistici. Qualora il contratto manchi di tali elementi - del cui contenuto specifico peraltro non vi è traccia nella sentenza in parola - esso si deve ritenere nullo per difetto di causa.

Questo il ragionamento della Corte<sup>12</sup>.

In merito si può innanzitutto rilevare che, come è stato da più parti osservato in dottrina, il legislatore del TUF, «*in un mondo totalmente differente*»<sup>13</sup>, attraverso la previsione dell'art. 23, c. 5, più che autorizzare le scommesse razionali, prende piuttosto atto del fatto che le scommesse disciplinate del codice civile nulla hanno in comune con gli accordi praticati in ambito finanziario: essi non sono né tollerati, né autorizzati, sono semplicemente «*altro*».

Se è vero infatti che un derivato può essere esaminato sulla base della prospettiva tradizionale come rapporto contrattuale fonte di obbligazioni e quindi, nella prospettiva del diritto comune, essere inquadrato puramente e semplicemente in una delle sue fattispecie «*tipiche*» ovvero, laddove la prima operazione ermeneutica risulti impossibile, essere definito «*atipico*» e di conseguenza essere assoggettato all'indagine di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c., è anche vero che, nella vigenza di un completo e complesso sistema di norme specialistiche, peraltro di matrice europea, che regolano le modalità della sua conclusione<sup>14</sup>, in applicazione appunto del principio di specialità, è

---

<sup>12</sup> In senso conforme cfr. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 3, dove si legge: «La distinzione fra scopo di copertura e scopo di speculazione è semplicistica, e non considera la vera natura di qualsiasi interest rate swap, che è quella di una scommessa – autorizzata, ai sensi dell'art. 1935 cod. civ. in forza del richiamo di cui all'art. 1 TUF, quantomeno allorché non presenta accentuati scostamenti dalle fattispecie socialmente tipizzate – che ha per scopo comune la creazione di un rischio e il cui oggetto è rappresentato dalle allee bilaterali e reciproche, ed è del tutto distinta dalla natura del contratto di assicurazione».

<sup>13</sup> DI RAIMO, *op. cit.*, 317

<sup>14</sup> Ci si riferisce per quanto riguarda la disciplina attualmente in vigore, cui si fa riferimento nel testo salvo, ove necessari, rinvii espliciti alla disciplina previgente, innanzitutto al Testo Unico della Finanza contenuto nel D. Lgs. n. 58/98 («TUF») e al relativo regolamento attuativo, ossia il Regolamento Intermediari tempo per tempo vigente, nonché alle Circolari interpretative di terzo livello dettate da Consob, come la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, e alla disciplina sovranazionale direttamente applicabile, come il Regolamento Delegato (UE) 565/2017 che integra la Direttiva 2014/65/UE («MIFID II») e il Regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati («PRIIP»).

prima di tutto a questo sistema di norme che occorre riferirsi<sup>15</sup> per inquadrare la fattispecie e aclarare se l'accordo che ha dato vita al derivato (*rectius*: il derivato in sé), abbia in concreto una “*giustificazione razionale*” (i.e.: una causa valida) e sia quindi lecito, oppure no<sup>16</sup>.

In questa prospettiva, l'IRS è innanzitutto uno strumento finanziario<sup>17</sup>, che trova la sua tipizzazione nella categoria dei derivati individuati dal TUF<sup>18</sup> e

<sup>15</sup> PONTIROLI, op. cit., 266

<sup>16</sup> Per la definizione del concetto di causa cfr. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ed. XIV, Napoli, 2009, 808: «La causa è correttamente intesa come ragione dell'affare, come giustificazione dei movimenti dei beni da un individuo all'altro, quale essa emerge dal concreto atteggiarsi dei interessi nel caso singolo, desumibili in concreto, se del caso, dalla più complessa operazione economica e non già in astratto dal tipo contrattuale». E ancora: «La causa del contratto ...va ravvisata avuto riguardo ai concreti interessi che i privati intendono perseguire con la concreta operazione economica. Infatti, se l'indagine sul tipo è essenzialmente astratta e statica, quella sulla causa è esclusivamente concreta e sempre dinamica. Con il tipo si pone un problema di configurabilità [N.d.R.: meritevolezza], con la causa si pone invece un problema di liceità degli interessi perseguiti».

<sup>17</sup> CAPUTO NASSETTI, *I Contratti derivati*, cit., 93 ss.; 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 *Riv. Dir. Banc.*, 2014, 1.; INDOLFI, *Causa ed autonomia privata nei contratti derivati*, in ALCARO (a cura di), *Causa del contratto – Evoluzioni Interpretative ed indagini applicative*, Milano, 2016, 193. Per una ricostruzione degli orientamenti giurisprudenziali in merito, cfr. IMBRUGLIA, *La nullità del contratto di Interest Rate Swap*, in *Quest. giust.*, 2017, 177; GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, 10 aprile 2019, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>18</sup> PONTIROLI, op. cit., 210, dove si legge: «Nella sequenza degli interventi normativi sulla materia, autoctoni o di origine europea, sembra allora doversi cogliere un orientamento crescente a riconoscere quali strumenti finanziari, una serie via via più ampia di contratti derivati di larga diffusione sul mercato ed almeno socialmente tipici, destinata ad essere integrata – sia pure per via amministrativa – con le nuove figure create dalla pratica mercantile. Tale riconoscimento .....ha l'evidente significato di qualificare i contratti derivati come strumenti finanziari e, quindi, di assoggettarli alla disciplina di livello primario dettata dal t.u.i.f. e a quella di secondo livello contenuta nel c.d. regolamento degli intermediari: disciplina che....ruota attorno ai doveri di cura dell'interesse degli investitori»; ID, cit., 273: «..si respin[ge] la tesi che i contratti derivati, compresi nell'elenco di cui all'art. 1, co. 2 del t.u.i.f. si possano considerare tuttora atipici e quindi debbano essere sottoposti al giudizio di meritevolezza ai sensi del secondo comma dell'art. 1322 c.c. [...], [N.d.R.: tale sottoposizione] si muov[e] in direzione contraria al processo d'armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari, compromettendone l'integrazione e violando il principio della primazia del diritto dell'Unione Europea». *Contra*, nel senso della “*atipicità*” dello *swap*, cfr. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: “i derivati over the counter”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 784.



costituisce l'oggetto dei servizi di investimento ivi definiti e disciplinati come attività soggette a riserva<sup>19</sup>.

In merito, occorre rilevare che il legislatore speciale non ha adottato la tecnica di regolazione fondata sulla definizione delle singole fattispecie, tipica del diritto comune, ma - per quanto tale *modus operandi* possa apparire discutibile - si è limitato alla mera elencazione nominativa<sup>20</sup> degli strumenti finanziari derivati, rinviando per l'individuazione dei tratti caratteristici di ciascuno di essi alla prassi del mercato. Cionondimeno, ha dettato un complesso di norme che disciplinano il funzionamento e le modalità di regolamento di tali strumenti, dalla fase cd. "*pre-trade*" a quella cd. "*post-trade*", che forniscono all'interprete tutti gli strumenti cui attingere per individuarne la disciplina.

Pertanto, sebbene molto si possa dire sulla causa dei contratti derivati e molto sia stato detto in dottrina e in giurisprudenza anche in contrasto con quanto in definitiva affermato dalla Suprema Corte con la sentenza in parola<sup>21</sup>,

---

<sup>19</sup> Cfr. art. 1, co. 2 e 5 del TUF. Si osserva per vero che il TUF non fornisce una definizione unitaria degli strumenti finanziari e neppure dei servizi e attività di investimento, né fornisce una definizione dei singoli strumenti finanziari, riportando piuttosto un elenco di fattispecie legate strettamente le une alle altre, proprio in quanto i servizi di investimento assumono rilevanza giuridica solo nella misura in cui "*hanno per oggetto strumenti finanziari*". Ma vi è di più: i servizi di investimento, rilevanti per l'ordinamento in quanto investono strumenti finanziari, sono soggetti a riserva e possono quindi essere prestati solo da soggetti espressamente a ciò autorizzati e soggetti a vigilanza da parte dell'Autorità a ciò deputata (CONSOB). In tal senso, cfr., ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, ed. 5, Torino, 2014, 81.

<sup>20</sup> Per l'utilizzo della locuzione "*contratti nominati*" come "*contratti tipici*", cfr., CLARIZIA, voce *Contratti Innominati*, in *Enc. giur.*, vol. IX, Roma, 1988, 3.

<sup>21</sup> CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: "Swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, 287; BERTI DE MARINIS, *I Contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 464, dove si legge: «... la razionale assunzione del rischio da parte del cliente su cui la giurisprudenza particolarmente insiste ... non può influenzare la causa del contratto che è e rimane - anche se intesa quale funzione economico individuale - un particolare modo di conformarsi del contratto rispetto alla realtà degli interessi propri dei contraenti ma a prescindere dalla percezione che gli stessi hanno del contratto. L'assenza di consapevolezza, cioè, sicuramente può incidere sulla validità del contratto, ma nelle forme dell'annullamento per vizio del consenso. Ciò che incide sul profilo causale è la razionalità dello strumento negoziale (i.e: l'IRS) rispetto al caso concreto e non la razionalità della scelta del cliente. Quello che occorre domandarsi quindi è se quel determinato IRS sia o meno uno strumento razionale di gestione di quei rischi finanziari di cui le parti risultano titolari. .... Il profilo causale - anche inteso, lo si ripete, nella sua accezione economico individuale - non riguarda la modalità con cui le parti si rapportano al contratto, ma come il contratto si rapporta all'ordinamento». In questo senso, cfr. DI RAIMO, op. cit., 317; nell'ambito delle decisioni dell'ACF (Arbitro per le Controversie finanziarie), si veda la

a parere della scrivente questa attività ermeneutica non può prescindere dalla constatazione che nell'ambito dei derivati, e in particolare dei derivati OTC come l'IRS, che si caratterizzano per essere negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati, la distinzione tra la componente negoziale (i.e: che si sostanzia nel/i Servizio/i di investimento prestato/i dall'intermediario) e il "prodotto" finanziario da essa generato è tecnicamente impossibile<sup>22</sup>.

Come è stato autorevolmente sostenuto, l'errore di coloro che operano siffatta distinzione consiste propriamente nel non aver colto l'intrinseca natura dello strumento e nell'aver voluto forzatamente distinguere, là dove la distinzione era inattuabile, fra il momento genetico e il risultato della genesi negoziale. Al contrario, la peculiarità dello strumento derivato consiste propriamente nella compenetrazione istituzionale tra atto negoziale ed entità finanziaria generata<sup>23</sup>.

In quest'ottica, occorre quindi esaminare la disciplina di settore per indagare le possibili cause di nullità di un derivato IRS, prima tra tutte quella per mancanza di una causa lecita.

La tendenza dimostrata dalla giurisprudenza a pretermettere tale disciplina appare infatti quantomai inopportuna, perché non solo si traduce in una

---

recentissima decisione n. 2678 del 16 giugno 2020, dove si legge: «...se l'indicazione del Mark to Market e degli scenari probabilistici è funzionale solo a rendere consapevole il contraente dell'aleatorietà dello strumento è evidente che – là dove non si ponga anche un problema di compatibilità con le regole di contabilità pubblica e con i limiti agli impegni di spesa propri degli enti pubblici – la mancanza della loro indicazione possa al più far sorgere un problema di consenso non integro, da ricondurre dunque alla tematica più generale dei vizi del consenso e dare ingresso ai conseguenti rimedi, ma non certo un problema di illiceità della causa o di indeterminatezza dell'oggetto contrattuale tale da condurre alla nullità dell'operazione». *Contra*: MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096.

<sup>22</sup> In relazione alla conclusione di un derivato OTC tra intermediario e cliente vengono in rilievo due Servizi di investimento disciplinati dal TUF con cui lo strumento si fonde: innanzitutto, come spiegato meglio nel testo, il Servizio di Consulenza in materia di investimenti, previsto dall'art. 1, c. 5-septies, del TUF, e in secondo luogo il Servizio di Negoziazione per conto proprio, previsto dall'art. 1, co. 5-ter, del TUF. Nell'ambito di tale ultimo Servizio, in particolare, l'intermediario si pone quale controparte necessaria del derivato che viene negoziato direttamente con il cliente. Questi aspetti differenziano i derivati OTC dai derivati cd. standardizzati o uniformi, il cui contenuto è "etero-regolamentato" (nel senso che le caratteristiche dello strumento sono standardizzate e definite dal gestore del mercato su cui vengono negoziati) e rispetto ai quali l'intermediario svolge il mero ruolo di "esecutore" dell'ordine del cliente sul mercato medesimo.

<sup>23</sup> GIRINO, *I contratti derivati*, ed. 2, Milano, 2010, 14; LA MALFA, op. cit., 4; IMBRUGLIA, *La nullità del contratto*, cit., 183

disapplicazione arbitraria della stessa, ma finisce per “generare”, come nel caso della sentenza in esame, norme dettate esclusivamente dall’esigenza di tutela nel caso concreto, in contrasto con i principi fondamentali dell’ordinamento.

3. Nella prassi dei mercati finanziari l’IRS tipicamente<sup>24</sup> consiste in un accordo rispetto allo scambio di obbligazioni future, determinate sulla base di un diverso tasso di interesse<sup>25</sup>.

Alla “conclusione di questo accordo” si giunge attraverso un processo che vede coinvolte le parti in funzione di intermediario da un lato e cliente dall’altro.

Si è detto che, in linea generale, la prestazione dei servizi di investimento è un’attività riservata, esercitabile da soggetti a ciò debitamente autorizzati, i quali nella prestazione di detti servizi debbono adempiere ad una serie di obblighi di comportamento. Detti obblighi trovano il loro comun denominatore nella tutela del cliente e si declinano nello svolgimento di attività volte innanzitutto alla conoscenza di quest’ultimo (cd. “*Know your customer rule*”).

L’intermediazione finanziaria avviene infatti innegabilmente in un contesto di asimmetrie informative. La determinazione del grado di cultura finanziaria in capo alla clientela degli intermediari, pertanto, è da sempre il primo passo per colmare il *deficit* informativo di una parte (il cliente) rispetto all’altra (l’intermediario).

In questo senso, viene innanzitutto in rilievo la norma<sup>26</sup> che obbliga l’intermediario a classificare la clientela all’interno di categorie, individuate in base al bisogno di tutela (nell’ordine: clientela cd. “al dettaglio”, clientela cd. “professionale” e “controparti qualificate”), e di modulare quindi il proprio comportamento in relazione al tipo di cliente<sup>27</sup>.

A mente del legislatore tutti i clienti necessitano di una qualche forma di tutela. Essa tuttavia è differente a seconda della categoria di appartenenza e gradua dalla totale assistenza alla mera trasparenza su alcuni aspetti delle

<sup>24</sup> Per la tesi della “tipicità” dei derivati nominativamente elencati nel TUF, si veda *infra* la nota n. 18.

<sup>25</sup> In dottrina si è parlato anche di contratto di scambio commutativo, in quanto esso troverebbe ed esaurirebbe la sua ragion d’essere nello scambio dei flussi di pagamenti. In tal senso, cfr. PAGONI, op. cit., 1416;

<sup>26</sup> Attualmente contenuta nell’art. 45 del Regolamento UE n. 565/2017

<sup>27</sup> Si precisa che in tale prospettiva si muovevano già la Direttiva 2004/39/CE (MIFID I) e la Direttiva 93/22/CE, la quale all’art. 11 prevedeva l’obbligo in capo agli Stati membri di tener conto, nel formulare le regole di comportamento degli intermediari, della natura dei clienti.

operazioni poste in essere, fermo restando l'obbligo in capo agli intermediari di adottare al loro interno procedure atte ad informare il loro agire sempre nel migliore interesse del cliente.

Più in particolare, tale impostazione si basa sulla presunzione (semplice)<sup>28</sup> per cui la clientela c.d. "al dettaglio" o cd. "*retail*" (considerata quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria) è quella che per definizione si trova a dover riporre massimo affidamento nell'assistenza e nella professionalità dell'intermediario, con particolare riferimento ad esempio alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione e alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell'operazione.

Il differente grado di tutela si estrinseca nell'applicazione totale o parziale delle regole di comportamento previste in capo agli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento. Regole che a loro volta sono diverse a seconda del tipo di strumento finanziario concluso o sottoscritto e del tipo di Servizio che viene di volta in volta prestato. D'altro canto, trattare un "investitore esperto", ovvero un cliente cd. "professionale" o una "controparte qualificata", alla stessa stregua di un cliente "*retail*" può risolversi nell'applicazione di regole del tutto inutili e, per tale via, un dannoso dispendio di risorse, tanto per l'intermediario, quanto per l'investitore<sup>29</sup>.

Con particolare riguardo alle norme che interessano la conclusione di contratti derivati con la clientela "*retail*", un punto di snodo della disciplina è stato costituito dalla Comunicazione Consob sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi alla clientela "*retail*" (cd. "Comunicazione sugli illiquidi")<sup>30</sup>.

Nella citata Comunicazione, Consob ha avuto modo innanzitutto di chiarire che «con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, l'assistenza

---

<sup>28</sup> Ai sensi dell'art. 45 del Regolamento Delegato (UE) n. 565/2017, attualmente in vigore, il cliente che abbia ricevuto una determinata classificazione può infatti chiedere di essere trattato diversamente e pertanto a seconda dei casi ricevere maggiore o minore tutela da parte dell'intermediario.

<sup>29</sup> ANNUNZIATA, op. cit., 151

<sup>30</sup> Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, la quale disciplina «Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi ai clienti *retail*». Con tale Comunicazione, Consob pone l'accento su uno dei tratti caratteristici di strumenti quali i derivati OTC (i.e. IRS, *Interest rate collar*): essi difettano (a differenza dei derivati standardizzati e quotati, dove il contraente è "protetto" dal mercato) del connotato della "liquidità", che è uno dei fattori più rilevanti per valutarne il rischio. Da qui, l'attenzione dall'Autorità, che in via interpretativa definisce un sistema di tutele specifiche per i clienti "*retail*" che sottoscrivono tali tipi di strumenti.

fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) “su misura” per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l’applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti»<sup>31</sup>.

La strutturazione del derivato da parte dell’operatore professionale quindi, a mente della Consob, determina innanzitutto la coincidenza tra lo strumento finanziario e il Servizio di investimento di Consulenza in materia di investimenti<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Come noto, Consob quale Autorità di Vigilanza con potestà regolamentare, agisce, oltre che attraverso atti normativi ed amministrativi generali, anche mediante atti di c.d. *moral suasion* (raccomandazioni, comunicazioni, istruzioni, pareri e atti di indirizzo). A fianco della potestà regolamentare propriamente intesa, legittimata dalla normativa di rango primario, la Consob esercita infatti anche un’attività che in dottrina è stata definita “paranormativa”. In tal senso, cfr. NICCOLAI, *I poteri garantiti della Costituzione e autorità indipendenti*, Pisa, 1996, 197; per l’assimilazione degli atti di *moral suasion* di Consob a quello delle pronunce giurisprudenziali, cfr. SERIO, *Il valore del precedente tra tradizione continentale e common law: due sistemi ancora distanti?*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 124, dove si legge: «Per la loro natura interpretativa ed orientativa, questi interventi condividono una sorta di affinità funzionale rispetto alle pronunce giurisprudenziali, le quali, come poc’anzi accennato, assolvono all’analogo compito di integrare e specificare i precetti legislativi creando, pur sempre nei limiti di un sistema giuridico di civil law qual è quello italiano, un paradigma suscettibile di generalizzazione e, quindi, di applicazione alla stregua di una regola giuridica»; nella giurisprudenza amministrativa, al riguardo cfr. T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 9 maggio 2006, n. 3367 in *Foro amm.*, 1689, per cui tali atti «pur non corrispondendo a una specifica potestà attribuita dalla legge, sono espressivi della stessa posizione che l’Autorità riveste nell’ambito dell’ordinamento di settore»; inoltre, ancor più incisivamente, sulla valenza giuridica degli atti di *moral suasion* della Consob, cfr. T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 26 novembre 2002, n. 10709: «Si tratta, difatti, di manifestazioni di giudizio, racchiudenti per lo più valutazioni di discrezionalità tecnica, che pur non avendo di solito una forza giuridica tale da abilitarle a conformare in modo cogente la sfera degli operatori, hanno comunque in ragione del loro contenuto di accertamento, una propria peculiare capacità di incidenza sui rapporti economici. Assistite da una presunzione di legittimità di particolare spessore, in ragione della competenza tecnica dell’organo da cui promanano, esse esprimono un punto di vista qualificato ed imparziale che esplica proprio la funzione prevista dalla legge (art. 91 TUF) di tutelare l’investitore orientandolo: creano quindi una certezza giuridica di tipo notiziale .....che presenta la caratteristica di essere giuridicamente affidante (nel senso che gli operatori e gli investitori sono autorizzati a riporvi affidamento), alla stessa stregua di quanto accade nella comune vita sociale per le certezze legali assistite da fede privilegiata ..... Nella creazione di informazione e conoscenza rivestita di un certo grado di sicurezza in funzione dell’affidamento e dell’orientamento degli operatori sta quindi l’efficacia giuridicamente rilevante di simili atti».

<sup>32</sup> Ai sensi dell’art. 1, c. 5-septies del TUF, per «*Consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o*

Come noto, la prestazione di tale Servizio nei confronti dei clienti “*retail*”, proprio in forza della “personalizzazione” che lo caratterizza, obbliga preventivamente l’intermediario a valutare se il prodotto sia adatto al profilo del cliente, determinato con riferimento alla conoscenza ed esperienza che il cliente abbia di quello specifico prodotto, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento (cd. “*Suitability rule*”)<sup>33</sup>.

Per poter compiere tale valutazione, l’intermediario deve dotarsi di procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela di giungere ad un giudizio effettivo e fondato circa l’adeguatezza del prodotto in relazione ai bisogni, agli obiettivi del cliente e alle sue caratteristiche, valutando le conseguenze delle diverse tipologie di rischio determinate dall’eventuale assunzione della posizione da parte dello stesso<sup>34</sup>.

L’applicazione della cd. *Suitability rule* comporta che in caso di esito negativo della valutazione di adeguatezza l’intermediario non possa concludere l’operazione<sup>35</sup>. In altri termini, in caso di esito negativo della valutazione, l’intermediario non può raccomandare al cliente il prodotto (*rectius*: la conclusione/negoziazione del derivato). Ciò si spiega se si considera che la raccomandazione, come atto esecutivo della consulenza, incorpora come tale l’opinione dell’intermediario circa la “ *fondatezza nel merito*” dell’operazione. La quale, in estrema sintesi, o è adeguata o semplicemente non è.

In questo contesto, Consob detta inoltre un regime di trasparenza precontrattuale specifica. L’informativa precontrattuale avente ad oggetto i derivati OTC nei confronti del cliente “*retail*”, in base all’interpretazione resa da Consob nella Comunicazione sugli illiquidi, ha tuttavia “solo” la finalità di

---

*per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari».*

<sup>33</sup> Ai sensi dell’art. 40 del Regolamento Intermediari, adottato con Delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018: «*Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o potenziale cliente e, in particolare, che siano adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito:*

*a) alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio;*

*b) alla situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite;*

*c) agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio».*

<sup>34</sup> Per una ricostruzione dell’evoluzione della *Suitability rule*, cfr. IMBRUGLIA, *Primi appunti sull’Interest rate swap non adeguato*, in *Pers. merc.*, 2015, 29.

<sup>35</sup> Attualmente disciplinata dall’art. 54 del Regolamento Delegato (UE) n. 565/2017

migliorare le possibilità di apprezzamento da parte del cliente del “profilo” di rischio del prodotto<sup>36</sup>.

La valutazione in merito alla legittimità della conclusione del derivato, e quindi si potrebbe dire la “responsabilità” della stessa, è invece tutta in capo all’intermediario. D’altro canto, nonostante l’inegabile ruolo svolto dell’informazione in ambito finanziario, la tutela del cliente “debole” non può che essere affidata alla professionalità dell’intermediario<sup>37</sup>. Ma di questo si dirà più ampiamente oltre.

La citata informativa sui derivati OTC, alla luce delle indicazioni fornite dall’Autorità<sup>38</sup>, nonché di quelle fornite nelle Linee guida interassociative per l’applicazione delle misure Consob in materia di prodotti illiquidi del 7 agosto 2009, validate dalla stessa Consob, dovrebbe estrinsecarsi (i) in un’ informativa generica sul “tipo” di prodotto, nell’ambito della quale dovrebbero essere fornite informazioni generali, utili ai fini valutativi, come le «esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a

---

<sup>36</sup> Per un approfondimento sulla distinzione tra il concetto di raccomandazione e quello di informazione, cfr. GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pisa, 2012, 61, dove si legge: «L’informazione ha la finalità di accrescere il patrimonio di conoscenze del destinatario, mentre la raccomandazione ha l’obiettivo esplicito di influenzarne il comportamento in una certa direzione. Se è vero che il comportamento di un investitore può essere influenzato anche dalla mera conoscenza di un fatto o di un dato ... il discrimine tra informazione e raccomandazione deve individuarsi nel fatto che la prima è neutra e la seconda è orientata. [N.d.R.: Dall’informazione] il destinatario non deduce l’azione migliore da compiere.....diverso è se la notizia è accompagnata o incorporata in una raccomandazione che induce il destinatario ad un ben determinato intervento sul mercato».

<sup>37</sup> In questo senso si esprime la Consob anche nella Comunicazione n. 0097996 del 22-12-2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail, dove si legge: «Gli obblighi di trasparenza hanno limitati effetti nel mitigare il divario cognitivo tra gli intermediari finanziari ed i loro clienti retail, in quanto quest’ultimi sono normalmente dotati di una bassa cultura finanziaria che non consente loro di valutare la qualità dei prodotti d’investimento offerti» e raccomandava pertanto agli intermediari di «effettuare una adeguata due diligence su tutti i prodotti complessi che intend[ono] inserire nella gamma d’offerta. Quando a seguito di tale verifica l’intermediario accerti che in concreto il prodotto [...] non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti [...] eviterà di prestare consigli su quel prodotto o di venderlo». Un’evoluzione nel senso normativo di tali assunti si è avuta con l’entrata in vigore della Direttiva 2014/65/UE (MIFID II), dove al considerando 71 si legge: gli intermediari «che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all’interno di una pertinente categoria di clienti» (cd. “Product Governance”).

<sup>38</sup> In particolare, con riferimento all’illustrazione del profilo di rischio, nella Comunicazione sugli illiquidi citata si legge: «è utile che l’intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

determinate ipotesi di scenario» (adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio), cd. “scenari di rendimento”<sup>39</sup> e (ii) un’ informativa specifica sulla singola operazione che in concreto il cliente conclude, la quale dovrebbe includere i seguenti elementi: il *Fair Value* (Valore teorico di *mid-market* dell’operazione come risultante dai modelli di pricing dell’intermediario); Costi di *hedging* (Costi sostenuti per la gestione del rischio di mercato dell’operazione); *Mark-up* (Costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell’intermediario); *Mark to market* (Valore di smobilizzo nell’istante immediatamente successivo alla conclusione dell’operazione); Modalità di smobilizzo (Evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione, dei conseguenti effetti in termini di costi, dei tempi di esecuzione della liquidazione e che l’unica fonte di liquidità è l’intermediario stesso).

Le norme vigenti all’epoca dei fatti (2003 – 2004), è bene precisarlo, prevedevano soltanto (i) l’obbligo di portata generale in capo all’intermediario di informare i clienti in merito alle “caratteristiche” del “tipo” di strumento finanziario oggetto d’investimento e ai relativi rischi, evidentemente soggetto a declinazione nel caso concreto, (ii) l’obbligo di verifica di adeguatezza indipendentemente dalla prestazione della consulenza, e quindi anche nell’ambito della sola prestazione del Servizio di Negoziazione per conto proprio, il cui eventuale esito negativo non comportava un divieto assoluto di agire, in quanto il giudizio di inadeguatezza espresso dall’intermediario poteva essere superato da un’autorizzazione da parte del cliente alla conclusione dell’operazione<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Così le Linee Guida interassociative per l’applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi pubblicate da ABI, ASSOSIM e FEDERCASSE e validate dalla CONSOB in data 5 agosto 2009 elaborate con la finalità di individuare soluzioni tecniche che rappresentino un *safe harbour* in termini di certezza applicativa da parte degli intermediari. In tale contesto, le associazioni di categoria hanno suggerito di fornire ai clienti al dettaglio, prima della stipulazione di derivati OTC, tra l’altro informazioni utili ad apprezzare il profilo finanziario del prodotto, come ad esempi l’andamento storico del parametro di riferimento, le illustrazioni del *payoff* a scadenza, o le esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a determinate ipotesi di scenario, adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio. Si veda schema a p. 40

<sup>40</sup> L’introduzione dell’obbligo in capo agli intermediari di verifica dell’adeguatezza in Italia risale alla legge n. 1/1991 ed è stato poi riformulato con l’implementazione della Direttiva 39/2004/CE (MIFID), che ha avuto il pregio di renderlo non derogabile e quindi bloccante in senso assoluto per l’intermediario. In base alla disciplina precedente alla MIFID, invece, un’operazione giudicata non adeguata dall’intermediario poteva essere autorizzata espressamente dall’investitore, che poteva procedervi dunque ugualmente nonostante l’“avvertimento” da parte dell’intermediario della sua inadeguatezza. Ciononostante, la regola



Non è ben chiaro a che tipo di scenari faccia riferimento la Corte con la locuzione “scenari probabilistici”, cionondimeno da quanto esposto può già trarsi un primo ordine di considerazioni. Contrariamente a quanto assunto dalla stessa, nessuna informativa avente ad oggetto “scenari probabilistici” era prevista obbligatoriamente a carico degli intermediari all’epoca dei fatti di causa; con la Comunicazione sugli illiquidi la Consob declina un generico obbligo informativo sulle caratteristiche e rischi degli strumenti, dettato dalle norme, con la previsione tra l’altro di “scenari di rendimento”, nell’ambito dell’informativa precontrattuale avente ad oggetto i derivati OTC; tali scenari non riguardano in alcun modo la specifica operazione avente ad oggetto il derivato OTC concluso con il cliente<sup>41</sup>.

La Corte pertanto non solo compie un’operazione “creativa” di una previsione inesistente<sup>42</sup>, ma trasforma questa “creazione” in un elemento

---

della verifica dell’adeguatezza dello strumento finanziario al profilo del cliente ha sempre avuto la funzione di rafforzare i doveri di assistenza dell’intermediario nei confronti del cliente e in quanto tale è sempre andata ben oltre la semplice “filosofia dell’informativa”. A fronte di tale riformulazione, la MIFID ha inoltre limitato l’obbligo di tale verifica da parte degli intermediari alla prestazione del solo Servizio di Consulenza in materia di investimenti e al Servizio di Gestione di portafogli. In tutti gli altri casi, ovvero per tutti gli altri Servizi di investimento, vale la regola della verifica della sola appropriatezza (i.e. conoscenza ed esperienza del cliente in relazione allo specifico prodotto). Per una più dettagliata disamina, si veda ANNUNZIATA, cit., 138.

<sup>41</sup> L’inesistenza di un obbligo in tal senso è evidenziata - con riguardo alla sentenza Corte d’Appello, 18 settembre 2013, n. 3459, che inaugura il filone cui aderiscono le Sez. Un. in commento - da LA MALFA, op. cit., 2, dove si legge: «La particolarità e la clamorosa innovazione della sentenza della Corte d’Appello sta non tanto nel ricollegare la causa del derivato a quella della scommessa lecita, ma piuttosto nel far derivare da questo inquadramento generale in termini di causa un obbligo informativo assoluto (la cui violazione porterebbe alla radicale nullità del contratto) di fornire informazioni (i) sulle probabilità circa il possibile “esito” della scommessa, (ii) sui costi applicati dell’intermediario ed associati alla scommessa stessa, nonché (iii) sul valore del mark to market dell’operazione (ovvero il costo di sostituzione) al momento della sua conclusione. Ebbene, fino a questo momento mai nessun giudice aveva ricollegato i suddetti obblighi informativi alla causa stessa dello strumento derivato che viene concluso nell’ambito del servizio di investimento di negoziazione in conto proprio reso dagli intermediari finanziari, né in costanza del regime precedente l’entrata in vigore della Direttiva 39/2004/CE (MIFID) né, a maggior ragione, dopo l’entrata in vigore della MIFID che ha cambiato il quadro delle informazioni precontrattuali a carico degli intermediari». E ancora, «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 invece individuato (a pena di nullità) dalla Corte d’Appello».

<sup>42</sup> Per una lettura critica della sentenza in commento, cfr. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, 29 maggio 2020, in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com);

essenziale del contratto, senza peraltro indicarne il contenuto. Fatto quest'ultimo tanto più degno di rilievi critici, se solo si considera che – a fronte della totale incertezza applicativa che tale pronuncia ha generato tra gli operatori - il principio che invece da sempre pervade il diritto dei mercati finanziari è quello della massima armonizzazione delle regole, il cd. “*Level playing field*”.

Come si è detto, la rappresentazione dei cd. “scenari di rendimento”, concepita peraltro come una mera informativa “utile ai fini valutativi”, è raccomandata dalla Comunicazione sugli illiquidi in avanti come esposizione dei possibili risultati, calcolati peraltro con metodologie “rispettose del principio di neutralità al rischio”, rispetto a determinate ipotesi di scenario, non della operazione che di volta in volta è conclusa in concreto con il cliente, ma di una generica operazione avente ad oggetto lo stesso tipo di strumento. Si comprende quindi come essi possano indicare ben poco sui rischi (*rectius*: sulla misurazione dei rischi) in concreto assunti dal cliente attraverso il derivato concluso con l'intermediario.

Occorre infatti sottolineare un primo e, a parere della scrivente, determinante aspetto, riguardante il possibile contenuto degli “scenari probabilistici” richiamati dalla Corte, completamente obliterato nella sentenza: ipotizzando per un momento la sussistenza di un obbligo in capo agli intermediari di fornire al cliente in fase precontrattuale degli “scenari probabilistici”, che abbiano l'effetto di consentire a quest'ultimo la “misurazione” del rischio (*rectius*: dell’“alea”) in concreto assunto con la sottoscrizione dello strumento (ammesso che un tale calcolo sia effettivamente possibile!), appare di immediata evidenza come tali scenari dovrebbero innanzitutto riguardare proprio il derivato da questi concluso e non un derivato dello stesso tipo, astrattamente considerato.

Il contenuto e *la ratio* delle norme esistenti, anche alla luce dell'autorevole interpretazione fornita da Consob, vanno tuttavia, come si è detto, in una direzione diversa da quella seguita dalla Corte e, ammettendo per assurdo che un'inversione di tendenza sia possibile, essa - in un'ottica *de iure condendo* - potrebbe essere determinata solo dal legislatore speciale.

---

NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770), 8 giugno 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, 22 giugno 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). In senso adesivo, SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, 15 giugno 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, 25 giugno 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

Vi è da dire che la disciplina dell'informativa precontrattuale sui derivati OTC nei confronti dei clienti "retail" si è recentemente arricchita<sup>43</sup> di un nuovo tassello. Il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (cd. Regolamento "PRIIP"<sup>44</sup>) ha infatti introdotto un nuovo obbligo informativo. Si tratta dell'obbligo in capo agli intermediari di fornire il KID (*Key Information Document*), un documento standardizzato di natura precontrattuale contenente le informazioni chiave per gli investitori al dettaglio, pensato per consentire ad essi di assumere decisioni di investimento informate.

Tra i principali obiettivi perseguiti vi è quello di "facilitare la comprensione" delle caratteristiche chiave di ogni prodotto rientrante nella categoria dei PRIIPs, tra cui i derivati OTC, attraverso un documento informativo in cui vengono descritti in maniera sintetica le principali caratteristiche, il profilo di rischio, costi e oneri accessori e differenti "scenari di performance" dell'investimento.

I cd. "scenari di performance" in particolare hanno lo scopo di rappresentare una gamma di rendimenti attesi e vengono calcolati, nonostante non siano andati esenti da rilievi critici a livello comunitario<sup>45</sup>, facendo ricorso

---

<sup>43</sup> Si precisa che Consob non si è mai espressa ufficialmente sul superamento della Comunicazione sugli Illiquidi che pertanto deve ritenersi ancora in vigore.

<sup>44</sup> Come previsto nel Considerando 6 del Regolamento PRIIPs, esso si applica «a tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall'industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l'importo dovuto all'investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall'investitore al dettaglio. Tali prodotti dovrebbero essere denominati PRIIP ... Per tutti questi prodotti, gli investimenti non sono di tipo diretto, quale l'acquisto o la detenzione di attività. Essi agiscono invece da interfaccia tra l'investitore al dettaglio e i mercati attraverso un processo di assemblaggio consistente nel confezionare le attività in modo da creare prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto ad una detenzione diretta. Tale assemblaggio può consentire agli investitori al dettaglio di impegnarsi in strategie di investimento che sarebbero altrimenti inaccessibili o poco pratiche, ma può anche richiedere di mettere a disposizione ulteriori informazioni, in particolare al fine di consentire raffronti tra le diverse modalità di assemblaggio degli investimenti».

<sup>45</sup> Per migliori dettagli in merito, si rinvia a *Joint ESA supervisory statement concerning the performance scenarios in the PRIIPs KID* del 8 febbraio 2019, dove si legge: «PRIIP manufacturers are recommended therefore to take the following into account in relation to the presentation of performance scenarios by means of the Templates A and B of Part 2 of Annex V of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/6531:

- In view of the potential risk that the performance scenarios may provide retail investors with inappropriate expectations about the possible returns they may receive, it is recommended to include a statement in the KID warning the retail investor of the limitations of the figures shown.

alle serie storiche dei rendimenti passati. Il risultato ottenuto attraverso l'applicazione di questa metodologia rappresenterebbe il guadagno o la perdita che si otterrebbe se, e solo se, le condizioni passate si dovessero ripetere in futuro.

Con specifico riguardo ai derivati OTC, inoltre, occorre evidenziare che, anche nell'ambito del KID, l'informativa da rendere agli investitori, inclusi gli "scenari di *performance*", viene predisposta in relazione ad un "tipo" di prodotto e non alla specifica operazione<sup>46</sup>. Anche in questo caso quindi gli scenari hanno ben poco da indicare in merito alla misurazione dei rischi in concreto dello strumento.

Tornando agli "scenari probabilistici", richiamati appunto dalla Corte in funzione della misurazione dei rischi assunti dal cliente, in secondo luogo essi dovrebbero – proprio in vista del raggiungimento di tale obiettivo - contenere delle previsioni attendibili circa l'andamento delle variabili sottostanti il derivato effettivamente concluso.

Come appena esposto, a tale scopo non rispondono né gli "scenari di rendimento", che riproducono mere "proiezioni" di possibili risultati fondate sui dati esistenti al momento del calcolo e che, in quanto basati su metodologie di calcolo *risk free*, presentano uno scarso valore previsionale rispetto alla effettiva probabilità che le variabili del derivato abbiano un determinato andamento nel tempo, né gli "scenari di *performance*", che valgono come "simulazioni" basate sui dati del passato, ma non sono sufficienti come "previsioni" attendibili per il futuro. Nonostante la suggestione generata della relativa denominazione, quindi, essi non possono valere quali strumenti

---

• *For the purpose of consistency, it is recommended that the following approach is taken, or a similar approach where adjustments to the proposed wording are necessary to reflect specific features of the PRIIP:*

*o To add under the heading of "Performance scenarios" within the section "What are the risks and what could I get in return", an additional warning that:*

*Market developments in the future cannot be accurately predicted. The scenarios shown are only an indication of some of the possible outcomes based on recent returns. Actual returns could be lower».*

<sup>46</sup> Esa's, *Questions and answers (Q&A) on the PRIIPs Key Information Document (KID)*, 4 aprile 2019, 27: «*The content of the KID, including the performance scenarios and the cost information, should be based on market data that are representative for the market conditions applicable as long as the OTC derivative contract is made available to retail investors. This means that the KID should not be based on purely hypothetical data nor that it has to contain specific contractual data. In turn, this means that it could be acceptable, to draw up a single KID for a class or group of OTC derivatives that share the same relevant product characteristics, including those outlined in the first paragraph. Equally, a separate KID can be drawn up for each OTC derivative contract reflecting the bespoke offer to the retail investor*».

attendibili di previsione probabilistica circa l'andamento futuro delle variabili del mercato sottostanti lo strumento derivato.

A questo proposito, peraltro, non è mancato in dottrina chi ha sostenuto che non esiste alcuna metodologia scientificamente condivisa che consenta di “imbrigliare” l’alea del mercato in corrette risponderie numeriche, alle quali si possa riconoscere, matematicamente, un’affidabile e oggettiva valenza di scenario di probabilità<sup>47</sup>.

4. In definitiva, si può serenamente affermare che l’informativa sugli “scenari” è da sempre estranea al contenuto del singolo contratto/strumento concluso di volta in volta tra intermediario e cliente. Ammettendo pure che proprio a tali scenari si riferisca la Corte quando richiama gli “scenari probabilistici”, in una sorta di *flash-forward* normativo, tale informativa non avrebbe quindi potuto all’epoca dei fatti esaminati dalla stessa, né potrà in futuri giudizi, assurgere ad elemento essenziale del contratto<sup>48</sup>, non foss’altro poiché detta informativa - ad oggi - riguarda simulazioni di *performance* o di rendimenti di fattispecie “tipo”, senza alcun reale valore previsionale in merito alla singola operazione conclusa dal cliente.

Ciò detto, occorre tuttavia ancora chiedersi se un ipotetico obbligo informativo, avente ad oggetto - altrettanto ipotetici - “scenari probabilistici” idonei a fornire al cliente previsioni attendibili sull’andamento futuro delle variabili sottostanti il derivato, abbia effettivamente – o, per meglio dire, in ottica *de iure condendo*, possa avere – rilevanza ai fini dell’integrazione della causa di un contratto IRS, come assunto dalla Corte. In altri termini, alla luce della disciplina sin qui esposta, gli “scenari probabilistici” sono (sarebbero) davvero necessari ai fini dell’integrazione della causa del contratto derivato IRS?<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> MARCELLI, *Mercati finanziari: il Regolamento PRIIPs, gli scenari di probabilità e di performance*, 13 settembre 2018, in [www.altalex.com](http://www.altalex.com); in questo senso anche DANUSSO, op. cit., 13.

<sup>48</sup> Per i riferimenti in merito all’irrelevanza dell’informativa sugli scenari probabilistici come un “elemento cruciale” o ineliminabile della prestazione del Servizio, si veda LA MALFA, op. cit., 6.

<sup>49</sup> Al riguardo, si evidenzia che, con le sentenze Cass. Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, la Suprema Corte aveva già statuito l’inapplicabilità della sanzione della nullità ai casi di violazione di obblighi informativi precontrattuali da parte degli intermediari nella prestazione dei Servizi di investimento alla clientela. In particolare, la Corte nelle citate sentenze aveva statuito che la violazione di una norma imperativa determina la nullità solo se l’obbligo di comportamento violato dall’intermediario incide sulla struttura e gli elementi essenziali del contratto, mentre genera responsabilità precontrattuale (obbligo di risarcire il danno) se la violazione attiene alla fase precontrattuale e la risoluzione, unitamente al risarcimento del

Al fine di fornire una risposta a tale quesito, è necessaria un'esatta ricostruzione degli elementi essenziali del contratto. La ricostruzione nello specifico operata dalla Corte con la sentenza in commento, partendo dalla qualificazione dell'IRS come scommessa razionale, proprio per la vacuità che la caratterizza, appare infatti più un espediente, volto a "riconvertire" il contenuto di un mero obbligo informativo come "elemento essenziale" della fattispecie, con lo scopo di inferire direttamente dalla sua mancanza la nullità del contratto. Essa come si è detto, e come si dirà oltre nel testo, tuttavia non convince.

A tal riguardo, se si considera che lo schema tipico dell'IRS disciplinato dal TUF consiste in un accordo tra le parti rispetto allo scambio di obbligazioni future, determinate sulla base di un diverso tasso di interesse, emerge chiaramente come detto accordo abbia ad oggetto necessariamente ed esclusivamente le date (*effective date*, la data di inizio, *maturity date*, la data di scadenza, *payment date*, la data in cui sono scambiati i flussi di interessi) e i valori delle variabili fondamentali (ossia il *notional amount* e gli *interest rates*).

I dati previsionali sull'andamento futuro di tali variabili (i.e.: la misura dell'"alea"), ammesso – si ribadisce - che una loro determinazione attendibile sia possibile, non rientrano nello schema negoziale e sono pertanto estranei al suo contenuto. Come è stato autorevolmente sostenuto in dottrina, infatti, il rischio di variazione dei tassi di interesse fa parte dell'alea normale del contratto IRS, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale<sup>50</sup>.

Non è questa la sede per affrontare un esame di tutti gli schemi negoziali in cui i derivati OTC tipizzati nel TUF possono estrinsecarsi, ma a parere della scrivente, le considerazioni fin qui svolte possono valere in generale per tutti i derivati OTC (*interest rate collar*, *commodity swap*, *credit default swap*, ecc.) e spiegherebbero in definitiva il perché, con riferimento a tali categorie di contratti, gli scenari (come anche il *mark to market* e i costi) siano sempre stati considerati nella legislazione speciale e nella relativa interpretazione

---

danno, se invece esso attiene alla fase contrattuale. *Contra*: Corte d'Appello Milano, 18 settembre 2013, n. 3458, dove si legge: «Questa Corte considera imprescindibile, ai fini del decidere, evitare di assumere aprioristicamente che questi elementi debbano costituire oggetto di una semplice informazione intendendo, invece, verificare se non costituiscano elementi essenziali del contratto».

<sup>50</sup> CAPUTO NASSETTI *Profili Civilistici*, cit., 55

ufficiali elementi rilevanti ai meri fini informativi: essi sono estranei al contenuto degli stessi.

Qualche ulteriore considerazione merita invece il concetto di causa nei contratti derivati OTC<sup>51</sup>. Riprendendo la definizione della causa come “*funzione economico-individuale*” del contratto<sup>52</sup>, la possibile declaratoria di

---

<sup>51</sup> Per il superamento del concetto stesso di causa nell’ambito dei contratti del mercato finanziario, cfr. PONTIROLI, op. cit., 260. In nome del primato dell’ordinamento comunitario sul diritto degli Stati Membri e in vista di un’effettiva armonizzazione, l’autore sembrerebbe propendere, nell’ambito del diritto dei mercati finanziari, per il superamento del concetto di causa che non tutti gli ordinamenti degli stati membri richiedono: «finché persistano importanti divergenze tra il diritto dei contratti vigente negli stati membri dell’Unione Europea, infatti, l’auspicato riconoscimento [N.d.R.: della piena tutela di diritto privato degli investitori] rischierebbe di produrre ulteriori disarmonie che opererebbero come fattori frenanti lo sviluppo del mercato interno, qualora essa trovasse il suo strumento d’elezione in un elemento, la causa, che non tutti gli ordinamenti richiedono. Non sembra un caso che tutti i progetti accademici d’armonizzazione ..non facciano posto alla causa quale requisito essenziale [...]. Tale atteggiamento, per quante critiche possa attirare, è verosimilmente giustificato dall’intento d’offrire agli operatori un corpus di regole che superi le particolarità caratterizzanti le diverse tradizioni europee onde facilitare lo sviluppo del mercato interno: l’obiettivo, alquanto controverso, appare ancora lontano, ma non sembra dubbio che l’orientamento di quei giuristi italiani che caldeggiavano un severo controllo della meritevolezza di contratto di corrente impiego nel mercato finanziario .... si muova in direzione contraria all’obiettivo di crescente armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari e ne comprometta l’integrazione».

<sup>52</sup> Per maggiori dettagli sulla definizione del concetto di causa si veda *infra* la nota n. 16; per la teoria della cd. “causa in concreto”, si veda *infra* la nota n. 8; per la causa in senso astratto, si veda *infra* la nota n. 7, e ivi ulteriori rif. a CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici*, cit., 53, dove si legge: «...descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione dal punto di vista unitario. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragione d’essere». Tale ultima impostazione, tuttavia, ha il limite di far coincidere la causa del contratto con il “tipo” legale. Sul punto cfr., GAZZONI, op. cit., 808 - 811: «Si deve recuperare l’impostazione soggettivistica, non già però con un mero ritorno all’identificazione tra causa e scopo soggettivo perseguito dai singoli contraenti ma piuttosto sottolineando come più che di funzione economico-sociale dovrebbe parlarsi di funzione economico – individuale, in tal modo ponendosi in luce che proprio l’identificazione tra causa e tipo ha portato a pretermettere l’analisi del concreto contesto economico in cui i privati agiscono. [...] La necessità di distinguere il tipo dalla causa è chiara se si considera che chi identifica la causa con la funzione economico -sociale, cioè con il tipo, deve negare che possa porsi un problema di liceità della causa in presenza di contratti tipici, perché non sarebbe possibile concepire un tipo legale... *contra legem*. [...] Tutti questi problemi nulla hanno a che vedere con la causa del contratto, che va ravvisata avuto riguardo ai concreti interessi che i privati intendono perseguire con la concreta operazione economica».

nullità dei derivati OTC per illiceità della stessa<sup>53</sup>, a ben vedere, con particolare riguardo ai contratti conclusi con i clienti “*retail*”, potrebbe derivare direttamente dall’identificazione del Servizio di Consulenza in materia di investimenti con la strutturazione dello strumento, operata in via interpretativa dalla Consob con la Comunicazione sugli illiquidi.

In applicazione di tale principio, come si è visto, il derivato può venire ad esistenza solo ed esclusivamente in quanto abbia superato positivamente il giudizio di adeguatezza rispetto al “profilo” del cliente. Viceversa, in caso di esito negativo del giudizio, all’intermediario è fatto divieto di negoziare con il cliente, ponendosi come controparte dell’operazione nel Servizio di Negoziazione per conto proprio<sup>54</sup>.

In altri termini, la conclusione di un derivato, che rispetto al “profilo” del cliente “*retail*” risulti non conforme, ovvero non sia congrua, rispetto alle sue conoscenze ed esperienze, al suo profilo di rischio, nonché alla sua situazione finanziaria, è vietata dalla legge proprio perché sarebbe irrazionale ed infondata.<sup>55</sup> Conseguentemente, un derivato che fosse *ab origine* inadeguato, qualora concluso, sarebbe nullo per illiceità della causa ex art. 1418, c.2 e 1343 del c.c.

Vero è che le norme di rango primario non sanciscono un obbligo di verifica dell’adeguatezza ogniqualvolta venga negoziato un derivato OTC tra un intermediario e un cliente *retail* e che le comunicazioni Consob (da cui

---

<sup>53</sup> Per la tesi della sussistenza di una causa lecita ma della possibile immeritevolezza degli interessi in concreto perseguiti dalle parti di un IRS cfr. DI RAIMO, op. cit., 319, dove - in merito alla qualificazione dei derivati come scommesse in forza del combinato disposto di cui all’art. 23 del TUF e 1933 c.c. sostenuta dalla Corte -, si legge: «...il titolo in astratto idoneo quale fonte di obbligazioni non manca. Manca invece, o è molto dubbia, una causa delle attribuzioni programmate che consenta, ancora in astratto, di reputarle giustificate. Discutibile dunque, per queste ragioni, l’argomento usato [N.d.R.: dalla Corte], l’approdo riconduce tuttavia ad uno snodo al quale comunque si arriverebbe: il derivato deve essere giustificato funzionalmente in concreto».

<sup>54</sup> Come si è già evidenziato, oltre alla consulenza in materia di investimenti (servizio introdotto nello schema negoziale da Consob), il Servizio di investimento che viene in rilievo nella conclusione di un contratto derivato OTC tra intermediario e cliente è il Servizio di Negoziazione per conto proprio, definito dall’art. 1, co. 5-ter del TUF come «l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta» con la clientela.

<sup>55</sup> IMBRUGLIA, *Primi appunti*, cit., 32, dove si legge: «La “preclusione insuperabile” determinata dalla normativa in materia di risparmio gestito rispetto alla valutazione dell’adeguatezza comporta, difatti, che quando quello strumento finanziario ha la funzione di scambiare un rischio non adeguato, lo swap rileva come contratto nullo per illiceità della causa (ax art. 1418, co. II, c.c.), determinata dalla sua contrarietà ad una norma imperativa (art. 1343) che materialmente impone la raccomandazione di strumenti finanziari adeguati». ID., *La nullità del Contratto*, cit., 184



appunto tale “equazione” promana) non contengono atti normativi, ma indicano ciò che è ritenuto “desiderabile”, “auspicabile” o “corretto” da un punto di vista interpretativo da parte dall’Autorità, è anche vero tuttavia che esse, per l’autorevolezza e l’affidabilità della fonte da cui promanano, di fatto generano un’uniformità nei comportamenti dei soggetti che sono sottoposti alla vigilanza della stessa e in quanto tali dovrebbero essere tenute in debito conto anche dalla giurisprudenza.

È sotto il profilo dell’adeguatezza quindi che oggi si potrebbe rinvenire il fondamento della liceità e razionalità in concreto (i.e: la causa) del derivato di volta in volta concluso tra intermediario e cliente “*retail*” e, reciprocamente, della sua nullità per mancanza di una causa lecita, in caso di inadeguatezza. L’adeguatezza conferisce all’operazione un crisma di fondatezza sul piano oggettivo e quindi di liceità sul piano dell’ordinamento. Tale valutazione spetta all’intermediario, nella sua qualità di operatore professionale, proprio in quanto la controparte dell’operazione è un soggetto che per definizione necessita della massima tutela e assistenza possibile.

Come è stato già evidenziato, infatti, nella logica della Comunicazione Consob sugli illiquidi, che riflette i principi fondamentali del diritto finanziario, la verifica di adeguatezza nella strutturazione del derivato OTC ha la sua ragion d’essere nella misura in cui la controparte dell’intermediario sia un cliente classificato come “*retail*”.

Viceversa, nel caso in cui la controparte del derivato sia un cliente professionale, non solo alcuni elementi della verifica potrebbero in linea teorica essere presunti<sup>56</sup>, ma viene meno la *ratio* che fonda l’estensione dell’obbligo di verifica dell’adeguatezza alla conclusione dei derivati OTC, ovvero la tutela del cliente più debole da parte dell’operatore professionale. Non solo, viene meno anche l’obbligo di fornire al cliente un’informativa dettagliata in merito al “funzionamento” di tali strumenti.

La giustificazione razionale di un derivato concluso tra intermediario e cliente “professionale”, controparte in linea di principio provvista di tutti gli strumenti per poter operare sul mercato in una posizione non di svantaggio rispetto a quella dell’intermediario, dovrà pertanto essere riguardata sotto il profilo del concreto atteggiarsi degli interessi dei contraenti nell’ambito della

---

<sup>56</sup> Si precisa che ai sensi dell’art. 54 del Regolamento Delegato (UE) 565/2017, quando la consulenza è prestata nei confronti di clienti “professionali”, di diritto o su richiesta, l’intermediario può presumere, rispettivamente, nel caso dei clienti “professionali” su richiesta, che tale cliente abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze in merito allo strumento e nel caso dei clienti “RETAIL” di diritto anche che sia finanziariamente in grado di sopportarne rischi.

specifica operazione economica che gli stessi hanno posto in essere. Il criterio di valutazione della causa del contratto anche in questo caso infatti consisterà in un giudizio sulla funzione che le parti hanno attribuito all'operazione, nel rispetto dei principi posti dall'ordinamento. Così, ad esempio, l'eventuale connotazione speculativa del derivato concluso tra intermediario e cliente "professionale" non implicherà di per sé un difetto di causa<sup>57</sup>, se tale effetto (i.e.: la mera speculazione finanziaria) rappresenti la giustificazione oggettiva dell'operazione posta in essere in concreto dalle parti<sup>58</sup>.

Così ricostruita la disciplina specifica relativa alla conclusione dei derivati OTC, appare ormai chiaro come le informazioni precontrattuali fornite al cliente in base alla disciplina vigente, inclusi gli scenari, abbiano la funzione di colmare un *gap* informativo connaturato alla diversa natura dei contraenti, operatore professionale da un lato, cliente "*retail*" dall'altro, e non abbiano l'attitudine (*rectius*: i requisiti) per rientrare nell'oggetto o nella causa del contratto. Esse fanno parte invece di un bagaglio di conoscenze da acquisire/valutare *ex ante*<sup>59</sup>. D'altro canto, come si è visto con specifico riferimento all'IRS, lo schema negoziale tipico di tale contratto non richiede che il contenuto dell'accordo investa tali elementi.

Diversamente opinando, si giungerebbe alla medesima errata conclusione della Corte, per cui - una volta che l'intermediario abbia fornito al cliente tutti quegli elementi che in ipotesi siano tali da rappresentare la "consistenza dell'alea" - il contratto concluso sarebbe per definizione strutturalmente valido<sup>60</sup>. Tale conclusione mostra tuttavia tutti i suoi limiti laddove si consideri che essa si fonda su un giudizio meramente formale, in assenza di qualunque prova che nella sostanza il cliente "*retail*" fosse, effettivamente, in

---

<sup>57</sup> Cfr. Corte d'appello, sez. I, 3 marzo 2016 n. 858: «Concludere contratti derivati sempre più speculativi non incide sulla liceità della causa, considerando che i derivati sono contratti riconosciuti dall'ordinamento come tipicamente aleatori e che l'investitore ben potrebbe, quale alternativa alla rinegoziazione, interrompere il rapporto e saldare il debito».

<sup>58</sup> Per l'individuazione delle finalità tipiche dei derivati, si veda Consob, in [www.consob.it/web/investor-education/i-derivati](http://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati). L'Autorità individua in particolare le seguenti tre finalità:

1) ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura o, anche, *hedging*);

2) assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa);

3) conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio).

Per gli elementi che consentono di valutare oggettivamente la finalità di copertura di un derivato si veda la Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26-2-1999.

<sup>59</sup> PAGNONI, op. cit., 1415.

<sup>60</sup> In questo senso anche SAAVEDRA SERVIDA, op. cit., 105.

grado di comprendere e sostenere i rischi di tale contratto o che lo stesso corrispondesse ai suoi reali obiettivi. Ciò come si è visto è in netto contrasto con i principi posti dalla legislazione speciale dei mercati finanziari.

La comminatoria di nullità derivante dalla mancanza nell'accordo dei suddetti elementi disposta dalla Corte genera inoltre, in applicazione del principio di proporzionalità, un evidente squilibrio con riguardo a quella che dovrebbe essere la risposta "rimediale" dell'ordinamento rispetto all'incidenza della violazione compiuta dall'intermediario, in quanto di fatto equipara l'inottemperanza ad un dovere informativo nella fase precontrattuale alla violazione di una norma imperativa che incide sulla struttura del contratto<sup>61</sup>. Nullità che peraltro la Corte indebitamente sancisce, senza alcuna distinzione, nei riguardi di tutti i contratti derivati IRS nei quali non sia stata fornita l'informativa sugli "scenari probabilistici", non solo quindi quelli conclusi con i clienti "retail", ma anche quelli conclusi con i clienti "professionali", rispetto ai quali, per le ragioni innanzi esposte, non sono previsti obblighi in tal senso dalla disciplina specifica di settore.

---

<sup>61</sup> Per le conseguenze previste dalle sentenze Cass. Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725 con riferimento alla violazione degli obblighi di comportamento rispettivamente nella fase precontrattuale e contrattuale da parte degli intermediari si rinvia *infra* alla nota 49.