



La violazione degli obblighi informativi e la discussa nullità del contratto di *interest rate swap*



Carolina Magli

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La violazione degli obblighi informativi e la nullità del contratto di *interest rate swap*. – 3. La nullità per mancanza o indeterminatezza dell'oggetto. – 4. La nullità per mancanza di accordo. – 5. La nullità per mancanza di causa in concreto. – 6. La violazione degli obblighi informativi: sulla sussistenza del difetto (non nello scambio ma) nelle modalità in cui è stato reso il servizio. – 7. Gli orientamenti successivi alle Sezioni Unite del 2020 e l'esigenza di contenere le conseguenze derivanti dalla pronuncia di nullità.

1. Premessa

Sono molteplici le questioni che si agitano intorno al contratto di *interest rate swap*¹, strumento finanziario attualmente assai diffuso e appartenente alla categoria dei contratti derivati².

¹ Con specifico riguardo al contratto di *interest rate swap*, v. *ex multis*, Inzitari, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, 597; AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, I, 112; MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, 648; MORI, *Swap – una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, 25 e 318; CAPUTO NASSETTI, *Profili legati degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. Comm. Int.*, 1992, 80; TONELLI, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione finanziaria*, in *BBTC*, 1993, I, 342; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999. ROSAPEPE, *"Interest rate swap" sul presunto contratto tra la Cassazione e la normativa eurounitaria e del TUF*, in *Giur. Comm.*, 2023, 157.

² Per uno sguardo d'insieme sulla categoria dei derivati, v. *inter alia*, ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016; DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2009, 15 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, 2 ed., Milano, 2010; INDOLFI, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, Padova, 2013; VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013; CAPUTO NASSETTI, *I*

Con riferimento al dibattito che si è sviluppato intorno a siffatta tipologia negoziale, qui si vuole concentrare l'analisi³ sulle conseguenze giuridiche applicabili qualora, in un contratto di *interest rate swap* con funzione di copertura⁴, l'intermediario non espliciti nel testo contrattuale una serie di elementi che permettano all'investitore stesso di misurare il rischio.

Nello specifico, si tratta di indagare la sorte che subisce il contratto di *interest rate swap* nelle ipotesi in cui l'intermediario, prima della conclusione dell'accordo, non comunichi al cliente la sussistenza di determinati elementi informativi, ed in particolare la presenza di eventuali costi impliciti, dei cc.dd. criteri probabilistici (ma la questione si pone soprattutto con riferimento all'informazione relativa al c.d. *mark to market* nonché alla sue modalità di calcolo), con la conseguenza che, di fatto, il cliente stesso si trova a concludere l'accordo senza essere stato effettivamente posto nelle condizioni di percepire la misura dell'alea⁵ che il predetto negozio porta con sé⁶.

Proprio al fine della predetta indagine, occorrerà quindi accertare, anche alla luce del recente intervento delle Sezioni Unite della Cassazione⁷, se la mancata informazione concernente le predette categorie economiche/finanziarie conduca alla nullità del negozio – ed in tal caso sarà necessario verificare quale sia la causa della predetta nullità – oppure se detta omissione comporti la violazione di una regola di comportamento che non incide sulla struttura e quindi sulla validità del contratto.

contratti derivati finanziari, 2 ed., Milano, 2011.

³ AFFERNI, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Soc.*, 2008, 755; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, I, 114.

⁴ App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *BBTC*, 2014, 287, con nota di CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *BBTC*, 2009, 652; MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 265. Sulla distinzione tra *swap* speculativi e di copertura è stata ribadita anche dalla CONSOB che con la comunicazione n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 ha individuato gli elementi che separano le due categorie.

⁵ Sull'aleatorietà del contratto di *interest rate swap*, v., *ex multis*, BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, 243; Id., *Il giuoco e la scommessa nella categoria dei contratti aleatori*, in *Riv. Trim. Dir. e Proc. civ.*, 2011, 665. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 173; CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, in *BBTC*, 1991, 792. A favore della natura commutativa del negozio in esame, v. *inter alia*, CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 74; GIOIA, *Il contratto di swap*, in *Giur. It.*, 1999, II; CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1987, 45.

⁶ Sulla questione della riducibilità o meno del contratto di *interest rate swap* alla scommessa, v. *inter alia*, Capriglione, *I "derivati" dei Comuni Italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *BBTC*, 2014, 271; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezioni di gioco*, in *BBTC*, 1995, 86.

⁷ Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, commentate da PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 123.

2. La violazione degli obblighi informativi e la discussa nullità del contratto di *interest rate swap*

Proprio con riferimento alla problematica posta qui all'attenzione, si sia andato delineando un primo orientamento secondo cui⁸, nel caso in cui l'intermediario non fornisca al cliente gli elementi informativi concernenti il *mark to market*⁹, i costi impliciti¹⁰ e gli scenari probabilistici¹¹, il contratto di *interest rate swap* debba ritenersi nullo¹².

Il rimedio della nullità – rispetto alla tutela risarcitoria ed a quella offerta dalla risoluzione – porta infatti con sé numerosi vantaggi. Esso non richiede la prova del nesso causale e del danno, consente effetti restitutori ed incide sulla sola operazione anomala (e nei limiti della sua anomalia); inoltre, valorizzando la responsabilità degli intermediari ai fini delle scelte economicamente razionali degli investitori, si spinge a sorvegliare ed in tal modo garantisce con la giustizia individuale l'efficienza globale¹³.

Tuttavia, con riguardo a questo primo indirizzo interpretativo emerge una certa confusione circa la riferibilità della rilevanza della mancanza degli elementi informativi (*in primis*, appunto, il *mark to market* e/o la sua modalità di calcolo, ma la questione concerne anche la mancata indicazione dei costi impliciti e degli scenari probabilistici)¹⁴ finalizzati a rendere consapevole l'investitore con riguardo al grado di rischio assunto.

⁸ App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, 4, cit. In senso conforme, App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Contr.*, 2019, con nota di OREFICE, *Il mark to market quale oggetto del contratto di interest rate swap*.

⁹ Il *mark to market* indica solamente il valore del derivato ad una certa data (o meglio, il costo che una delle parti dovrebbe sostenere se volesse risolvere anticipatamente il contratto). Sul punto, v. tra i tanti, ANOLLI-PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 206.

¹⁰ I costi impliciti rappresentano il valore negativo per il cliente di un contratto derivato al momento del suo perfezionamento. In argomento, v. *ex multis*, PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, cit., 221.

¹¹ Il riferimento delle recenti Sezioni Unite (Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, cit.) agli scenari probabilistici come strumento per misurare qualitativamente e quantitativamente l'alea, capace di rendere l'investitore consapevole di ogni aleatorietà del rapporto, non pare convincente. La stessa nozione di scenario probabilistico risulta controversa, vista e considerata la mancanza nel nostro stesso ordinamento giuridico di specifiche disposizioni dirette a specificarne la finalità ed il contenuto (*contra*, Maffei, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2016, 1088).

¹² Sulla nullità, v. *ex multis*, MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1096.

¹³ GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2009, 23.

¹⁴ Per quanto concerne gli scenari probabilistici, v. tra i tanti, DANUSSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, in *www.dirittobancario.it*.

Infatti, se alcune decisioni hanno ritenuto, nell'ipotesi in cui nel contratto non vengano esplicitati detti elementi, il negozio di *interest rate swap* nullo per mancanza o indeterminatezza¹⁵ dell'oggetto¹⁶, altre hanno fatto ricorso al rimedio della nullità per mancanza del consenso, mentre l'indirizzo interpretativo¹⁷ maggioritario affermatosi in seno alla giurisprudenza di merito ha sostenuto che, nel caso di specie, il contratto di *interest rate swap* debba ritenersi nullo per mancanza di causa in concreto¹⁸.

Anche una recente pronuncia delle Sezioni Unite non chiarisce la questione¹⁹. Infatti, le Sezioni Unite del 2020 se in alcuni passaggi sembrano riferire l'invalidità del negozio alla mancanza di causa in concreto, in altre parti della sentenza, i giudici di legittimità, ponendosi in linea con la decisione della Cassazione del 29 settembre 2005 (che indentificava come elemento essenziale del contratto non già il mero accordo delle parti, bensì il loro accordo informato), affermano che la misurabilità e la determinazione dell'oggetto contrattuale viene ritenuta funzionale a rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto²⁰.

Ecco dunque che, in questa sede, al fine di indagare se la mancata informazione in merito alle categorie economico/finanziarie di cui si tratta possa incidere sulla validità dell'atto, occorre ripercorrere gli orientamenti che si sono formati sul punto e verificare, dapprima se la predetta omissione possa comportare la nullità dell'intero contratto per

¹⁵ Trib. Milano, 16 giugno 2015, in *BBTC*, 2016, 177; Trib. Milano, 7 luglio 2016, n. 8463, in *www.ilcaso.it*. TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*; Trib. Milano, 13 settembre 2016, in *BBTC*, 2016, 431, con nota di CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark-to-market: la babele continua*.

¹⁶ V. *ex multis*, Trib. Milano, 8 gennaio 2019, cit.; App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, cit.

¹⁷ Secondo un diverso orientamento la violazione degli obblighi informativi nei servizi di investimento comporta la nullità virtuale di cui all'art. 1418, comma 1 c.c. V., *ex multis*, ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003; Villa, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993; SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. It.*, 2005, 58; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari inadeguati al profilo del risparmiatore*, in *Corr. Giur.*, 2005, 1027.

¹⁸ V. *ex multis*, Trib. Bari, 7 gennaio 2019, n. 46, in *Redazione Giuffrè*, 2019; Trib. Bologna, 29 novembre 2009, in *Redazione Giuffrè*, 2009; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *BBTC*, 2016, 177; Trib. Bari, 15 luglio 2010 e Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *NGCC*, 2013, 139.

Sulla nozione di causa in concreto del contratto v. tra i tanti ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2013, 978; FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1963, 370; Id., *Motivi, presupposizione e l'idea di meritevolezza*, in *Europa dir. Priv.*, 2009, 334.

¹⁹ Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, cit. Anche la giurisprudenza di merito successiva spesso fa confusione su dove debba ricadere, nell'ipotesi di specie, la predetta nullità. Sul punto, v. Trib. Frosinone, 28 febbraio 2023, n. 248, in *De Jure*; Trib. Parma, 2 maggio 2022, in *Redazione Giuffrè*, 2022; App. Torino, 7 aprile 2022, n. 391, in *Redazione Giuffrè*, 2022; App. Venezia, 23 dicembre 2021, n. 3113, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

²⁰ Sul punto, v. PAGLIANTINI, *Dopo le S. U. 8770/2020*, cit.; ANOLLI, PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, cit., 216.

la mancanza o l'interminabilità dell'oggetto, oppure, se possa incidere sul consenso, oppure ancora, se si concretizzi in una ipotesi di nullità per mancanza di causa in concreto.

3. La nullità per mancanza o indeterminatezza dell'oggetto

Nell'ambito dell'indirizzo interpretativo che ha affermato la nullità del contratto di *interest rate swap* per la mancanza nel contratto di alcuni elementi informativi, un primo orientamento²¹ ha ritenuto appunto che la mancata indicazione del *mark to market* determini la nullità assoluta dell'intero contratto per mancanza o indeterminatezza dell'oggetto ex art. 1418 c.c.²².

Secondo il predetto indirizzo interpretativo, il *mark to market*, oltre a permettere la determinabilità del montante tempo per tempo dovuto dal cliente in caso di cessazione anticipata del contratto rispetto alla scadenza, è ulteriormente da considerarsi, in corso di rapporto, rappresentativo del valore degli scambi previsti tra le parti di flussi finanziari, questi ultimi oggetto stesso del contratto derivato²³.

Si afferma in particolare che, per definizione, il *mark to market* non può essere pattuito in modo determinato, trattandosi di valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente; affinché si possa ritenere il *mark to market* determinabile è necessario che venga 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. Ciò è doveroso in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente diversi tra loro. Pertanto, sempre secondo l'indirizzo richiamato, se ai fini della determinazione del *mark to market* si prendessero in considerazioni le sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza indicare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato²⁴.

²¹ Trib. Milano, 8 gennaio 2019, n. 63, cit.; App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, cit.; Trib. Milano, 9 marzo 2018, in *NGCC*, 2018, 1381.

²² Trib. Milano, 9 marzo 2016, cit.; Servida, *Interest rate swap, mark to market e determinazione dell'oggetto del contratto*, in *www.dirittobancario.it.*, 2016; App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, cit.

²³ Con riferimento alla nullità del contratto per mancanza di oggetto, in giurisprudenza, v. Trib. Matera, 27 ottobre 2021, n. 733, in *Redazione Giuffrè*, 2021; App. Brescia, 7 febbraio 2019, n. 243, in *Redazione Giuffrè*, 2019.

²⁴ In mancanza di esplicitazione del criterio di calcolo del *mark to market*, il valore attribuito alla banca risulta sostanzialmente non verificabile e, quindi, rimesso alla rilevazione arbitraria di

In conclusione, sempre secondo l'indirizzo interpretativo citato, dovendo l'oggetto del contratto e, quindi, tutte le sue componenti, essere determinate o quanto meno determinabili, pena la nullità del contratto medesimo, sarà necessario che nel regolamento contrattuale venga indicato il metodo di calcolo di tale valore in mancanza del quale la quantificazione del *mark to market* si risolve in una determinazione di una delle parti non verificabile dall'altra e quindi non determinabile, con la conseguente nullità dell'intero contratto ex art. 1418 c.c.²⁵.

Secondo l'orientamento citato, la circostanza per cui la mancata indicazione del *mark to market* incide sull'oggetto del contratto trova poi conferma indiretta nel testo legislativo, là ove si stabilisce che le società debbano, nella nota integrativa di bilancio, indicare il *fair value* del contratto derivato (art. 2427-bis c.c.),²⁶ ossia il valore in sé del contratto (e quindi il *mark to market*); tale disposizione conferma come il *mark to market* stesso, lungi dal configurarsi solo come elemento eventuale del contratto, sia piuttosto una componente necessaria del suo oggetto, tanto da dover essere esplicitata in sede di bilancio.

Tuttavia, l'indirizzo di cui si è dato conto non sembra condivisibile. Infatti, indipendentemente dal significato che si voglia attribuire al termine "oggetto", occorre fin da subito precisare come il *mark to market* (così come anche i costi impliciti che rappresentano il corrispettivo per una pluralità di costi e rischi che incombono sulla banca nonché

una delle parti del contratto. Trib. Milano, 8 gennaio 2019, cit.

²⁵ Secondo il suddetto indirizzo interpretativo – che attribuisce al contratto di *interest rate swap* una natura aleatoria – il rischio finanziario sotteso al negozio in esame deve essere tecnicamente misurabile, sulla base di criteri e modelli che il regolamento contrattuale, ovvero la disciplina applicabile, richiami testualmente.

Conseguentemente, la trasparenza del rischio impone che l'accordo abbia ad oggetto a pena di nullità (art. 1325 n. 1, c.c.) il valore finanziario (*mark to market*) ed il differenziale di probabilità, nonché i criteri ed il modello utilizzati per calcolarli. Il valore finanziario al momento della conclusione deve essere espresso da un numero che rappresenta la sintesi della distribuzione delle probabilità e pertanto il *mark to market* – che costituisce il valore probabilistico che *ex ante* si assegna al differenziale a scadenza del derivato, calcolato sulla base di determinati criteri – rappresenta un elemento essenziale del contratto, configurandosi come il suo oggetto.

²⁶ In senso contrario, v. Trib. Milano, 9 ottobre 2020, in *De Jure*, ove si afferma che "ammesso di ritenere per ipotesi che *mark to market* corrisponda al *fair value* – che deve essere integrato nella nota integrativa al bilancio per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati – in ogni caso da tale norma non potrebbe dedursi che l'indicazione del medesimo sia obbligatoria nel contratto poiché altrimenti al comma 3, laddove viene disciplinata la determinazione del *fair value*, il Legislatore avrebbe dovuto indicare al primo posto proprio il metodo di stima pattuito nel contratto dalle parti e solo in mancanza dettare i criteri. Invece il Legislatore disciplina il criterio di determinazione del *fair value* indistintamente per tutte le ipotesi, sia che sia stato pattuito un metodo di stima nel contratto derivato sia nell'ipotesi in cui manchi". Analogamente, con riferimento all'art. 203, comma 2 TUF, ammesso che il *mark to market* corrisponda al costo di sostituzione previsto da tale norma, si esclude che l'indicazione di tale costo sia obbligatoria nel contratto di *interest rate swap*, fermo restando che, anche in tal caso, il Legislatore non prevede alcuna formula matematica.

gli scenari probabilistici che prevedono i valori dei contratti derivati in una data futura) non possa essere considerato l'“oggetto” stesso del contratto di *interest rate swap*.

Il *mark to market* attiene infatti al valore dello *swap* e quindi alla c.d. economicità del contratto e non risulta determinante ai fini della valutazione della sussistenza dell'oggetto del negozio in esame che è rappresentato dai flussi finanziari che le parti si obbligano a scambiarsi ad ogni scadenza²⁷.

A conferma di come il *mark to market* non possa essere considerato l'oggetto del contratto²⁸ occorre altresì considerare che detto valore diviene operante solamente nel caso in cui si proceda ad una chiusura anticipata del rapporto e pertanto rappresenta un elemento contrattuale solamente eventuale e non necessario, non assumendo alcuna rilevanza nella fase genetica del rapporto medesimo²⁹.

Proprio per tali ragioni il *mark to market* non può essere considerato come requisito essenziale del negozio, né rappresenta la cosa o il bene, né la prestazione dedotta in contratto, con la conseguenza che la nullità per indeterminatezza della sua pattuizione non si riflette sull'intero negozio.

In altri termini ancora, anche in mancanza dell'indicazione del *mark to market*, il contratto contiene le indicazioni sufficienti a rendere determinato o determinabile l'accordo contrattuale³⁰ ed il nucleo essenziale del rapporto contrattuale è direttamente sta-

²⁷ Coll. Arbitrale Bologna, 10 febbraio 2017, Arbitri Bontempi, Ghirelli, Tarabusi, in *www.ilcaso.it*; Conformi Coll. Arbitrale Milano, 23 settembre 2015, Arbitri Iudica, Carbonetti, Guzzetti.

²⁸ Trib. Bologna, 15 dicembre 2020, in *De Jure*, ove si afferma che la specificazione del *mark to market* iniziale non è di alcuna utilità, atteso che fotograferebbe una situazione contingente alla data della stipula che non assume alcuna rilevanza visto che il contratto non si chiude alla data della stipulazione.

²⁹ Sul punto, AMARI, *Le ipotesi di nullità del contratto di swap analizzate dai Giudici di legittimità e di merito*, in *www.dirittobancario.it.*, 2016, 1; TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, cit., 229.

³⁰ Le formule utilizzate dalla giurisprudenza per individuare i requisiti minimi che soddisfano le esigenze di determinabilità sono ambigue. Le Corti affermano che la determinatezza e determinabilità del contratto non vanno intese in maniera rigorosa, “dovendosi ritenere sufficientemente identificato tale oggetto, quando sia indicato nei suoi elementi essenziali”. Cass., 19 agosto 1971, n. 2561, in *Rep. Giust. Civ.*, 1971, *Obbligazioni e contratti*, nn. 320 e 321. Secondo cui la disposizione dell'art. 1346 c.c. che prescrive la determinatezza o determinabilità dell'oggetto “non va intesa in senso assoluto, dovendosi ritenere sufficientemente identificato l'oggetto del contratto quando sia indicato nei suoi elementi essenziali, mentre non è richiesta una precisa indicazione di tutti i particolari”; pertanto, il requisito della determinatezza assume carattere più o meno rigoroso in relazione alla natura e al contenuto del negozio (Cass., 29 febbraio 2008, n. 5513, in *Giust. Civ. Mass.*, 2008). Sulla determinatezza, v. PANUCCIO, *Obbligazioni generiche e scelta del creditore*, Milano, 1972, 28 ove si afferma che non sussiste un netto confine tra determinatezza e determinabilità, “esiste piuttosto un graduale processo di determinazione, per cui l'oggetto già inizialmente determinato per qualche profilo si viene via via determinando per tutti gli altri profili occorrenti alla realizzazione concreta del credito”. In argomento, v. MESSINETTI, *Le strutture formali della garanzia mobiliare*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1991, 799; Bianca, *Diritto civile*, cit. 327, ove si afferma che “il requisito della determinatezza o determinabilità dell'oggetto esprime una elementare esigenza di concretezza

bilito dalle parti a prescindere dalla circostanza per cui sia stato indicato o meno il *mark to market*³¹.

Pertanto, il *mark to market*³² medesimo non rappresenta un costo necessariamente pagato dal cliente³³, ma un valore, la cui stima coinvolge diversi aspetti previsionali³⁴, che viene dato in un determinato momento della vita del contratto derivato e, pertanto, di per sé non comporta alcuna conseguenza giuridica sulla posizione delle parti, non traducendosi né in una perdita economica, né in un obbligo di pagamento³⁵.

D'altra parte, affermare che il *mark to market* rappresenta un elemento essenziale³⁶ del contratto derivato³⁷ sarebbe come ritenere che nei contratti di compravendita immo-

dell'atto contrattuale e cioè l'esigenza che le parti sappiano fondamentalmente quale è l'impegno che assumono" (Sacco, in Sacco, De Nova, *Il contratto*, cit., 117; GIORDANO MONDELLO, *Il testamento per relationem*, Milano, 1965, 83).

³¹ Sulla determinabilità dell'oggetto, in giurisprudenza, v. Cass., 19 novembre 2020, n. 26351, in *Guida al dir.*, 2020, 86.

³² Ne consegue che l'indicazione del *mark to market* non è quindi in grado di stimare l'attendibilità del costo ed i ricavi dello strumento derivato al momento della stipula del contratto non essendo possibile attribuire ad un elemento matematico di utilità trascurabile il rilievo dalla presenza della causa del contratto (nello stesso senso, DOLMETTA, *Bocciati i derivati con troppe tutele a favore della banca*, in *Norme e tributi de il Sole 24 Ore*, 4 aprile 2016, 25; Coll. Arbitrale Milano, 10 febbraio 2015, Arbitri Nuzzo, Picozzi, Rimini, in *Giur. Comm.*, 2016, 285, con nota di AMARI, *Le ipotesi di nullità del contratto di swap analizzate dai Giudici di legittimità e di merito*, in *www.dirittobancario.it*, 2016, 1; Coll. Arbitrale Bologna, 10 febbraio 2017, Arbitri Bontempi, Ghirellani, Tarabusi, in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino, 12 aprile 2017, *www.iusletter.it*, con nota di ZILLI; Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 748).

³³ Trib. Milano, 19 marzo 2021, cit.

³⁴ Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in *www.dirittobancario.it*.

³⁵ Ciò perché, appunto, il *mark to market* indica una proiezione in termini di attualizzazione e non un valore reale, CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark to market: la babele continua*, cit., 449. In senso contrario, CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati*, in *BBTC*, 2016, 190.

³⁶ Se dunque il *mark to market* è un parametro idoneo ad individuare il valore del contratto in un dato momento storico, ciò non significa che detto valore possa non incidere nel giudizio causale; qualora un contratto sia senza valore per una parte esso sarà privo di causa (e pertanto nullo) non già perché il valore non è stato espresso, ma perché una delle parti non consegue nulla dal contratto (CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamento*, cit., 433; Fornasari, *Alea e scambio: il caso dei contratti derivati*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2021, 81).

³⁷ Critica detta soluzione anche FORNASARI, *Causa, meritevolezza e razionalità del contratto*, Padova, 2022, 142; ID., *Alea e scambio: il caso dei contratti derivati*, cit., 82, il quale osserva come risulti contraddittorio affermare che la causa è assente se il *mark to market* non è espresso, mentre essa è presente qualora quel medesimo valore sia dichiarato. "Infatti, la causa del contratto non può dipendere dalla comunicazione del valore". Senza contare che, "contrariamente a quanto sembra suggerire tale approccio, il derivato può essere privo di causa ed immeritevole di tutela anche qualora il *mark to market* sia espresso. Tale orientamento, infatti, esaurisce il giudizio causale nel controllo circa l'espressione del *mark to market* e non fornisce criteri al fine di espletare tale valutazione in relazione ad ulteriori parametri".

biliari il venditore sia obbligato a pena di nullità ad indicare il valore di mercato dell'immobile compravenduto (o meglio, la formula matematica diretta ad individuare il valore in un tempo determinato) e che le compagnie assicurative debbano indicare (sempre a pena di nullità del contratto) il valore di mercato della polizza (o più precisamente la formula matematica diretta ad individuare il valore) rispetto al premio pagato³⁸.

4. La nullità per mancanza di accordo

Secondo un diverso orientamento, l'eventuale determinazione unilaterale del *mark to market* da parte dell'intermediario ovvero il generico richiamo a non ben definiti usi per la stima del suo valore nonché la mancata indicazione dei costi impliciti e degli scenari probabilistici comportano l'invalidità del contratto di *interest rate swap* per mancanza di accordo ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 1325, n. 1 e 1418, comma 2 c.c.³⁹.

In base al predetto indirizzo interpretativo⁴⁰ la mancata osservanza da parte dell'intermediario dei doveri di correttezza e degli obblighi di informazione preclude al cliente di esprimere un consenso libero e consapevole e quindi pregiudica la formazione dell'accordo delle parti determinando la nullità del contratto medesimo⁴¹.

In forza della suddetta linea interpretativa⁴², la disinformazione comporta la mancanza del consenso e rende la volontà di quel contratto del tutto non autentica.

In detta ipotesi, infatti, l'accordo non scaturirebbe dall'effettivo e consapevole incontro di due volontà libere, quanto piuttosto dall'imposizione di condizioni di una parte nei confronti dell'altra.

Conseguentemente, secondo l'orientamento in esame, ai fini della formazione dell'accordo sull'oggetto del contratto di *interest rate swap*, sarebbe necessario esplicitare i costi impliciti, gli scenari probabilistici nonché individuare i passaggi matematici e finanziari che si sono resi necessari per il calcolo del *mark to market*⁴³.

³⁸ DANUSSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le azioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, cit.

³⁹ SCHLESINGER, *Complessità del procedimento di formazione del consenso ed unità del negozio contrattuale*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1964, 1359.

⁴⁰ MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1111.

⁴¹ In senso contrario v. già la Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, cit. In argomento, v. Gentili, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 37.

⁴² Sostenuta anche da MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di MAFFEIS, Milano, 2014, 4.

⁴³ Trib. Bologna, 5 gennaio 2021, n. 10, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

Anche questa soluzione non convince. In primo luogo, sotto un profilo più generale, occorre constatare come, qualora manchi l'accordo, il negozio non risponderebbe più alla nozione di contratto e pertanto sarebbe non già nullo, ma inesistente⁴⁴.

Infatti, secondo una prospettiva rigorosamente volontaristica, la mancanza di accordo condurrebbe all'inesistenza, non già alla nullità che sarebbe inutilmente pronunciata per un negozio che non è nemmeno venuto ad esistenza⁴⁵; in mancanza di un fatto o un atto rispondente alla nozione di contratto, non sarebbe ravvisabile un atto di autonomia privata⁴⁶.

Non solo. Ma anche allontanandosi da una prospettiva volontaristica e limitandosi al testo normativo, si è osservato come, secondo il disposto di cui all'art. 1321 c.c., l'esistenza del contratto presuppone l'accordo e quindi si potrebbe dubitare della razionalità della legge, perché se manca l'accordo manca il contratto ed allora non avrebbe alcun senso comminare la nullità⁴⁷.

Senza contare che il *mark to market* rappresenta un valore che non dipende dalla volontà delle parti, con la conseguenza che non si può formare l'accordo su elementi che trascendono la volontà dei contraenti stessi.

Ciò premesso, sempre a conferma di come non sia accoglibile la tesi secondo cui la mancata informazione degli elementi informativi di cui si è detto comporti la nullità del contratto di *interest rate swap* per mancanza di consenso, occorre altresì constatare che l'accordo si deve formare sull'oggetto del contratto.

Quindi, se l'accordo si forma quando la volontà dei contraenti confluisce sull'oggetto del contratto⁴⁸, qualora manchi l'indicazione degli elementi informativi di cui si è dato conto (ed in particolare, la questione si pone sempre con riferimento al *mark to market*, ma le medesime considerazioni valgono anche con riguardo ai costi impliciti ed ai calcoli probabilistici), non può aversi nullità del contratto per mancanza di consenso, proprio perché – come precedentemente rilevato – detti elementi non rappresentano l'oggetto del contratto in esame.

In termini conclusivi, dunque, non è possibile sostenere che l'assenza dell'indicazione del *mark to market*, dei costi impliciti o degli scenari probabilistici comporti la

⁴⁴ La distinzione tra nullità ed inesistenza è ammessa dalla dottrina prevalente anche se non risulta chiaro individuare quali siano i requisiti affinché il contratto possa dirsi esistente (SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, cit., 242; BIANCA, *Diritto civile*, cit., 569).

⁴⁵ GENTILI, *Le invalidità*, in *I contratti in generale*, a cura di GABRIELLI, 2° ed., 2006, 1460.

⁴⁶ Sull'inesistenza, v. *inter alia*, Fedele, *La invalidità del negozio giuridico di diritto privato*, Torino, 1943, 27; SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, Napoli, 1950, 345; BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1955, 473.

⁴⁷ GENTILI, *Le invalidità*, cit., 1460.

⁴⁸ DI MAJO, *La nullità*, in *Il contratto in generale*, Tomo VII, Torino, 2002, 65, ove si afferma che "l'area occupata dalla nullità, sul terreno (della carenza) dell'accordo, si identifica con quelle ipotesi in cui è più che visibile che non si è verificata confluenza della volontà dei contraenti sull'oggetto del contratto".

nullità dell'intero contratto per mancanza di consenso perché detti elementi informativi non rappresentano l'oggetto⁴⁹ del contratto su cui deve confluire⁵⁰ la volontà delle parti⁵¹.

Con specifico riguardo al *mark to market*⁵², si può osservare come la sua indicazione non sia imposta espressamente dalla disciplina di legge quale elemento costitutivo dell'accordo, perché esso non esprime un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato del contratto, presentandosi pertanto quale elemento esterno alla struttura del contratto ed integrando, sostanzialmente, una valutazione previsionale sull'andamento dei tassi sottostanti l'operazione durante la vita del derivato⁵³.

Per quanto concerne invece i costi impliciti⁵⁴, si è contestato come non abbia senso parlare di accordo, visto che, con riferimento al predetto elemento informativo, l'accordo non manca mai perché di fatto i costi impliciti medesimi confluiscono nel prezzo complessivo dell'*interest rate swap*⁵⁵. D'altra parte, anche qualora si compri, per esempio, un titolo di Stato, dollari o yen, bond corporate, azioni quotate il prezzo comprende sempre i costi impliciti, seppure non sia obbligatorio esplicitarli ai fini della validità del contratto. Nella stessa prospettiva, dunque, anche con riguardo ad un *interest rate swap* o ad un altro derivato, la banca offre un prezzo (in questo caso un tasso fisso o un premio di un *cap* su tassi di interesse). Lo stesso identico contratto può essere offerto a clienti diversi a prezzi diversi (ad un cliente la banca potrebbe, per esempio, volere applicare un

⁴⁹ Sul punto, v. la Relazione tenuta da Gentili nel Convegno "La Corte di Cassazione in materia di *interest rate swap*", il 12 Febbraio 2021.

⁵⁰ GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit. 23, ove si afferma che, l'assenza di detti elementi possa condurre non già ad una mancanza, bensì ad un "inquinamento" del consenso.

⁵¹ DI MAJO, *La nullità*, in *Il contratto in generale*, cit., 62.

⁵² Quindi al massimo il *mark to market* può essere oggetto di informazione (sul punto, Relazione tenuta da Gentili, nel Convegno "La Corte di Cassazione in materia di *interest rate swap*", il 12 Febbraio 2021).

⁵³ Trib. Taranto, 10 marzo 2015, in *Redazione Giuffè*, 2015.

⁵⁴ Nel *paper* che ha introdotto il concetto nel dibattito finanziario italiano, gli scenari probabilistici rappresentano gli scenari di probabilità del controvalore finale del capitale investito; essi sono capaci di offrire una sintesi dei possibili esiti dell'investimento al netto dei costi applicati e permettono di apprezzare meglio il rischio di *performance* del prodotto, "inteso come capacità di quest'ultimo di creare valore aggiunto per l'investitore con probabilità più o meno elevate" (CONSOB, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti non equity*, in *Quaderni di Finanza*, n. 63, Aprile 2009, 14). Le indicazioni del *paper* sono parzialmente riprese nella Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di prodotti finanziari illiquidi distribuiti agli investitori *retail*, ove si legge che "per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, 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 del rischio)" (n. 15).

⁵⁵ Con la conseguenza che non c'è la necessità di trovare un accordo su una parte già ricompresa nell'intero sul quale c'è accordo (Relazione tenuta da Gentili, nel Convegno "La Corte di Cassazione in materia di *interest rate swap*", cit.).

trattamento di favore; nei confronti di un altro potrebbe percepire, invece, un rischio di credito/sostituzione molto elevato).

L'unica differenza tra un *interest rate swap* e la vendita di titoli, azioni, dollari è che nell'*interest rate swap* il compenso della banca è spalmato sulla durata del contratto mentre negli altri casi è incluso nel prezzo *una tantum*.

La mancata indicazione del costo implicito (e quindi la mancata esplicitazione del valore negativo iniziale per il cliente) non comporterebbe in nessun caso la nullità del contratto ma, tutt'al più, l'obbligo per la banca di restituire tale valore, sempre che non si ritenga che lo stesso debba comunque essere liquidato dal giudice, ai sensi dell'art. 1709 c.c. quale compenso spettante alla banca per il servizio fornito, in assenza di una sua esplicita determinazione⁵⁶.

Per quanto concerne gli scenari probabilistici, occorre osservare come anche la loro mancata indicazione non incida sugli elementi strutturali del contratto di *interest rate swap*, atteso che questi potrebbero assolvere eventualmente alla mera funzione di valutare l'adeguatezza dell'operazione rispetto al cliente.

Lo scenario probabilistico dovrebbe essere finalizzato a rendere maggiormente consapevole il cliente stesso del rischio assunto e potrebbe risultare altresì uno strumento di controllo *ex post* sul puntuale adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo precontrattuale di proporre un contratto adeguato alle esigenze dell'investitore.

I succitati obblighi informativi potrebbero eventualmente attenere alla convenienza del contratto o alla sua adeguatezza, ma non alla sua natura o al suo oggetto, con la conseguenza che gli stessi non risultano in alcun modo idonei ad interferire con la formazione della determinazione volitiva del paciscente⁵⁷.

Tuttavia, anche qualora si volesse aderire alla tesi secondo la quale la mancata indicazione del *mark to market*, dei costi impliciti o dei calcoli probabilistici comporti la nullità del contratto per mancanza di accordo e che quindi nella fase negoziale la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario abbia inquinato il consenso della controparte, non pare possibile sostenere che solamente per questa ragione manchi completamente il consenso. Appare improbabile che il consenso stesso possa mancare del tutto solamente perché non sono stati specificati la remunerazione dei costi e del margine di intermediazione, oppure non sia stata indicata la formula per calcolare la stima di valore di un contratto derivato ad una certa data, oppure ancora, non siano esplicitati i rendimenti attesi sulla base di non bene definiti calcoli probabilistici⁵⁸.

⁵⁶ Trib. Milano, 14 ottobre 2020, n. 6224, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

⁵⁷ PASSARO, *Intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi informativi: validità dei contratti e natura della responsabilità risarcitoria*, in NGCC, 2006, 902.

⁵⁸ GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 43, il quale sottolinea come la nullità del contratto per mancanza di accordo rischia di essere una ipotesi vuota.

5. La nullità per mancanza di causa in concreto

Secondo un diverso indirizzo interpretativo, l'omessa esplicitazione al cliente del valore del derivato, degli eventuali costi impliciti e degli scenari probabilistici⁵⁹, incidendo sulla misurabilità dell'alea, comporta la nullità del contratto di *interest rate swap* per mancanza di causa in concreto (art. 1418 comma 2 c.c.) e per la non meritevolezza, in concreto, degli interessi perseguiti, ai sensi dell'art. 1322, comma 2 c.c.⁶⁰.

In forza del predetto orientamento – secondo cui appunto il contratto di *interest rate swap* viene classificato come contratto aleatorio e ricondotto nell'ambito delle scommesse – la circostanza che, al momento della conclusione del contratto, l'investitore non conoscesse i predetti elementi informativi, comporta la radicale nullità del contratto di *interest rate swap* per mancanza di causa in concreto, perché esclude che l'investitore stesso abbia potuto concludere la scommessa conoscendo il grado di rischio assunto, laddove, per contro, l'intermediario aveva perfetta conoscenza del proprio rischio, avendolo misurato scientificamente e su di esso predisposto lo strumento finanziario⁶¹.

Le Sezioni Unite⁶² della Cassazione, sulla scia dell'indirizzo interpretativo accolto dalla Corte d'Appello di Milano del 18 settembre 2013⁶³, sembrano – in modo non sempre lineare – accogliere il predetto orientamento ed affermano che, nei contratti di *interest rate swap*, qualora l'intermediario non abbia posto l'investitore nella condizione di com-

⁵⁹ La questione si pone anche con riguardo ai criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso.

⁶⁰ App. Milano, 18 settembre 2018, in *BBTC*, 2014, 291, con nota di TUCCI, Interest rate swaps: “causa tipica” e “causa concreta”; in *Rass. Dir. Civ.*, 2014, 309, con nota di DI RAIMO, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in *Giur. Comm.*, 2014, 630, con nota di MILANESI, L'invalidità dei derivati over the counter. Causa tipica e razionalità dell'alea; in *Giur. It.*, 2014, 1881, con nota di Gigliotti, Obblighi informativi e misurabilità dell'alea tra comportamento di buona fede, oggetto e causa del contratto di Interest Rate Swap.

Conforme v. anche App. Bologna, 11 marzo 2014, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Corr. Giur.*, 2015, 44; Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

⁶¹ App. Milano, 18 settembre 2013, in *BBTC*, 2014, II, 278, con nota di Tucci; Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Contr.*, 2010, 1109; Trib. Bologna, 29 novembre 2018, cit.; Trib. Bologna, 3 luglio 2018, in *De Jure*.

⁶² PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, in *ilsole 24 ore.com*, il quale osserva come il principio di diritto enunciato dalla sentenza non è coerente con il quesito sottoposto alle Sezioni Unite; infatti, l'ordinanza di remissione chiedeva di accertare la conformità di un contratto derivato a specifiche disposizioni di finanza pubblica, mentre, invece, la *regula iuris* concerne i problemi generali relativi alla determinatezza o determinabilità dell'oggetto del contratto.

⁶³ App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.; in senso conforme, v. anche App. Trieste, 28 maggio 2020, n. 227, in *Redazione Giuffrè*, 2020; Trib. Pescara, 31 marzo 2020, n. 300, in *Redazione Giuffrè*, 2020; Trib. Foggia, 13 febbraio 2019, n. 468, in *Redazione Giuffrè*, 2019; Trib. Piacenza, 8 ottobre 2018, n. 653, in *Redazione Giuffrè*, 2018.

piere una scommessa razionale, fornendogli tutte le informazioni all'uopo necessarie, il contratto derivato debba ritenersi nullo per difetto di causa.

In altri termini ancora, seguendo il predetto indirizzo giurisprudenziale, l'individuazione del rischio assurge ad elemento essenziale ed imprescindibile della causa negoziale, con la conseguenza che, affinché un contratto di *interest rate swap* con funzione di copertura sia valido, è necessario che l'alea sia "razionale" e quindi che l'investitore sia consapevole del diverso livello di rischio assunto rispetto alla banca.

La giurisprudenza⁶⁴ ha poi specificato come tale accordo non si possa limitare al c.d. *mark to market*, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici⁶⁵ e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni nel tempo dei tassi di interesse⁶⁶.

La suddetta soluzione⁶⁷ sembra porsi in linea, oltre che con la generale tendenza a proteggere sempre più l'investitore⁶⁸, anche con il principio di autoresponsabilità⁶⁹; infatti, aderendo al predetto indirizzo interpretativo, il contratto che qui ci occupa risulta valido solamente nell'ipotesi in cui venga concluso con l'esplicitazione di tutti gli elemen-

⁶⁴ Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, cit.

⁶⁵ DANUSSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, cit.; ANOLLI, PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in cit., 206, criticano il riferimento delle Sezioni Unite agli scenari probabilistici come strumento per misurare l'alea e diretto a consapevolizzare l'investitore circa i rischi dell'operazione. Sul punto, v. anche NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo*, in *www.dirittobancario.it*, secondo cui, in punto di stretto diritto civile, gli scenari probabilistici rilevano sulla formazione della volontà "e dunque possono al più schiudere le porte dell'annullamento, non certo della nullità".

⁶⁶ Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, cit.

⁶⁷ Trib. Milano, 20 gennaio 2013, in *Giur. Comm.*, 2017, 438; Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Milano, 20 gennaio 2020, cit.; Trib. Milano, 15 novembre 2019, in *Pluris*. Sul punto, v. Caputo Nasseti, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark to market: la babele continua*, in *Giur. Comm.*, 2017, 447. *Contra*, Angelici, *Alla ricerca del derivato*, cit., 186.

⁶⁸ Sul punto, v. anche Cass., sez. un., 4 novembre 2019, n. 18314 e Cass., 24 aprile 2018, n. 10116. Sul punto, v. La Rocca, *Buona fede e tutela dell'investitore tra la sentenza delle Sezioni Unite in materia di "nullità selettiva" e il sistema della MiFID II (ovvero "dell'obbligo di porgere l'altra guancia")*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 53. V. anche la Direttiva 2014/65 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE.

⁶⁹ Sul principio di autoresponsabilità, v. *inter alia*, PUCELLA, *Il concorso di colpa del danneggiato*, in *NGCC*, 1990, 1; MARICONDA, *Art. 1227, secondo comma, c.c. e rapporto di causalità*, in *Corr. Giur.*, 1990, 718; TRIMARCHI, *Causalità e danno*, Milano, 1966, 106; CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3° ed., Milano, 2006, 433 ss.; VISINTINI, *Trattato breve della responsabilità civile*, 3° ed., Padova, 2005, 692; CAREDDA, *Concorso del fatto colposo del creditore*, in *Il codice civile commentato*, fondato e già diretto da SCHLESINGER, continuato da BUSNELLI, *Art. 1227*, Milano, 2015, 32 ss.; MAGLI, *Il danno da alimenti tra responsabilità del produttore e stile di vita del consumatore*, Padova, 2018, 217 ss.

ti che permettono al cliente medesimo di valutare il grado di rischio assunto e di potere quindi esprimere una valutazione ponderata.

Tuttavia, l'indirizzo richiamato risulta "pericoloso" perché fa scaturire la nullità dalla violazione di un obbligo informativo⁷⁰; il mancato accordo sull'alea negoziale rilevarebbe come difetto funzionale del contratto, con la conseguenza che, in tal modo ragionando, si trasferirebbe all'interno della stessa struttura del contratto derivato il difetto di informazione in cui è incorso l'intermediario prima del perfezionarsi dell'operazione di investimento⁷¹.

Il predetto orientamento non appare condivisibile.

Infatti, secondo detta linea interpretativa i rischi e i costi dell'operazione rappresentano i requisiti per una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale ed in tal modo ragionando si sposta sul piano degli elementi essenziali del contratto ciò che il diritto dei mercati finanziari considera oggetto di un dovere di informazione spettante all'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento (art. 21, comma 1, lett. b, TUF; art. 28, comma 2, Regolamento CONSOB 1 luglio 1998, n. 11522 applicabile al momento in cui si riferisce il fatto).

Senza contare che, qualora si accogliesse la predetta soluzione, ci si porrebbe in contrasto con la precedente decisione delle stesse Sezioni Unite del 2007⁷² e si legittimerebbe quel trascinarsi del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell'atto.

Cionondimeno, l'orientamento di cui si è dato conto non convince anche per altre ordini di ragioni.

Se la causa in concreto rappresenta la ragione pratica del contratto, ossia l'interesse che l'operazione contrattuale è diretta a realizzare⁷³, occorre constatare come detto inte-

⁷⁰ CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"*, cit., 288.

⁷¹ DOLMETTA, *Introduzione speculazione e prudenza*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di Maffei, Milano, 2014, XVIII.

⁷² Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, ove sia afferma che "La violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti. Può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può, però, determinare la nullità del contratto d'intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.". Per un approfondimento sul punto, v., *inter alia*, Prosperi, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Contr. e impr.*, 2008, 936; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cass., (S.U.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Il dir. Fall. Soc. Comm.*, 2008, 1.

⁷³ Oltre alla voce *Causa (diritto privato)* del Giorgianni, in *Enc. Dir.*, VI, 547; BESSONE, *Adempimen-*

resse venga conseguito indipendentemente dalla sussistenza o meno dell'informazione concernente la *mark to market*, i costi impliciti e gli scenari probabilistici⁷⁴.

In altri termini ancora, il contratto di *interest rate swap* realizza la sua funzione⁷⁵ indipendentemente dalla circostanza per cui vengano o meno indicati i predetti elementi informativi.

Qualora si accolga la tesi secondo la quale la finalità di copertura o di speculazione rappresenta la causa concreta del contratto (e che, quindi, gli intenti soggettivi contrattuali penetrano nella causa contrattuale) occorre constatare che la realizzazione della finalità di copertura o di speculazione prescinderebbe dalla circostanza per cui sia stata o meno comunicata la formula per calcolare il valore del derivato ad una certa data, oppure i costi impliciti o gli andamenti attesi, ma dipenderebbe esclusivamente da come è strutturato il contratto e dall'andamento dei tassi di interesse nel corso del rapporto.

In altre parole, la realizzazione dello scopo perseguito dal derivato prescinde dall'informativa concernente la stima di valore di un contratto derivato in un preciso momento storico oppure della pluralità di costi e rischi che incombono sulla banca oppure ancora degli scenari probabilistici.

Risulterebbe infatti contraddittorio affermare, per esempio, che la causa è assente se il *mark to market*, i costi impliciti o gli scenari probabilistici non sono espressi, mentre è presente qualora quei medesimi elementi vengano dichiarati, atteso che la causa di un contratto di *interest rate swap* non può dipendere dalla comunicazione di un valore, di un costo o di uno scenario di probabilità; senza contare che, contrariamente poi a quanto sembra suggerire tale soluzione, il derivato potrebbe essere immeritevole di tutela anche qualora il *mark to market*, i costi impliciti o gli scenari probabilistici siano espressi⁷⁶.

Inoltre – ed è questo un aspetto su cui preme porre per un istante l'attenzione – sempre qualora si aderisca alla tesi secondo cui la finalità perseguita dalla predetta fattispecie contrattuale si riflette sulla struttura contrattuale e ne informa la funzione negoziale – la soluzione che riconduce la mancanza di determinati elementi informativi alla nullità per mancanza di causa in concreto, non solo non potrebbe essere accolta con

to e rischio contrattuale, Milano, 1969; FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966; NICOLÒ, *Aspetti pratici del concetto di causa*, in *Raccolta di scritti*, Milano, 1980, II, 1379; Breccia, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto privato europeo*, a cura di MAZZAMUTO, Torino, 2002; Navarretta, *La causa e le prestazioni isolate*, Milano, 2000.

⁷⁴ Trib. Milano, 20 gennaio 2020, cit.; Trib. Milano, 15 novembre 2019, in *Pluris*; Trib. Mantova, 18 giugno 2019, in *De jure*.

⁷⁵ Sulla causa del contratto, v. tra i tanti, FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto*, artt. 1418-1423, in *Il Codice civile commentario*, fondato da SCHLESINGER e diretto da BUSNELLI, Milano, 2015, 98; Breccia, *Il contratto in generale*, Tomo III, in *Trattato di Diritto Privato*, diretto da BESSONE, 1999, 3. Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Corr. Giur.*, 2006, 1718, con nota di ROLFI, *La causa come "funzione economico-sociale": tramonto di un idolum tribus?*; Cass., 12 novembre 2009, n. 23941, in *Giust. Civ. Mass.*, 2009, 11, 1582.

⁷⁶ FORNASARI, *Alea e scambio: il caso dei contratti derivati*, cit., 75.

riguardo ai contratti di *interest rate swap* con funzione di copertura, ma tantomeno troverebbe applicazione con riferimento ai derivati speculativi⁷⁷.

Infatti, nei predetti negozi, il fine ultimo comune ad entrambe le parti, oggettivamente desumibile nel contesto in cui il contratto si colloca (e quindi, la ragione pratica e l'interesse che l'operazione contrattuale è diretta a soddisfare) è fin dall'origine quello di assumersi un rischio per conseguire un profitto⁷⁸ e, pertanto, la circostanza per cui il cliente non sia stato adeguatamente informato non influisce affatto sulla causa in concreto, intesa come sintesi degli interessi che il contratto è diretto a realizzare (che rimane, appunto, immutatamente quello di ottenere un guadagno assumendosi un rischio), ma eventualmente può condizionare la possibilità per il cliente medesimo di compiere una scelta su base "razionale".

Pertanto, fatto salvo che il principio accolto dalle suddette Sezioni Unite si riferisce ai contratti di *interest rate swap* con funzione di copertura (atteso che l'ente pubblico territoriale può dirsi legittimato a procedere solamente alla loro stipula)⁷⁹ – spostando però, momentaneamente, il campo d'indagine ai contratti di *interest rate swap* c.d. speculativi – si constata come nei predetti negozi la mancanza di informazioni non comporti alcuno scollamento fra contratto voluto e contratto effettivamente sottoscritto, atteso che lo scopo perseguito dai contraenti è (e rimane) quello appunto di arricchirsi, con la conseguenza che l'eventuale condotta omissiva dell'intermediario non influisce sugli intenti delle parti che penetrano nella causa del contratto.

Nella predetta fattispecie, infatti, il fine di rischiare per ottenere un profitto (e quindi la ricerca del lucro) resta inalterato e ciò che eventualmente potrebbe essere compromessa dalla mancata indicazione da parte dell'intermediario degli elementi di cui si tratta è solamente la reale percezione in capo al cliente dell'effettivo grado di rischio assunto rispetto alla banca.

⁷⁷ Sul punto, v. *ex multis*, PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, cit., 83; PAGLIANTINI, VIGORITI, *I contratti di "swap"*, in GITTI, MAUGERI, NOTARI (a cura di), *Contratti per l'impresa*, Bologna 2012, 194; Gilotta, *In tema di interest rate swap*, cit., 155.

⁷⁸ BOMBAGLIO, *Interest rate swap: essenzialità del mark to market ed inoperatività della clausola di proroga*, in *Contr.*, 2018, 67; PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors swaps, index futures)*, in *Dir. Comm. Int.*, 1992, 174; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 115. Anche se con differenti argomentazioni, criticano la rilevanza giuridica dei derivati speculativi, Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 91; BERTI DE MARINIS, *Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza negli interest rate swap*, in *Contr. e impr.*, 2017, 900; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. e impr.*, 1988, 406.

⁷⁹ Sul punto, v. Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, cit.; Trib. Pescara, 12 aprile 2010, cit. Il divieto di stipulare contratti derivati di tipo speculativo per gli enti pubblici territoriali è sorretto da un principio di ordine pubblico economico e, pertanto, è sanzionato con la nullità *ex art.* 1418, comma 1 c.c.

6. La violazione degli obblighi informativi: sulla sussistenza del difetto (non nello scambio ma) nelle modalità in cui è stato reso il servizio

Nel nostro ordinamento, in mancanza di una normativa concernente i rimedi utilizzabili dall'investitore qualora l'intermediario non espliciti determinati elementi necessari per il cliente medesimo ai fini di una piena comprensione del regolamento contrattuale, si sono formate posizioni tra loro contrastanti che neppure la pronuncia delle Sezioni Unite del 2020⁸⁰ è riuscite a superare⁸¹.

La tesi secondo cui, qualora l'intermediario non fornisca al cliente quella serie di informazioni atte a misurare l'alea, detta circostanza alteri fin dall'origine l'assetto di interessi negoziale causandone la nullità del contratto per difetto di causa in concreto⁸², è tesa a garantire una forte tutela dell'investitore che, in tal modo procedendo, può contestare una causa di invalidità del contratto senza incorrere nei maggiori vincoli che comporta l'azione risarcitoria; senza contare che, seppure la nullità è un rimedio "estremo"⁸³, che conduce alla caducazione del contratto, data anche la sua funzione deterrente, essa rimane comunque lo strumento maggiormente idoneo a salvaguardare non solo l'interesse del singolo, ma anche quello generale all'efficienza ed alla trasparenza del mercato finanziario⁸⁴.

Cionondimeno, a conferma di come l'orientamento in esame debba essere guardato in senso critico⁸⁵, occorre constatare altresì che il generale atteggiamento diretto a va-

⁸⁰ La giurisprudenza di merito successiva si è allineata all'indirizzo accolto dalla Sezioni Unite con la pronuncia Cass., sez. un., 18 settembre 2020, cit. (sul punto, v. App. Torino, 22 settembre 2020, n. 919, in *Redazione Giuffrè*, 2020).

⁸¹ Cass., sez. un., 18 settembre 2020, cit.

⁸² GAROFALO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2020, 1361, il quale osserva come dalla lettura della sentenza non appare chiaro se le Sezioni Unite della Cassazione nella decisione richiamata abbiano davvero riferito il vizio di cui si occupa alla causa o all'oggetto "così aderendo all'uno o all'altro gruppo di precedenti giurisprudenziali che, nel richiedere a pena di nullità la presenza di un'alea razionale in ogni i.r.s., hanno valorizzato ora l'uno ora l'altro elemento essenziale".

⁸³ Prospero, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, in *Contr. e impr.*, 2008, 936.

⁸⁴ GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, cit., 1133, il quale osserva come detta linea interpretativa non tiene conto della circostanza per cui, in tema di derivati in generale, si pone in dubbio la distinzione tra speculazione razionale fondata sulla piena padronanza delle informazioni disponibili e scommessa irrazionale legata al capriccio della sorte, atteso che, nelle operazioni sui derivati, quello che accadrà in futuro dipende da un numero così elevato di variabili (molte delle quelle straordinarie ed imprevedibili) "da rendere insuscettibile di valutazione razionale la previsione fondata sui dati attualmente disponibili"; proprio per tale ragione, secondo l'Autore, risulta assai arduo stabilire quando l'investitore nel concludere il contratto di *interest rate swap* abbia o meno compiuto una scelta effettivamente razionale e ponderata con la conseguente validità (o invalidità) del negozio.

⁸⁵ In senso critico, BARTALENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela*

lorizzare la categoria concettuale della causa in concreto quale strumento di controllo dell'utilità sociale trova conferma in diverse pronunce giurisprudenziali anche recenti⁸⁶ – finalizzate per l'appunto ad ampliare i poteri del giudice – e potrebbe essere giustificata, nel caso di specie, da ragioni probatorie; tuttavia, è stato osservato come l'utilizzo diffuso ed incontrollato della predetta categoria – che peraltro, impone al giudice di accertare lo scopo del contratto – è paragonabile ad un “grimaldello” per superare il principio dell'insindacabilità dell'equilibrio economico del contratto e per affermare in linea generale che un negozio, con divario di valore tra prestazione e controprestazione, possa ritenersi nullo per mancanza di causa⁸⁷.

Da ultimo, occorre poi considerare anche che, nonostante il c.d. “trionfo” della predetta categoria⁸⁸ – finalizzata, appunto, a rilevare l'assetto di interessi perseguito con il contratto, ossia gli scopi che l'operazione contrattuale è diretta a soddisfare in modo tale da fare emergere le ragioni e gli interessi specifici che determinano le parti del contratto – un ampio ricorso a detto strumento, nelle ipotesi che qui interessano, rischia oltre che di fare effettuare al giudice un sindacato sulla convenienza dell'accordo rispetto alla volontà delle parti, di creare “allarmismi nel mercato”, dovuti ad un ampliamento arbitrario delle cause di nullità ad opera giurisprudenziale⁸⁹.

Infatti, pur essendo vero che la categoria di cui si tratta risponde al modo in cui oramai la giurisprudenza di legittimità concepisce il requisito causale, tuttavia, è stato osservato come la stessa giurisprudenza, pur perseguendo una finalità giusta, utilizza tuttavia lo strumento sbagliato e pertanto, anche in questo specifico ambito, si raccomanda agli interpreti di evitare “di innamorarsi superficialmente” della causa in concreto intesa solo come “bella formula” e si decidano a trattarla come strumento operativo da utilizzare con prudenza al fine di emanare giudizi al tempo stesso “giusti e tecnicamente ben fondati”⁹⁰.

In sostanza, il ricorso all'impostazione fondata sulla causa in concreto rischia di condurre a decisioni eccessivamente imprevedibili⁹¹. Inoltre, a prescindere da dove, nel-

dell'investitore “tradito”, in *Soc.*, 2020, 1122, il quale osserva come “la stessa indagine sull'elemento della causa (e della causa in concreto) per giustificare l'invalidazione dell'IRS che non suona appagante”.

⁸⁶ V. tra i tanti Cass., 3 maggio 2017, n. 10708, in *Riv. Not.*, 2018, 1062; Cass., 28 settembre 2016, n. 19214, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016; Cass., 27 ottobre 2017, n. 25624, in *Giur. It.*, 2018, 2357, con nota di MAFFEIS.

⁸⁷ ROPPO, *Causa concreta: storia di un successo? (Dialogo non recente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, cit., 957.

⁸⁸ ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008, 139.

⁸⁹ LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione*, cit., 369.

⁹⁰ ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo?*, cit., 988.

⁹¹ GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *BBTC*, 2016, 504. Sul punto, v. anche IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, 111.

la fattispecie in esame, si voglia fare ricadere la nullità del contratto⁹² occorre constatare come, vero è che la nullità rappresenta un rimedio agevolmente attivabile sul piano processuale (considerato anche il regime di rilevabilità ufficiosa) e maggiormente idoneo rispetto ad altri strumenti (per esempio, quelli risolutori e/o risarcitori) a garantire, nella prospettiva dalle statuizioni consequenziali (*i.e.* ripetizione dell'indebitato) un risultato pienamente ripristinatorio dello *status quo ante*; tuttavia, il ricorso al predetto strumento, nel caso di specie, non persuade e porta con sé effetti potenzialmente destabilizzanti sul sistema bancario⁹³.

L'accoglimento della predetta linea interpretativa crea le premesse per un potenziale contenzioso seriale idoneo a censurare con la nullità i contratti derivati pendenti attualmente tra banche italiane e clienti nei quali manchi l'indicazione degli elementi individuati dalle stesse Sezioni Unite, compreso tra l'altro anche i c.d. scenari probabilistici⁹⁴.

Proprio per queste ragioni la questione di cui si discute in questa sede non attiene tanto al difetto funzionale o strutturale dello *swap*, ma ad un diverso aspetto, relativo, appunto, alla condotta dell'intermediario qualora, in un contratto di *interest rate swap*, lo specifico comportamento posto in essere dalla banca stessa abbia impedito al cliente di esprimere un consenso ragionato e ponderato e di comprendere il diverso e maggiore grado di rischio assunto rispetto alla banca medesima⁹⁵, con la conseguenza

⁹² Con riguardo all'ulteriore problematica concernente la transazione su un titolo nullo, v. FORNASARI, *Alea e scambio: il caso dei contratti derivati*, cit., 99.

⁹³ NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle Sezioni Unite?*, cit., il quale rileva come l'effetto destabilizzante del principio espresso dalle Sezioni Unite si coglie sotto diversi profili, atteso che la nullità potrà essere invocata con riguardo ai contratti in essere, "per quelli chiusi fino a dieci anni fa, nei quali i clienti potranno agire per le restituzioni (artt. 1422 e 2033 c.c.); per quelli chiusi più di dieci anni fa, ma ancora in contenzioso, potendo i clienti sempre eccepire, in ogni stato e grado del giudizio, la nullità del titolo su cui si fonda la pretesa avversa, secondo la regola perpetua *ad excipiendum*. Né può escludersi che la nullità a cui giungono le sezioni unite sia pure invocata per travolgere le transazioni tra banche e clienti (art. 1972 comma 1 c.c.)". Sul punto, v. anche Cass., 20 aprile 2020, n. 7963, ove si afferma che la transazione c.d. conservativa su un titolo nullo (per qualsiasi causa) è affetta da nullità.

⁹⁴ Proprio per tali ragioni si è teso a circoscrivere la portata della decisione delle sezioni unite ai soli contratti derivati conclusi dagli enti pubblici (sul punto, v. ACF 16 giugno 2020, n. 2687, in *dirittobancario.it*).

⁹⁵ Con riguardo all'importanza assunta dall'informazione, v., *ex multis*, Grundmann, *L'autonomia privata nel mercato interno: le regole di informazione come strumento*, in *Eur. Dir. priv.*, 2001, 257; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002; GENTILI, *L'informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, 555; Gallo, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2007, 641; PARISI, *L'educazione e l'informazione del consumatore*, in *La tutela del consumatore*, a cura di STANZIONE e MUSIO, Torino, 2009, 27; GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990; PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. Dir. Civ.*, 1990, 326; De Nova, *Informazione e contratto: il regolamento contrattuale*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1993, 703.

che, nelle ipotesi che qui ci occupa, l'alea, seppure rimane caratterizzata dalla bilateralità (in quanto il rischio è ripartito tra le parti, anche se, eventualmente, in maniera non proporzionata)⁹⁶ risulta essere "irrazionale".

Ecco dunque che, in tale prospettiva, ritornando alla questione di fondo posta qui all'attenzione, qualora la banca non fornisca al cliente quelle informazioni atte a fare comprendere a quest'ultimo se il contratto di *swap* risulti o meno adeguato a soddisfare le esigenze dell'investitore, oppure (come nella fattispecie che qui ci occupa) non abbia comunicato gli elementi necessari per misurare l'alea, oppure ancora, non agisca nell'interesse dell'investitore medesimo, viene violata quella diligenza professionale imposta dal c.d. "buon banchiere", nonché gli obblighi di trasparenza ed i doveri di condotta gravanti sull'intermediario stesso di cui agli artt. 21 lett. a del TUF⁹⁷ e 1176 comma 2 c.c.⁹⁸, con la conseguenza che, in dette specifiche ipotesi, il rimedio più appropriato non risulta essere la declaratoria di nullità del contratto, quanto piuttosto quello risarcitorio; infatti, se all'investitore non vengono fornite le indicazioni necessarie per valutare le caratteristiche dell'investimento ed il grado di rischio di volta in volta assunto, ciò che viene compromesso da detta condotta è, pertanto, la possibilità del cliente di concludere

⁹⁶ Affermare che il contratto aleatorio per essere tale deve essere soggetto ad un'alea bilaterale non significa che l'alea debba incidere in modo uguale su entrambi i patrimoni. Sul punto, v. INDOLFI, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, in *Contr.*, 2014, 11, 1012; SARDO, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, in *Corr. Giur.*, 2015, 46; BERTI DE MARINIS, *Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza negli interest rate swap*, in *Contr. e impr.*, 3, 2017, 989.

⁹⁷ LENER, LUCANTONI, *Commento all'art. 21 TUF*, in *Il testo unico della finanza*, I, a cura di FRATINI, GASPARRI, Torino, 2012, 380, RABITTI BEDOGNI, *sub art. 21*, in *Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, 170; PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di DE MARI, Padova, 2009, 7.

⁹⁸ Con specifico riguardo agli obblighi di condotta posti in capo all'intermediario (ed in particolare agli obblighi informativi) ci si è chiesti se il sistema giuridico che si basa sulla MiFID II si debba intendere come un "sistema chiuso" – e che quindi trae solamente da se stesso le basi normative del suo assetto e del suo funzionamento – oppure se, invece, debba essere considerato un "sistema aperto"; in quest'ultima ipotesi, insieme alle norme comunitarie opererebbero anche le clausole generali del nostro ordinamento ed in particolare quelle di buona fede (art. 1375 c.c.), correttezza (art. 1175 c.c.) e diligenza (art. 1176 c.c.) (LUMINOSO, *Contratto di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2007, 142). Si è ritenuto che le clausole generali non possano fondare ulteriori obblighi rispetto a quelli previsti nella legge (LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *BBTC*, 2012, I, 376; PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitto di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la disciplina MiFID soldi degli altri*, a cura di PERRONE, Milano, 2008, 20). *Contra*, RAZZANTE, *Contratti di negoziazione e "negoziazione di ordini"*, in *Trattato del contratto*, cit., 127; MAGGILOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. Dir. Civ. Comm.*, già diretto da CICU, MESSINEO, MENGONI e continuato da SCHLESINGER, Milano, 2012, 353; DI CATALDO, *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Le ragioni del cliente*, in *BBTC*, 2013, I, 232.

l'operazione proposta esprimendo un proprio consenso libero, consapevole e razionale; conseguentemente, nella fattispecie che qui ci occupa, vi è dunque una violazione di una regola di condotta che non incide nella struttura e quindi sulla validità del contratto stipulato.

Inoltre, il ricorso alla tutela risarcitoria – che, appunto, a seconda del momento in cui si verificherà la condotta omissiva dell'intermediario assumerà le vesti della responsabilità precontrattuale o contrattuale⁹⁹ –, oltre che soddisfare la sempre più sentita esigenza di armonizzazione¹⁰⁰, permetterebbe di fornire un'adeguata tutela del cliente e ciò in conformità, peraltro, con le espresse intenzioni dello stesso legislatore europeo sempre più impegnato ad innalzare il livello di tutela¹⁰¹ dell'investitore stesso¹⁰², senza però, al contempo, comminare una sanzione così grave (come, appunto, l'invalidità) da compromettere eccessivamente il perseguimento dell'obiettivo della c.d. stabilità ed efficienza del mercato.

Da ultimo, come è stato efficacemente osservato, detto rimedio rappresenterebbe, persino nelle ipotesi che qui ci occupano, una soluzione maggiormente efficiente sotto il profilo economico; dal punto di vista dell'analisi economica del diritto¹⁰³, infatti, la sanzione della nullità risulta essere antieconomica, atteso che comporta l'effetto di trasferire sull'intermediario tutti i rischi collegati allo strumento finanziario, addossando su

⁹⁹ BONACCORSI, *Le Sezioni Unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, cit. 550, la quale osserva come l'art. 23 TUF giova al danneggiato solamente con riguardo all'onere della prova della diligenza richiesta all'intermediario e non con riguardo alla prova del nesso causale tra il danno e la condotta lesiva.

¹⁰⁰ L'esigenza di armonizzazione emerge dai considerando nn. 3 e 6 della Direttiva 2014/65/UE Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE (c.d. MiFID II).

¹⁰¹ Si pensi solo, a titolo esemplificativo, agli obiettivi perseguiti con la MiFID I e con la MiFID II. Sul punto, De Paola, *Gli obblighi di informazione post-contrattuale a carico degli intermediari: recenti indirizzi della giurisprudenza*, in *Corr. Giur.*, 2018, 11, 1412; Di Ciommo, *MiFID I, D.lgs. n. 129 del 2017 e prestazione fuori sede dell'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari da parte di consulenti autonomi e società di consulenza*, in *Foro it.*, 2018, 4, 182; Annunziata, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo d'insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Soc.*, 2018, 4, 1100.

¹⁰² Sul punto, v. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento*, in *Regolamento del mercato finanziario e contratto con gli investitori*, a cura di ADAMO, CAPOBIANCO, CUCURACHI, Napoli, 2010, 29; MATTEI, *La tutela dell'investitore come strumento del capitalismo finanziario. Su alcuni modelli transazionali di riferimento*, in *ibidem*, 318.

¹⁰³ Con riferimento all'analisi economica del diritto, v. CALABRESI, *Costo degli incidenti e responsabilità civile. Analisi economico-giuridica*, Traduzione di DE VITA, VARANO, VIGORITI, presentazione di RODOTÀ, ristampa inalterata con presentazione di AL MUREDEN, Milano, 2015, 11 ss. In argomenti, v. tra i tanti, Gallo, *Analisi economica del diritto*, 2° ed., Torino, 2017, 20 ss.; PARDOLESI, *Profili comparatistici di analisi economica del diritto privato*, Bari, 2015, 12 ss.; PARDOLESI, TASSONE, *I giudici e l'analisi economica del diritto privato*, Bologna, 2003, 33 ss.; SHAVELL, *Analisi economica del diritto*, Torino, 2007, 49 ss.; ID., *Fondamenti dell'analisi economica del diritto*, Torino, 2005, 14 ss.; ALPA, BESSONE, *Rischio d'impresa, assicurazioni, analisi economica del diritto*, 2° ed., Milano, 1980, 35 ss.; ALPA (a cura di), *Interpretazione giuridica e analisi economica*, Milano, 1982, 21 ss.

quest'ultimo la totalità del danno con conseguente innalzamento del prezzo dei servizi offerti al fine di distribuire tra gli investitori il c.d. maggior rischio sostenuto. Lo strumento risarcitorio rappresenterebbe anche un'“arma intelligente”¹⁰⁴ e duttile; infatti, a differenza della nullità, che non consente di modulare la reazione dell'ordinamento in relazione alla gravità del pregiudizio subito, conducendo, quindi, alla caducazione del contratto anche nel caso di lievi violazioni degli obblighi di comportamento, il rimedio risarcitorio, invece, permetterebbe di intervenire¹⁰⁵ esclusivamente qualora sia stata accertata la violazione e di parametrare, quindi, il risarcimento del danno sulla base della effettiva gravità del pregiudizio subito.

Resta inteso che, accogliendo la predetta soluzione, occorre però considerare non soltanto i vantaggi, ma pure le specifiche difficoltà che il predetto strumento porta con sé; si pensi solo alla necessità di determinare il *quantum* del danno risarcibile ed alla prova che il pregiudizio subito sia conseguenza immediata e diretta della condotta dell'intermediario e non derivi dal semplice andamento sfavorevole del mercato¹⁰⁶.

Aderendo alla predetta linea interpretativa si pongono poi ulteriori questioni di non poco conto come, per esempio, l'individuazione degli specifici obblighi informativi che gravano sull'intermediario nel caso di specie ed in particolare se l'intermediario stesso possa ritenersi adempiente qualora il contratto riporti le categorie individuate dalle Sezioni Unite del 2020 (*i.e.* il criterio del *mark to market*, gli scenari probabilistici, l'assenza di costi occulti). Inoltre, occorrerebbe indagare se, alla luce del principio di vicinanza della prova¹⁰⁷, la mancanza delle condizioni richieste dalla sopracitata pronuncia delle Sezioni Unite possa comportare una presunzione di irregolarità del contratto, con conseguente inversione dell'onere della prova a carico dell'intermediario, al quale spetterebbe quindi dimostrare la correttezza della propria condotta.

Non solo. Accogliendo la linea interpretativa delle Sezioni Unite del 2007, occorrerebbe altresì accertare come il principio di autoresponsabilità¹⁰⁸ possa incidere nel giudi-

¹⁰⁴ Infatti, LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, cit., 517.

¹⁰⁵ BONACCORSI, *Le Sezioni Unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., 546.

¹⁰⁶ Trib. Torino, 18 aprile 2014, in *Corr. Giur.*, 2015, 1, 44.

¹⁰⁷ Sul principio di vicinanza della prova, v., *ex multis*, BESSO, *La vicinanza della prova*, in *Riv. Dir. Proc.*, 2015, 1383; SAPONE, *Inesatto adempimento e riparto dell'onere probatorio: tra vicinanza della prova e presunzione di persistenza del diritto*, in *Giur. Mer.*, 2007, 971. In giurisprudenza, v. Cass., sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Corr. Giur.*, 2001, 1565; con nota di MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *Contr. e impr.*, 2002, 100, con nota di CARLI, *Alla ricerca di un criterio generale in tema di ripartizione fra le parti dell'onere di allegazione e dell'onere della prova*.

¹⁰⁸ Il principio di autoresponsabilità trova le sue origini nel sistema giuridico tedesco nel contesto della responsabilità ed in particolare del concorso del danneggiato e della c.d. compensazione delle colpe (sul punto, v. ZITELMAN, *Das Recht des BGB*, Allgemeiner Teil, Lipsia, 1900, 152; SCOGNAMIGLIO, *Note sui limiti della c.d. compensazione di colpa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1954, 108). All'interno del nostro ordinamento il principio di autoresponsabilità trova il proprio fondamento nell'art.

zio risolutorio e risarcitorio. In altri termini, posto che il principio di autoresponsabilità sta assumendo una portata sempre più rilevante anche nell'ambito dell'intermediazione finanziaria¹⁰⁹, si tratterebbe di verificare, per esempio, come il principio di autoresponsabilità possa influire nella quantificazione del danno e se, una volta che l'intermediario abbia comunicato al cliente gli elementi informativi indicati dalle Sezioni Unite del 2020 (i.e. *mark to market*, costi impliciti e scenari probabilistici), il medesimo possa andare esente da responsabilità, oppure, se, in ragione del grado di affidamento che il cliente ripone nella professionalità dell'intermediario¹¹⁰, si richieda a quest'ultimo¹¹¹ un obbligo ulteriore, non potendosi considerare l'informazione concernente il *mark to market*, i costi impliciti e gli scenari probabilistici esaustiva e sufficiente per rendere l'intermediario stesso completamente esente da responsabilità.

1227 c.c. (sul punto, v. *ex multis*, SIGNORELLI, *Il concorso del creditore nella causazione del danno: un'analisi giurisprudenziale*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2016, 110; FARACE, *Sul concorso colposo dei soggetti lesi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2015, 1058; PALESCANDOLO, SAPONE, *Il concorso di colpa*, Roma, 2013, 10 ss.; SENOCRATE, *Il concorso del fatto colposo del creditore ex art. 1227, 1° comma, tra vecchi e nuovi problemi*, in *Obbl. contr.*, 2011, 611).

L'autoresponsabilità rappresenta un criterio a cui ampiamente si fa ricorso, alla stregua della regola generale ex art. 1227 c.c., nelle decisioni sui danni da fumo attivo (Cass., 10 maggio 2018, n. 11272; Cass., 30 luglio 2013, n. 18267; Cass., 4 luglio 2007, n. 15131; nonché Cass. pen., 21 giugno 2013, n. 37762; Cass. pen., 27 gennaio 2012, n. 9479; Cass. pen., 21 dicembre 2011, n. 11197); al lavoratore per l'omissione di cautele doverose (Cass. pen., 28 novembre 2018, n. 5007; Cass. pen., 10 febbraio 2016, n. 8883 e Cass. pen., 14 gennaio 2016, n. 3616); all'utente nel trasporto ferroviario (Cass., 27 aprile 2011, n. 9409); per il concorso del danneggiato pur minorenni (Cass., 1 febbraio 2018, n. 248) e per i danni cagionati dai c.d. grandi minori, ai sensi dell'art. 2048 c.c. (Cass., 31 gennaio 2018, n. 2334) per la responsabilità da cose in custodia ex art. 2051 c.c. si richiede, da parte del danneggiato, l'adozione delle cautele normalmente attese (fra le tante, Cass., 1 febbraio 2018, n. 2480).

¹⁰⁹ Sull'affermazione del principio di autoresponsabilità nei servizi finanziari, v. Sesta, *L'operatore qualificato del Regolamento CONSOB arriva in Cassazione*, in *Corr. Giur.*, 2009, 1614; ID., *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 Reg. CONSOB n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoresponsabilità del dichiarante*, ivi, 2008, 1751; RUGGERI, *La prima sentenza d'appello circa l'operatore qualificato ai sensi dell'art. 21 del Reg. CONSOB 11522 del 1998*, in *NGCC*, 2008, 224; SANGIOVANNI, *Contratti di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contr.*, 2007, 1093; CHIONNA, *L'accertamento della natura di operatore qualificato del mercato finanziario rispetto a una società*, in *BBTC*, 2005, 35; MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *NGCC*, 2008, 224; INZITARI, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, relazione al Convegno *I contratti di negoziazione di strumenti finanziari organizzati dal Consiglio Superiore della Magistratura di Mantova*, 30 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*.

¹¹⁰ In argomento, v. Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro it.*, 2013, 1, 1, 320.

¹¹¹ FRATINI, SALERNO, *Gli obblighi di protezione tra contatto sociale e contratti con effetti protettivi verso terzi*, in *Riv. nel dir.*, 2012, 9.

7. Gli orientamenti successivi alle Sezioni Unite del 2020 e l'esigenza di contenere le conseguenze derivanti dalla pronuncia di nullità

Accertati i limiti che la nullità porta con sé e considerata l'applicabilità, nella fattispecie in esame, del rimedio risarcitorio, occorre tuttavia prendere atto della circostanza per cui la Suprema Corte, successivamente alla decisione delle Sezioni Unite del 2020¹¹², non abbia mutato il proprio orientamento, continuando ad affermare che, nel caso in cui l'intermediario non comunichi al cliente le informazioni concernenti il *mark to market*, i costi impliciti e gli scenari probabilistici, il contratto di *interest rate swap* debba ritenersi nullo¹¹³.

Tuttavia, seppure la stessa Cassazione e giurisprudenza di merito hanno confermato che i principi espressi dalle citate Sezioni Unite si applicano anche agli *interest rate swap* conclusi da privati, cionondimeno dalla lettura delle predette decisioni continua a non comprendersi con chiarezza quale sia la causa della nullità e, in particolare, se il vizio *de quo* debba riferirsi alla mancanza di consenso¹¹⁴, alla causa o all'oggetto¹¹⁵. Infat-

¹¹² Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, cit.

¹¹³ Cass., 7 novembre 2022, n. 32705, in *Giust. Civ. Mass.*, 2022, ove si afferma che “In tema di “interest rate swap”, la meritevolezza di tutela del contratto va apprezzata “ex ante”, non già “ex post”, non potendosi far dipendere la liceità del contratto dal risultato economico concretamente conseguito dall'investitore, né utilizzare il giudizio di meritevolezza a fini di un riequilibrio equitativo; ne consegue che, ai fini della validità del contratto ed indipendentemente dalla sua finalità di copertura (“hedging”) o speculativa, devono essere preventivamente conoscibili, ai fini della formazione dell'accordo in ordine alla misura dell'alea, gli elementi ed i criteri utilizzati per la determinazione del “mark to market”, in assenza del quale la causa del negozio resta sostanzialmente indeterminabile; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654, in *Giust. Civ. Mass.*, 2022, secondo cui “In tema di “interest rate swap”, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi; tale accordo non si può limitare al “mark to market”, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo. (Nella specie, la S.C. ha cassato la sentenza d'appello, che aveva escluso che, nelle operazioni di derivati, l'occultamento nel contratto di costi occulti a svantaggio del cliente si ripercuotesse sulla validità del contratto)”. Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *NGCC*, 2022, 2, 462. Per quanto riguarda la giurisprudenza di merito, v. App. Venezia, 26 luglio 2021, n. 2140, in *Guida al dir.*, 2021, 48.

¹¹⁴ Cass., 7 novembre 2022, n. 32705, cit.; Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, in *Guida al dir.*, 2021, n. 2140; Trib. Milano, 3 ottobre 2022, n. 7564, cit.; App. Venezia, 25 luglio 2022, n. 1760, cit.; App. Torino, 7 aprile 2022, n. 391, cit.; App. Venezia, 23 dicembre 2021, n. 3113, cit.; App. Venezia, 26 luglio 2021, n. 2140, in *Redazione Giuffrè*, 2021; App. Torino, 16 giugno 2021, n. 686, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

¹¹⁵ App. Torino, 7 aprile 2022, n. 391, cit., ove si afferma che la mera indicazione numerica del

ti, se alcune pronunce continuano ad imputare l'invalidità del negozio alla mancanza di causa in concreto¹¹⁶, altre sentenze affermano¹¹⁷, invece, che la mancata informazione in merito agli elementi di carattere economico/finanziario di cui si tratta comporti la nullità dell'intero contratto per mancanza o indeterminatezza dell'oggetto¹¹⁸, oppure ancora, per mancanza di consenso¹¹⁹.

Considerato quindi che la Suprema Corte non ha mutato il proprio orientamento¹²⁰, occorre indagare come poter contenere e limitare gli effetti dirompenti conseguenti

mark to market, in assenza dei metodi (matematici) per la sua determinazione, genera l'impossibilità di individuare concretamente l'alea oggetto dell'*interest rate swap*, così che il corrispondente contratto deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità dell'oggetto. Nello stesso senso, v. App. Venezia, 23 dicembre 2021, n. 3113, cit.

¹¹⁶ V., per esempio, App. Torino, 16 giugno 2021, n. 686, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

¹¹⁷ Si pensi, da ultimo, alla decisione della Cassazione ove si afferma che, indipendentemente dalla finalità di copertura o speculativa, ai fini della formazione dell'accordo in ordine alla misura dell'alea, devono essere preventivamente conoscibili gli elementi ed i criteri utilizzati per la determinazione del *mark to market*, in assenza del quale il negozio resta sostanzialmente indeterminabile.

¹¹⁸ App. Torino, 7 aprile 2022, n. 391, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

¹¹⁹ Per quanto riguarda le più recenti decisioni della *High Court* inglese, v. la c.d. sentenza "Busto Arsizio", *Deutsche Bank AG London vs Comune di Busto Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm) del 12 ottobre 2021. Sul punto, v. GAROFALO, *Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati*, in *NGCC*, 2022, 472.V. anche la c.d. sentenza "Venezia", Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. e Dexia Crediop S.A. v. Comune di Venezia [2022] EWHC 2586 (Comm). In quest'ultima pronuncia si è affermato che sono nulli anche per il diritto inglese i derivati degli enti locali italiani di tipo speculativo e/o la cui sottoscrizione abbia generato indebitamento non destinato al finanziamento di investimenti.

La Corte inglese ha dichiarato la nullità del derivato speculativo. A tale conclusione è pervenuta tramite una dettagliata analisi della decisione delle Sezioni Unite della Cassazione del 12 maggio 2020, n. 8770. La predetta pronuncia delle Sezioni Unite, fino ad oggi valevole per i soli derivati regolati dalla legge italiana, è stata, pertanto, estesa anche a quelli regolati dalla legge inglese.

Nella interpretazione che il giudice inglese ha dato della decisione italiana, la violazione del divieto di stipulare derivati speculativi si risolve in un difetto di legittimazione contrattuale dell'ente pubblico (*lack of capacity*), che rende nulli anche i contratti regolati dalla legge inglese.

Inoltre per la *Commercial Court*, il difetto di legittimazione contrattuale si riscontra anche nel caso in cui, in violazione dell'art. 119 comma 6 della Costituzione italiana, l'ente contragga indebitamento per cause differenti dal finanziamento di investimenti. Nell'ipotesi di Venezia, l'assorbimento del costo di chiusura del derivato *Bear Stearns* nel derivato successivo è stato qualificato come indebitamento non consentito, con la conseguenza che il derivato che è stato dichiarato nullo anche sotto tale profilo.

La decisione della *Commercial Court* rappresenta indubbiamente una svolta rispetto alla precedente giurisprudenza inglese nel contenzioso tra banche ed enti locali italiani, se solo si considera che soltanto un anno fa, nel primo giudizio *post-Sezioni Unite*, la stessa *Commercial Court* (in diversa composizione: sentenza [2021] EWHC 2706) aveva ritenuto validi i derivati sottoscritti dal Comune di Busto Arsizio.

¹²⁰ Non solo, ma anche nell'ambito delle predette decisioni, non sempre risulta chiaro su quale specifico elemento essenziale del contratto debba ricadere, nell'ipotesi di specie, la suddetta

all'applicazione della categoria della nullità in materia di prodotti derivati. In altri termini, se la nullità totale – come è stato efficacemente osservato – sembra tratteggiare la sagoma di un “terribile diritto”¹²¹ (posto che gli effetti riconducibili al rimedio risultano essere eccessivi)¹²² si tratta qui di verificare come limitare l’impatto del predetto istituto al fine di contenere l’estensione delle conseguenze travolgenti derivanti dalla pronuncia di nullità¹²³ che, compromettendo il valore della certezza dei traffici giuridici e, di conseguenza, riducendo la fiducia degli operatori nel mercato¹²⁴, potrebbero produrre effetti assai negativi sul sistema¹²⁵.

nullità. Si pensi, per esempio, alla Cass., 10 agosto 2022, n. 24654, in *Giust. Civ. Mass.*, 2022, ove si afferma che un’operazione in derivati connotata da costi occulti debba essere considerata nulla. Tuttavia, i giudici di legittimità anche in questa occasione, richiamandosi alla decisione delle Sezioni Unite del 2020, non specificano se detta nullità ricada nell’oggetto o nella causa del contratto. Nella stessa direzione si pone anche Cass. 7 novembre 2022, n. 32705, cit., ove non si comprende chiaramente se la mancata informazione del *mark to market* conduce alla nullità del contratto per difetto di causa o indeterminatezza dell’oggetto.

¹²¹ PAGLIANTINI, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”, in NGCC*, 2022, 485, secondo cui il ricorso al rimedio della nullità “dà la stura, senza distinguere, all’azione di qualsiasi investitore che voglia ammortizzare una perdita, con l’effetto collaterale di sconvolgere il funzionamento di interi segmenti di mercato”.

¹²² Oltre alle problematiche relative alle restituzioni occorre anche considerare ulteriori effetti potenzialmente in conflitto non solo con gli interessi del singolo investitore, ma anche con quelli generali conseguenti alla pronuncia di nullità. Si pensi, per esempio, all’ipotesi in cui il contratto di *interest rate swap* fosse dichiarato nullo per illiceità della causa (e quindi si aderisse all’indirizzo interpretativo secondo cui le clausole dell’art. 21 TUF assumono natura di clausole generali, con la conseguenza che il derivato concluso in loro violazione sarebbe nullo per illiceità) ed a come, in tal caso, la conseguenza sarebbe che non si potrebbe ricorrere alla transazione, data l’ulteriore nullità sancita dall’art. 1972, comma 1 c.c. Sul punto, MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, in *Nuovo Diritto Civile*, 2021, 195.

¹²³ In argomento, v. PAGLIANTINI, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”, cit.*, 484. Si pensi ai soli effetti restitutori conseguenti a una declaratoria di nullità e all’efficacia recuperatoria decennale per l’azione di ripetizione. Sul punto, v. MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, cit., 195, ove si afferma che “Certamente, qui il problema fondamentale nasce dal regime della prescrizione dei diritti, e dall’anacronismo di un termine ordinario commisurato a traffici giuridici di altre epoche. Ma altrettanto indubbio è che le restituzioni di prestazioni decennali eseguite in base a un contratto di durata nullo possano provocare risultati talora ingiusti e comunque spesso pesanti in modo forse indesiderabile”.

¹²⁴ DOLMETTA, LENTINI, *Tra “prestazione” e “valore” del mark to market: a margine del derivato prodotto d’impresa*, in *NGCC*, 2, 2022, 462.

¹²⁵ D’altra parte, le conseguenze indesiderate di una pronuncia di nullità sono evidenti qualora si consideri che la nullità tendenzialmente investe non già un unico derivato impugnato, ma tutta una serie di contratti conclusi nel medesimo lasso temporale e stipulati secondo le medesime prassi e la stessa modulistica e che presentano, quindi, il medesimo profilo di incertezza. Sul punto, v. PAGLIANTINI, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”, cit.*, 485; MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, cit., 195.

Al riguardo, si può constatare che i rimedi applicabili per correggere le criticità ricollegabili alla comminatoria di nullità e sfuggire alle disfunzioni generate da essa sono essenzialmente due: la nullità parziale (1419 c.c.)¹²⁶ e la conversione (art. 1424 c.c.)¹²⁷. Il ricorso ai predetti istituti – idonei, appunto, ad assicurare un giusto equilibrio fra esigenze di conservazione del negozio (*utile per inutile non vitiatur*) e protezione dell'autonomia contrattuale – permette di trovare soluzioni maggiormente efficienti sotto il profilo microeconomico e macroeconomico, rappresentando dei correttivi idonei a normalizzare le insidie che il ricorso al rimedio della nullità inevitabilmente porta con sé.

Tuttavia, a prescindere dalle specifiche differenze tra la conversione e la nullità parziale – la cui indagine esula i limiti della presente trattazione – quello che occorre qui ricordare è che la divergenza fondamentale intercorrente tra i predetti istituti risiede nella circostanza per cui la conversione¹²⁸ è uno strumento più radicale rispetto alla nul-

¹²⁶ Sulla nullità parziale, v. *inter alia*, PUTTI, *La nullità parziale*, Napoli, 2002; CRISCUOLI, *La nullità parziale del negozio giuridico*, Milano, 1959, 61; PANZARINI, *Sulle nullità del contratto bancario*, in *Contr. e impr.*, 1995, 486; FUSARO, *La nullità parziale*, in *NGCC*, 1990, 31; ROPPO, *Nullità parziale del contratto e giudizio di buona fede*, in *RDC*, 1971, 687; DE NOVA, *Nullità relativa, nullità parziale e clausola vessatoria*, in *RDC*, 1976, 480. In giurisprudenza, v. Cass., 23 novembre 2022, n. 34418, in *Guida al dir.*, 2023, 1; App. Torino, 10 ottobre 2022, in *Redazione Giuffrè*, 2022; Trib. Napoli, 8 agosto 2022, n. 3057, in *Redazione Giuffrè*, 2022; Trib. Sassari, 2 agosto 2022, n. 840, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

¹²⁷ Sulla conversione, v., *inter alia*, DE NOVA, *Conversione*, in *Enc. Giur. Treccani*, vol. IX, 2; GIAIMO, *Conversione del contratto nullo*, in *Il Codice Civile Commentario*, Art. 1424, Milano, 2012; MOSCO, *La conversione del negozio giuridico*, Napoli, 1947; GANDOLFI, *La conversione dell'atto invalido. Il problema in proiezione europea*, Milano, 1988; BIGLIAZZI GERI, voce *Conversione dell'atto giuridico*, in *Enc. Del dir.*, 530. Sulle teorie oggettivistiche della conversione, v., *ex multis*, BETTI, *Teoria del negozio giuridico*, nel *Tratt. Dir. Civ.* Vassalli, XV, 2 Torino, 1961, 494; D'ANTONIO, *La modificazione legislativa del regolamento negoziale*, Padova, 1974, 270). Con riguardo alle teorie soggettivistiche, v. tra i tanti, STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1947, 72; CARRESI, *Il contratto*, nel *Tratt. Dir. Civ.* Cicu Messineo, t. 2, Milano, 1987, 595. In giurisprudenza, v., *ex multis*, Cass., 16 novembre 2022, n. 33719, in *Giust. Civ. Mass.*, 2022; Cass., 8 marzo 2022, n. 7509, in *Giust. Civ. Mass.*, 2022; Trib. Pistoia, 4 maggio 2022, n. 403, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

¹²⁸ Una norma corrispondente all'art. 1424 c.c. non esisteva nel vigore del passato codice civile; fu introdotta all'ultimo senza il dibattito che caratterizzò la stesura del § 140 BGB. Per un approfondimento storico, v. GANDOLFI, *La conversione dell'atto invalido*, II, *Il problema in proiezione europea*, Milano, 1988, 200, che segnala la mancanza della norma nel Progetto del Libro delle obbligazioni, stampato per la riunione del Sottocomitato ministeriale del 12 dicembre 1940 e la presenza nel r.d. 30 gennaio 1941, n. 16, che anticipava l'entrata in vigore del Libro delle obbligazioni.

Cionondimeno, l'istituto della conversione era conosciuto anche dai giuristi della generazione del codice previgente (anzi, la conversione era nota anche in epoca romana (sul punto, v. BETTI, voce *Conversione del negozio giuridico (Diritto Romano)*, in *Noviss. Dig. It.*, 810; MOSCO, *La conversione del negozio giuridico*, cit., 107)). Si discuteva però circa il suo fondamento, atteso che se per alcuni autori sarebbe stata richiesta una volontà concreta delle parti che avevano concluso un contratto nullo, per altri l'indagine doveva focalizzarsi sull'intento ipotetico delle parti. In forza dell'influenza esercitata dal § 140 BGB, l'orientamento maggioritario abbandonò la tesi che richiedeva la prova di una volontà concreta diretta verso il contratto convertito ed accolse quella della volontà ipotetica, accettando il rischio di ricorrere ad una specie di finzione giuridica (in argomento, PIETROBON,

lità parziale e, qualora si ricorra all'art. 1419 c.c., produce effetti il contratto originario, mentre, nell'ipotesi in cui si applichi l'art. 1424 c.c. gli effetti sono riconducibili al nuovo negozio¹²⁹.

Date queste brevi premesse e riconcentrando l'attenzione sulla problematica che qui interessa, occorre constatare che, qualora l'intermediario non fornisca al cliente le informazioni concernenti il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi impliciti, ai fini di limitare gli effetti travolgenti conseguenti ad una denegata declaratoria di nullità totale, si potrebbe ricorrere, piuttosto che all'istituto della conversione – strumento che, per la verità, non ha mai trovato una grande diffusione nell'esperienza applicativa¹³⁰ – alla disciplina relativa alla nullità parziale.

Ciò che qui preme evidenziare è che, anche qualora si accogliesse la soluzione avallata dalle stesse Sezioni Unite del 2020 nonché dalla successiva giurisprudenza di legittimità e di merito, una nullità totale finirebbe per *iper* tutelare l'investitore, incentivando quest'ultimo ad assumere comportamenti opportunistici. Viceversa, il ricorso alla nullità parziale, volta a depurare il contratto, eliminando chirurgicamente ed esclusivamente quella parte del negozio colpita da nullità potrebbe essere una soluzione proporzionata che, nel caso specifico, permetterebbe di eliminare la sola parte del contratto non trasparente, senza però fare cadere *in toto* il negozio voluto dalle parti.

In tal modo procedendo, e quindi riconoscendo la non essenzialità delle clausole tramite cui l'intermediario informa il cliente con riguardo al *mark to market*, ai costi impliciti e agli scenari probabilistici nonché la perdurante utilità del contratto rispetto all'assetto complessivo degli interessi perseguiti nonostante la mancanza dei predetti elementi informativi, si osserverebbe la regola della conservazione del contratto (art. 1367 c.c.) e si valorizzerebbe al massimo l'interesse e la volontà dei contraenti¹³¹.

In altre parole, in caso di nullità parziale di un negozio, l'indagine diretta a stabilire se conservare parzialmente gli effetti del contratto stesso e quindi a valutare se la pattuizione nulla debba ritenersi essenziale va condotta con criterio oggettivo¹³², con la conseguenza che la nullità parziale di un contratto di *interest rate swap* non si estende all'intero negozio giuridico laddove permanga l'utilità dello stesso con riferimento agli interessi regolamentati. In tale prospettiva, il contratto di *interest rate swap* strutturato in maniera tale da realizzare la funzione voluta dalle parti, anche qualora epurato delle clausole relative al *mark to market*, ai costi impliciti e agli scenari probabilistici, realizzerebbe l'utilità perseguita dal negozio stesso con riferimento agli interessi dei contraenti,

Errore volontà e affidamento nel negozio giuridico, Padova, 1990, 269; D'ANTONIO, *La modificazione legislativa del regolamento negoziale*, Padova, 1974, 79; FRANZONI, *Della Nullità del contratto*, cit., 203).

¹²⁹ DI MAJO, *La nullità*, cit., 114.

¹³⁰ V. GANDOLFI, *Ancora sulla conversione del contratto invalido [e a proposito di una recente monografia]*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1996, II, 430.

¹³¹ CRISCUOLI, *Nullità*, cit., 103.

¹³² App. Brescia, 21 ottobre 2021, n. 1329, in *Redazione Giuffrè*, 2022; Trib. Roma, 27 maggio 2021, in *Redazione Giuffrè*, 2021.

con la conseguenza che, in questa specifica ipotesi, la nullità andrebbe eventualmente confinata alla sola clausola concernente gli elementi informativi di cui si tratta¹³³.

In particolare, concentrando l'attenzione sulla mancata comunicazione del *mark to market*, occorre prendere atto che, anche qualora si aderisse a quell'orientamento secondo cui affinché possa sostenersi che il patto sul *mark to market* sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica, il contratto di *interest rate swap* dovrebbe ritenersi non già totalmente, ma solo parzialmente nullo¹³⁴ nelle ipotesi in cui invece, al fine della determinazione del *mark to market*, si richiamassero le sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza specificare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'autorizzazione del valore prognostico. In tal caso, il contratto sarebbe parzialmente nullo con riferimento esclusivamente alla clausola del *mark to market*, atteso che, così procedendo, non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato. Inoltre, l'accoglimento della predetta soluzione troverebbe soprattutto conferma qualora la clausola del *mark to market* non assuma un peso rilevante nel contesto del contratto, come, per esempio, avviene qualora il derivato sia programmato per un breve periodo di tempo¹³⁵.

Se quindi, nell'ipotesi in cui l'intermediario non comunichi al cliente gli elementi informativi di cui si è detto, ai fini di limitare gli effetti della nullità totale, si dovrebbe applicare la disciplina di cui all'art. 1419 c.c., qualora invece si tratti della diversa questione concernente il contratto di *interest rate swap* strutturato in maniera tale da essere inadeguato agli interessi del cliente, sempre nell'ottica di circoscrivere le conseguenze della declaratoria di nullità totale, il contratto potrebbe essere recuperato tramite il ricorso allo strumento della conversione, sempre che, avuto riguardo allo scopo perseguito dalle parti, debba ritenersi che esse lo avrebbero voluto se avessero conosciuto la nullità¹³⁶.

In altri termini ancora, qualora il contratto stipulato con l'intento di coprire un rischio, sia in realtà strutturato in modo tale da non essere di fatto in grado di rispondere ai concreti interessi che le parti intendono perseguire, non si può parlare di nullità parziale, ma totale per mancanza di causa in concreto¹³⁷. Tuttavia, nell'ipotesi in cui l'intento

¹³³ D'altra parte, l'estensione all'intero negozio degli effetti della nullità parziale ha carattere eccezionale ed è a carico di chi ha interesse a fornire la prova dell'interdipendenza del restante contratto dalla clausola nulla, mentre il giudice d'ufficio non può estendere la nullità parziale all'intero contratto, sul punto, App. Salerno, 19 maggio 2022, n. 599, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

¹³⁴ Trib. Urbino, 19 ottobre 2022, n. 292, in *Redazione Giuffrè*, 2022; App. Torino, 6 ottobre 2022, n. 1046, in *Redazione Giuffrè*, 2022.

¹³⁵ DOLMETTA, LENTINI, *Tra "prestazione" e "valore" del mark to market: a margine del derivato prodotto d'impresa*, cit., 462.

¹³⁶ La domanda di conversione, da proporsi a cura della parte interessata, è certamente ammissibile ove sia avanzata nel primo momento utile conseguente alla rilevazione della nullità (Trib. Bari, 1 febbraio 2022, n. 158, in *Redazione Giuffrè*, 2022).

¹³⁷ App. Perugia, 21 ottobre 2022, n. 554, in *Redazione Giuffrè*, 2022; Trib. Alba, 22 marzo 2011, in

pratico perseguito dal richiedente (ossia la copertura di un rischio) possa essere realizzato da un diverso strumento¹³⁸, tramite l'istituto della conversione – che ha, appunto, come scopo quello di avvicinare il più possibile gli effetti del contratto a ciò che le parti hanno dichiarato – è possibile recuperare il negozio, proteggendo in tal modo gli interessi e l'affidamento dei contraenti. Così, per esempio, l'*interest rate swap* potrebbe essere convertito in un altro *swap* correggendo i tassi (a titolo esemplificativo, cambiando il parametro del tasso fisso e portandolo a creare il potenziale scambio voluto *ex ante* in modo da eliminare il disequilibrio). Oppure l'*interest rate swap* potrebbe essere convertito in una serie FRA – *future rate agreements*¹³⁹ – o in un CAP pari al tasso fisso. Inoltre, al fine di riequilibrare il contratto si potrebbe anche agire sull'*up front* inizialmente squilibrato a sfavore del cliente, per ricondurre a parità le posizioni di partenza¹⁴⁰.

Seppure è vero che, tramite l'art. 1424 c.c. il giudice, non d'ufficio, ma su istanza di parte, riqualifica il contratto, convocando le stesse e che le parti potrebbero non aver voluto un contratto diverso da quello stipulato, appare, tuttavia, conforme a buona fede che ciascun contraente rimanga vincolato agli effetti che si proponeva di trarre dal contratto nullo (ossia, nella fattispecie che qui interessa, la copertura di un rischio) e che avrebbe ugualmente cercato di realizzare con altro negozio se si fosse rappresentato l'inefficienza di quello concluso¹⁴¹. Inoltre, nonostante i suddetti limiti che l'istituto della conversione porta con sé, cionondimeno, nella fattispecie richiamata, il ricorso al predetto strumento permetterebbe, sotto il profilo macroeconomico di ovviare alle conseguenze della caducazione del contratto e, sotto quello microeconomico, di arginare eventuali iniziative opportunistiche del cliente, evitando, allo stesso tempo, a quest'ultimo i costi relativi ad una nuova negoziazione¹⁴².

www.ilcaso.it; Trib. Milano, 14 aprile 2011, in *BBTC*, 2012, 385, commentata da MAFFEIS, *Le Stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *BBTC*, 2012, 280; Trib. Salerno, 21 giugno 2011, cit.; Trib. Civitavecchia, 6 giugno 2011, in *NGCC*, 2012, 140; Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *NGCC*, 2013, I, 141. In argomento, v., *inter alia*, FORESTA, *La (discutibile) conferma della non meritevolezza degli interest rate swap con funzione di macro hedging*, in *NGCC*, 2022, 749, TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti di finanziamento del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI, LENER, Torino, 2010, 200; Id., *La negoziazione degli strumenti finanziari e i problemi della causa del contratto*, in *BBTC*, 2013, 69.

¹³⁸ Cass., 23 giugno 2022, n. 20233, in *Guida al dir.*, 2022, 4.

¹³⁹ Ciò non si può fare quando le date di pagamento non coincidono e cioè nella maggior parte dei casi (il fisso è di norma annuale o semi annuale, mentre il variabile è trimestrale o mensile) anche se si potrebbe modificare le date in fase di conversione.

¹⁴⁰ Sul punto, v. anche MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, cit., 200.

¹⁴¹ Relazione n. 650 al Codice Civile.

¹⁴² MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, cit., 203.

ABSTRACT

L'indagine si concentra nel verificare la sorte che subisce il contratto di *interest rate swap* nelle ipotesi in cui l'intermediario, prima della conclusione dell'accordo, non comunichi al cliente la sussistenza di determinati elementi informativi, con la conseguenza che, di fatto, il cliente stesso si trova a concludere il negozio senza essere stato effettivamente posto nelle condizioni di percepire la misura dell'alea che il predetto negozio porta con sé.

Nello specifico, dalla lettura delle decisioni giurisprudenziali continua a non comprendersi con chiarezza quale sia la causa della nullità del contratto nell'ipotesi in cui venga omessa l'informativa concernente il *mark to market*, i costi impliciti o gli scenari probabilistici ed in particolare, se il vizio *de quo* debba riferirsi alla mancanza di consenso, alla causa o all'oggetto.

The investigation focuses on verifying the fate of the interest rate swap contract in case the intermediary, prior to the conclusion of the agreement, does not inform the client of the existence of certain information elements, with the consequence that, in fact, the client finds himself concluding the transaction without having been effectively placed in the conditions to perceive the extent of the risk that the aforesaid transaction brings with it.

More specifically, reading the case law decisions, it is still not clear what is the cause of the nullity of the contract in case the information concerning the mark to market, the implicit costs or the probabilistic scenarios is omitted and, in particular, whether the defect in question must refer to the lack of consent, the cause or the object.