



FABIO SANTANGELI

## INTEREST RATE SWAP, GIURISPRUDENZA DI MERITO, GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ E PROFILI PROCESSUALI

Sommario: 1. La sentenza del Tribunale di Catania - 2. Un breve cenno al contenzioso in materia di contratti derivati. Vizi della struttura del contratto, vizi di forma e vizi del consenso - 2.1. La forma scritta e la legittimazione alla intermediazione finanziaria - 2.2. Il derivato con funzione di copertura e il derivato "speculativo" - 2.3 Il contratto derivato e la c.d. "bilateralità" dell'alea. - 2.4 Razionalità dell'alea. - 2.5 Determinabilità dell'oggetto del derivato. Il ruolo del Mark to market. - 2.6 Mark to market negativo o indeterminato, commissioni occulte, squilibrio contrattuale e finalità speculativa nei derivati. La tesi della annullabilità del contratto. - 3. L'orientamento seguito dal Tribunale di Catania. La nullità per difetto di causa concreta: l'alea irrazionale e la necessaria determinabilità del *Mark to market*. - 4. I recenti sviluppi della giurisprudenza delle Sezioni Unite e della giurisprudenza di merito IRS. - 5. La mancata indicazione del Mark to market e l'indeterminatezza dell'oggetto del contratto. L'ipotesi alternativa non seguita dal Tribunale di Catania - 6. Gli obblighi informativi a carico dell'intermediario: violazione e risoluzione del contratto derivato

### 1. La sentenza del Tribunale di Catania

La sentenza 09 febbraio 2020 n.528 del Tribunale di Catania si iscrive nel più recente indirizzo giurisprudenziale in tema di nullità dei contratti derivati c.d. *over the counter* inaugurato dalla Corte d'Appello di Milano nel settembre 2013.

Questa la sintesi della decisione commentata: il contratto di *Interest rate swap* – più comunemente definito contratto di Swap<sup>1</sup> – è nullo ove non sia individuata nel contratto in modo espresso la formula matematica volta a indicare il c.d. Mark to market<sup>2</sup> - ossia il valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato - traducendosi, tale omissione, nell'impossibilità da parte del contraente investitore di assumere un rischio consapevole (misurabile), elemento imprescindibile della causa concreta del contratto.

La vicenda origina da un'operazione di mutuo fondiario e successivo *lease-back* immobiliare, rispetto al quale l'istituto di credito convenuto, a distanza di un anno dalla sottoscrizione del contratto di leasing, proponeva alla conduttrice l'estinzione di un precedente contratto di *Interest rate swap* (che presentava un Mark to market negativo) sostituendo a tale strumento finanziario un contratto di *Interest rate cap*<sup>3</sup> (più comunemente Cap) e un

<sup>1</sup> Al fine di delineare esattamente la natura di tale strumento finanziario si riporta una recentissima definizione dello Swap esposta dalla sentenza della Corte appello Firenze sez. I, 16/12/2019, n.3034: "Lo schema dello swap (letteralmente "scambio"), come tipizzato dalla prassi commerciale mutuata dal mondo anglosassone, dà luogo ad un rapporto obbligatorio derivato, nel senso che il valore economico negoziato "deriva" dall'andamento del valore di un'attività sottostante riscontrato ad una certa scadenza o in un determinato lasso di tempo, secondo una funzione matematica che, collegando il valore del derivato al sottostante, determina il risultato economico del rapporto di scambio (pay-off). Il sottostante può essere della più varia natura e così, a seconda del parametro di mercato assunto, possono aversi contratti swap: a) sui tassi di interesse (interest rate swap), su valute (currency swap), su merci (commodity swap), sul rischio creditizio (credit default swap), eccetera. In ciascuno dei casi, lo scopo pratico perseguito dal contraente può essere di natura speculativa (trading), oppure di copertura (hedging) rispetto ad un rapporto obbligatorio collegato".

<sup>2</sup> L'espressione si traduce letteralmente come "valutare secondo il mercato" e costituisce un metodo di valutazione che aggiusta in modo sistematico il valore di un contratto o di uno strumento finanziario in relazione ai prezzi di mercato correnti.

<sup>3</sup> Si tratta di una tipologia di contratto derivato attraverso il quale l'intermediario (venditore del CAP), a fronte dell'incasso immediato di un premio, prende in carico l'obbligo di corrispondere all'investitore, un importo ottenuto moltiplicando un capitale convenzionale per quello che è il differenziale tra il tasso variabile di riferimento prescelto e il tasso fisso concordato al momento della stipula del contratto, fino alla fine di ciascun periodo di riferimento. Il contratto si struttura su un nozionale di riferimento (ossia l'importo su cui viene calcolato il singolo tasso di interesse), un tasso variabile indicizzato (solitamente tasso Euribor) e un tasso c.d. Strike (ossia un parametro fisso di interessi).

In sostanza questo tipo di accordo sancisce che, in una data futura prestabilita, qualora il tasso d'interesse concordato alla stipula del contratto abbia superato il tasso di riferimento prestabilito, il venditore dovrà necessariamente liquidare all'acquirente un importo che corrisponde al costo del differenziale dei due tassi, fino alla successiva data di riferimento. La funzione di tale contratto è spesso quella di tutelare l'investitore dall'eccessiva fluttuazione del tasso variabile di un negozio di finanziamento.



nuovo contratto di *Interest rate swap* (c.d. Swap). I due nuovi strumenti finanziari avrebbero dovuto perseguire il fine di garantire la copertura dei rischi derivanti dal contratto di leasing. Scopo dell'operazione era quindi proteggere l'investitore contro un eventuale eccessivo rialzo del tasso variabile del leasing e commutare il rendimento del contratto di leasing, da tasso variabile a fisso.

Tuttavia, dopo un primo breve periodo caratterizzato da flussi positivi a vantaggio dell'investitore, i due derivati hanno prodotto flussi ad esclusivo vantaggio della banca, aggravando l'onere finanziario della conduttrice del leasing, costretta ad aggiungere agli interessi passivi del rapporto principale il tasso di interesse differenziale maturato in conseguenza al CAP e allo Swap.

Da ciò l'avvio dell'azione giudiziaria da parte della società investitrice, al fine di contestare la nullità del contratto quadro e dei due contratti derivati, nonché, in subordine, l'annullabilità ovvero la risoluzione dei contratti.

Il Tribunale di Catania, rigettando le contestazioni sulla forma dei contratti<sup>4</sup>, ha ritenuto che, alla luce della ricostruzione fattuale dei due strumenti derivati sottoscritti, gli stessi perseguissero una finalità di copertura, e fossero, quindi, in linea con la finalità perseguita da entrambe le parti.

L'attenzione del giudice si è invece concentrata sulla valutazione dell'alea contrattuale, conducendo il Tribunale a dichiarare la nullità dei due contratti derivati per insussistenza della causa concreta. Il Tribunale di Catania ha ritenuto che l'alea assunta dall'investitore negli strumenti negoziali contestati non presentava i caratteri della razionalità, elemento indispensabile per consentire all'investitore una scelta consapevole dei rischi assunti. L'assenza di formule per calcolare il valore dello strumento finanziario sottoscritto (c.d. Mark to market) impedisce all'investitore di conoscere un elemento informativo necessario per assumere l'alea contrattuale.

Del tutto insufficienti sono, per il Tribunale di Catania, l'indicazione di criteri di calcolo non matematici, ovvero il rinvio alla prassi di calcolo dei mercati finanziari, e ciò perché la misurazione del rischio connesso ai contratti contestati richiede competenze che sono certamente presenti nell'intermediario ma che non possono ravvisarsi nell'investitore che non è un operatore qualificato.

## **2. Un breve cenno al contenzioso in materia di contratti derivati. Vizi della struttura del contratto, vizi di forma e vizi del consenso**

Da anni i contratti derivati negoziati *over the counter* sono oggetto di un rilevante contenzioso giudiziario che si è sviluppato principalmente sui derivati collegati ad operazioni di finanziamento, come mutui e leasing immobiliari.

La prassi dell'utilizzo di tali negozi a supporto<sup>5</sup> dell'attività tipicamente bancaria di concessione del credito è, infatti, fenomeno relativamente recente<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Ovvero sulla sottoscrizione da parte del solo investitore del contratto quadro e dei singoli contratti di investimento, con richiamo alla decisione delle sezioni Unite della Cassazione (Cass. Civ. Sez.Un. 16.1.2018 n. 898, Sez. Un. 1653/ 2018) secondo cui il requisito della forma scritta del contratto-quadro, disposto in ordine ai servizi di investimento ai sensi dell'art 23 del d.lgs. 58/1998, è rispettato ove sia redatto il contratto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente la sola sottoscrizione dell'investitore, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti.

<sup>5</sup> Nella prassi bancaria, la stipula di un contratto derivato di swap su tassi di interessi (Interest rate swap o IRS) - nella formula del c.d. Plain vanilla (si tratta della forma classica del contratto di IRS che prevede lo scambio di due diverse tipologie di tasso - tasso fisso o tasso variabile - sullo stesso nozionale di riferimento a scadenze predeterminate con pagamento del differenziale (ossia con compensazione), ovvero con opzioni cap (che prevede un tetto massimo di variazione del tasso variabile al cui superamento è condizionata la prestazione di una delle parti) o floor (ossia con la misura minima di oscillazione del tasso variabile al di sotto del quale, comunque, una delle parti è tenuta al pagamento del tasso minimo determinato) - è spesso collegato a un contratto di finanziamento, concesso con maturazione degli interessi corrispettivi a tasso variabile. Lo strumento finanziario viene, quindi, strutturato in modo tale da consentire la riduzione del rischio sull'eccessiva variazione del tasso di interesse applicato al finanziamento, neutralizzato dai flussi finanziari derivanti dal contratto di IRS.



Il mercato finanziario ha sempre assistito alla negoziazione di contratti derivati c.d. Swap (cioè di strumenti negoziali in cui le parti si scambiano valori o somme sulla base di parametri di riferimento che mutano), perlopiù utilizzati da operatori bancari, ovvero da operatori commerciali. L'utilizzo di tali negozi è stato spesso orientato alla copertura di rischi relativi a compravendite in divisa estera<sup>7</sup>.

È l'introduzione della figura negoziale del derivato a copertura di operazioni di finanziamento che ha determinato la necessità di un intervento più incisivo da parte del legislatore (comunitario e nazionale). La ragione è di immediata evidenza. Le operazioni di finanziamento coinvolgono tutte le imprese commerciali e i privati che hanno una controparte negoziale estremamente competente nel settore finanziario (prevalentemente istituti di credito). Ciò ha indotto la necessità di approntare una più adeguata forma di tutela nei confronti di quegli operatori – commerciali e non - meno avvezzi all'utilizzo di pratiche finanziarie molto articolate, specie in ragione del tessuto produttivo italiano costituito per la maggior parte da piccole imprese.

Dopo l'introduzione di un'apposita regolamentazione normativa<sup>8</sup> - da ultimo prevista nel testo unico finanziario (TUF<sup>9</sup>) e nei diversi Regolamenti Consob - si è elaborata la definizione degli Swap come "scommesse legalizzate", contratto tipizzato e aleatorio<sup>10</sup>.

Gli interpreti hanno concentrato l'attenzione sui limiti di validità di tale strumento negoziale, nato nella prassi commerciale e riconosciuto dal legislatore.

Diversi sono i vizi elaborati dalla dottrina e dalla giurisprudenza che hanno condotto alla nullità degli swap e che consentono di ricostruire come il contratto in questione deve essere strutturato per essere considerato valido nel nostro ordinamento.

## 2.1. La forma scritta e la legittimazione alla intermediazione finanziaria

In primo luogo, i vizi attengono ad aspetti formali e di legittimazione dell'intermediario.

La giurisprudenza, infatti, si è concentrata sul tema della validità dei singoli contratti derivati (ossia dei singoli ordini di strumenti finanziari di investimento) stipulati in assenza di un preliminare contratto quadro<sup>11</sup> elaborato in forma scritta e consegnato in copia all'investitore<sup>12</sup>.

---

<sup>6</sup> Ancora negli anni 90, nell'attenta descrizione e distinzione tra le diverse tipologie rientranti nell'unica categoria finanziaria degli Swap, in dottrina si illustravano le forme contrattuali finanziarie in questione senza mai far cenno all'utilizzo pratico funzionale alla copertura di finanziamenti bancari. A tal riguardo si veda quanto scritto da Francesco A. Caputo Nasseti, *Considerazioni in tema di swaps*, Giurisprudenza Commerciale, 1993, p. 321 ss.

<sup>7</sup> Si veda, in merito un caso concreto di applicazione nei rapporti commerciali dello strumento dello swap, quanto riportato in nota da C. M. De Iulii, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2004, fasc. 3, p. 395: "Ad es., l'esportatore italiano di una collezione di alta moda pattuisce col proprio acquirente americano la vendita dell'intera collezione per 1 mln USD, con pagamento a 30 gg. dalla consegna. Al momento della stipula il corso del dollaro americano è di euro 0,97: tra 30 gg. quale sarà il corso del cambio? Se il dollaro perderà valore, ecco che l'esportatore avrà inevitabilmente una perdita, e poiché egli non può determinare con certezza quali saranno le liquidità su cui potrà fare affidamento per i propri affari tra 30 gg., decide di concludere un contratto con un importatore che ha lo stesso problema, ma di segno opposto (questi ha pattuito con un rivenditore americano l'acquisto di certa merce per 1 mln di USD, con pagamento a 30 gg.; oggi il cambio è di euro 0,97, ma tra trenta gg. Il relativo corso potrà crescere, sicché anche l'importatore potrebbe conseguire una perdita economica dall'affare). Per neutralizzare i rispettivi rischi, le parti convengono di adottare, come parametro, il cambio del dollaro (può essere, tuttavia, anche un altro rapporto di cambio al quale sarebbero disposte a comprare o a cedere la valuta in questione) alla data di conclusione dei rispettivi contratti?".

<sup>8</sup> Dapprima con la L. 2 gennaio 1991, n. 1, *Disciplina dell'attività di intermediazione e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari* e successivamente con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. «Eurosim»).

<sup>9</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari febbraio 1998, n. 58.

<sup>10</sup> Non è mancato in dottrina chi ha originariamente attribuito agli strumenti derivati elaborati nella forma degli swap natura di contratti commutativi, nei quali, quindi, la misura della prestazione non dipende dal verificarsi di un evento incerto (in tal senso Francesco A. Caputo Nasseti, *Considerazioni in tema di swaps*, cit. p. 323). L'orientamento dottrinario e giurisprudenziale pacifico, tuttavia, individua in tali contratti di scambio natura di contratti aleatori.

<sup>11</sup> Il contratto quadro di intermediazione finanziaria determina la nascita di un rapporto continuativo di prestazione di servizi di intermediazione e disciplina i diversi servizi alla cui prestazione l'intermediario si obbliga verso il cliente. Di fatto si traduce in un mandato ad operare conferito dall'investitore all'intermediario.



La questione della validità della forma scritta ha riguardato anche l'ipotesi in cui il contratto quadro prevede un'apposita forma per la stipula dei singoli strumenti finanziari, introducendo un'ipotesi di forma scritta convenzionale la cui violazione determina la nullità dei contratti finanziari acquistati dall'investitore<sup>13</sup>.

Da ultimo, l'attenzione si è incentrata sul fenomeno dei contratti quadro "monofirma" (sottoscritti, cioè, soltanto dall'investitore) considerati da una parte della giurisprudenza nulli per difetto di forma scritta. Tale indirizzo sembra ormai superato a seguito dell'intervento delle Sezioni Unite nel 2018<sup>14</sup> che ha ritenuto valida la forma scritta dei contratti in questione anche con l'apposizione della sola firma del cliente, non essendo necessario la sottoscrizione da parte dell'intermediario bancario il cui consenso può desumersi dai comportamenti concludenti tenuti dallo stesso<sup>15</sup>.

Quanto al profilo soggettivo, invece, la negoziazione degli strumenti finanziari derivati è legittima solo se svolta da intermediari abilitati<sup>16</sup>. La giurisprudenza, infatti, si è occupato di sanzionare con la nullità i contratti sottoscritti da c.d. intermediari abusivi, ossia da soggetti (persone fisiche o giuridiche) privi delle richieste autorizzazioni ai fini dell'esercizio dell'attività d'intermediazione mobiliare e non iscritti nel relativo albo dei soggetti abilitati<sup>17</sup>.

## 2.2. Il derivato con funzione di copertura e il derivato "speculativo"

La questione della validità degli strumenti finanziari ha investito, poi, lo scopo del contratto, l'utilità economica concreta per le quali le parti sottoscrivono le operazioni di investimento in prodotti derivati, per loro natura aleatori e caratterizzati dallo scambio reciproco di prestazioni (scambio di flussi) tra investitore e intermediario.

Con la sottoscrizione di un prodotto derivato, lo scopo che le parti contrattuali possono perseguire può essere meramente speculativo (c.d. *trading*) (e, in tal caso, il contratto non ha altro scopo se non quello di consentire l'attribuzione ad una delle parti del vantaggio economico derivante dell'andamento dei tassi posti alla base della scommessa legalizzata); in alternativa, lo scopo pratico che le parti possono perseguire attraverso lo strumento finanziario derivato in questione è la finalità di copertura del rischio di un altro negozio collegato (c.d. *hedging*).

È ormai divenuto comune utilizzare gli strumenti derivati a copertura di rischi connessi a finanziamenti. In tal caso il contratto è certamente lecito. E tuttavia, è altrettanto possibile indicare se tale contratto non persegue tale finalità di copertura e sia, invece, meramente speculativo.

---

<sup>12</sup> L'art. 23, comma 1 D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico Finanziario – TUF) prescrive che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, e, se previsto, anche i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori siano redatti per iscritto ed un esemplare sia consegnato ai clienti. L'obbligo della forma scritta previsto all'art. 23 Testo Unico Finanziario si riferisce al solo c.d. contratto quadro e non all'investimento finanziario – che sia un ordine di investimento o un contratto in strumenti derivati – concluso in esecuzione del contratto quadro (ex multis: Cass. civ., sez. I, sent. n. 7283 del 22-03-2013; Cass. civ. sez. I, sent. n. 28432 del 22-12-2011; Cass. civ., sez. I, sent. n. 10598 del 19-05-2005).

<sup>13</sup> È stato, infatti, rilevato dalla Corte di Cassazione che: "In tema di intermediazione finanziaria, la forma scritta è prevista dalla legge per il contratto quadro e non anche per i singoli ordini, a meno che non siano state le parti stesse a prevederla per la sua validità ai sensi dell'art. 1352 c.c., assumendo, in tale ultima ipotesi, la finalità di assicurare una maggiore ponderazione da parte dell'investitore, di garantire all'operatore la serietà di quell'ordine e di permettergli una più agevole prova della richiesta ricevuta (...)" Cass. civ., sez. I, sent. n. 16053 02-08-2016 (conf.: Cass. civ., sez. I, sent. n. 3950 del 29-02-2016).

<sup>14</sup> Cassazione civile, SS.UU., sentenza 16/01/2018 n° 898.

<sup>15</sup> Si veda, a tal riguardo la recentissima Cass. Civ., Sez. VI, 25 febbraio 2020, n. 5267, nonché Cassazione civile, Sez. VI, n. 24669 del 3 ottobre 2019, in linea con la statuizione delle sezioni unite.

<sup>16</sup> Accanto agli intermediari bancari, sono abilitati, nel nostro ordinamento l'esercizio attività di investimento in strumenti finanziari anche le società di gestione del risparmio (SGR), le SICAV, le SIM, e le altre imprese di investimento per le quali il TUF prevede un'apposita disciplina sull'esercizio dell'attività di intermediazione all'interno del territorio italiano previa iscrizione in appositi albi.

<sup>17</sup> Si veda in tal senso Corte di Cassazione, 6 aprile 2001, n. 5114; Corte di Cassazione, 15 marzo 2001, n. 3753; Corte di Cassazione, 7 marzo 2001, n. 3272.



In caso di contestazione sulla validità del contratto di IRS, tale distinzione costituirà dunque il primo elemento valutativo rimesso al giudice.

Per comprendere se il contratto derivato sia stato stipulato con la volontà di perseguire una finalità di copertura ovvero sia un contratto finanziario meramente speculativo, si avrà ovviamente riguardo alle dichiarazioni eventuali espresse dalle parti nel contratto<sup>18</sup>, ovvero in assenza il giudice sarà chiamato a verificare, sulla base degli elementi acquisiti agli atti (e alle affermazioni delle parti nel giudizio), se il contratto oggetto di contestazione sia stato sottoscritto con la finalità di garantire o meno un'altra operazione. Aiuteranno, in tal caso, anche elementi e indicazioni quali il momento in cui è stata concluso il derivato<sup>19</sup>, il riferimento a un comune nozionale tra un contratto di mutuo in essere tra le parti e il derivato; ancora, saranno rilevanti eventuali prove acquisite nel corso del giudizio (si pensi allo scambio di e-mail nelle quali si qualifichi il contratto derivato come derivato di copertura).

Se, all'esito di tale valutazione il Giudice riterrà che il contratto derivato sia stato stipulato con l'intenzione di perseguire una finalità di copertura, si passerà a valutare l'esistenza degli elementi essenziali per la sua validità. A tal riguardo è bene rilevare che il derivato speculativo non è vietato dal nostro ordinamento.

L'orientamento dominante in giurisprudenza e dottrina<sup>20</sup> vuole che all'interno del nostro ordinamento giuridico anche gli strumenti finanziari derivati con finalità meramente speculativa siano ritenuti validi, ovvero siano ritenuti negozi con una causa (funzione economico sociale) meritevole di tutela.

Il legislatore italiano ha ammesso la possibilità che investitori possano "scommettere" sulla variazione di alcuni valori di riferimento obbligandosi a scambiare flussi differenziali con un intermediario finanziario senza necessariamente perseguire obiettivi di copertura di altri rischi<sup>21</sup>.

Ciò non vuol dire che i derivati speculativi ammessi dall'ordinamento siano sempre validi.

Rimane fermo anche per il derivato con funzioni meramente speculative l'obbligo di forma scritta, necessario per il contratto quadro e per il singolo contratto di investimento (ove previsto dalle parti ex art. 1352 c.c.). Il contratto di swap speculativo deve essere, inoltre, strutturato in modo tale da prevedere la concreta possibilità per l'investitore che il contratto possa produrre risultati favorevoli a suo favore (la c.d. bilateralità dell'alea, di

---

<sup>18</sup> Le parti contrattuali, infatti, potranno indicare nel contratto di investimento la specifica natura speculativa del contratto ovvero la finalità di copertura rispetto a un altro rapporto contrattuale in essere.

<sup>19</sup> Si pensi, infatti, all'ipotesi in cui il derivato sia stato sottoscritto nella medesima data di stipula di un contratto di finanziamento.

<sup>20</sup> A tal riguardo, si veda in dottrina Delfini F., *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, su *Contratto e Impresa*, 2015, 4-5, p. 911.

<sup>21</sup> Si veda ad esempio Tribunale di Genova, Ordinanza del 30 novembre 2015, secondo cui "L'aleatorietà si atteggia in maniera differente a seconda della funzione in concreto perseguita dalle parti con la singola operazione, distinguendosi ipotesi in cui l'elemento aleatorio costituisce l'unica ragione determinante le parti alla stipulazione del negozio, da altre in cui esso costituisce solo una componente della più complessa causa contrattuale, rivestendo il contratto finalità ulteriori, quali quella di protezione o di copertura da rischi"; ovvero in maniera più esplicita, Tribunale di Roma, 25 ottobre 2013 secondo cui: "La natura aleatoria dei contratti di swap non è certamente di per sé incompatibile con l'esistenza e la liceità della loro causa anche quando hanno finalità speculative e non di copertura"; Corte di Appello di Milano, I sez., 3 marzo 2016: "Concludere contratti derivati sempre più speculativi non incide sulla liceità della causa, considerando che i derivati sono contratti riconosciuti dall'ordinamento come tipicamente aleatori e che l'investitore ben potrebbe, quale alternativa alla rinegoziazione, interrompere il rapporto e saldare il debito".

Si è, però, precisato in dottrina che è essenziale nel contratto di Swap stipulato da intermediari finanziari esplicitare quale sia l'intento perseguito dalle parti, tenuto conto che la struttura del contratto (che prevede solo la regolamentazione dello scambio di prestazioni a scadenze prefissate) non è idoneo a manifestare la causa contrattuale. In tal senso, si veda C. M. De Iulii, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit., p. 406, il quale ha affermato che "ci si rende conto di come nello swap (Trib. Milano, 24 novembre 1993) sia necessario esplicitare l'intento negoziale delle parti, poiché la sua struttura (un mero baratto di prestazioni pecuniarie a scadenze prefissate) appare del tutto inadatta ad esprimerlo, conclusione che sembra suggerita dallo stesso sistema normativo di riferimento. In particolare, nell'art. 28, comma 4o, reg. int., si parla di operazioni in strumenti derivati « disposte dall'investitore per finalità diverse da quella di copertura dei rischi » e nel successivo art. 37, con riguardo al contenuto minimo del contratto di gestione su base individuale, si prescrive di precisare in quest'ultimo se gli strumenti finanziari derivati possono essere utilizzati per finalità diverse da quelle di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione, con ciò implicitamente ammettendo una distinzione tra swaps stipulati a scopo di copertura e swaps stipulati a scopo meramente speculativo".



cui si tratterà nel prossimo paragrafo). L'oggetto del contratto di swap, anche se speculativo, deve inoltre consentire di quantificare, e dunque di determinare, il c.d. *Mark to market* (così come tutti gli altri elementi essenziali delle prestazioni nascenti dal contratto). Tutti gli elementi informativi che consentono di comprendere il rischio devono essere esplicitati e chiari (necessità che si impone per consentire una accettazione del rischio consapevole, c.d. razionalità dell'alea). Ovviamente, nelle operazioni di investimento in strumenti derivati meramente speculativi, l'attenzione al profilo dell'adeguatezza dell'operazione rispetto alla tipologia di investitore dovrà essere valutata con maggior rigore<sup>22</sup>.

Questi elementi minimali devono essere presenti in ogni contratto derivato a prescindere dalla sua funzione di copertura o speculativa.

Per la validità dei contratti di *Interest rate swap* con funzione di copertura è però indispensabile la presenza di ulteriori elementi oltre a quelli sopra esposti.

Come è stato più volte affermato in dottrina e giurisprudenza di merito e di legittimità, per ritenere valido il derivato che persegue una finalità di copertura è necessario accertare l'esistenza di una correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine<sup>23</sup>.

Detto in altri termini, il giudice sarà chiamato a compiere una valutazione tra il concreto funzionamento del contratto stipulato dalle parti e l'effettiva capacità dello stesso di evitare il rischio di eccessive oscillazioni del mercato dei tassi. Si tratta molto spesso di un'operazione che richiede competenze tecniche specifiche. La valutazione giuridica segue spesso l'analisi tecnica dello scambio di flussi pattuito tra le parti che coinvolge regole di matematica finanziaria e la comprensione di scenari probabilistici di variazione dei tassi.

La ripartizione dell'onere probatorio assume una rilevanza centrale a tal riguardo.

È onere dell'intermediario finanziario dimostrare il rispetto della normativa primaria e secondaria e, in particolare, il rispetto della finalità di copertura del derivato<sup>24</sup>. In caso di contestato difetto della finalità di copertura, dovrà essere l'intermediario finanziario ad allegare e provare tutte le circostanze in grado di poter consentire l'accertamento del rispetto della predetta finalità. In assenza, risulterà soccombente.

La *correlazione tra caratteristiche tecnico finanziarie* tra derivato e operazione garantita - espressione sopra richiamata (di per sé indeterminata), per individuare il discrimina tra derivati con finalità di coperture derivati di natura speculativa - si è tradotta in concreto nell'indicazione di una serie di elementi indispensabili che lo strumento finanziario derivato di copertura deve presentare per poter essere ritenuto valido.

Ha certamente contribuito a riempire di contenuto l'espressione richiamata la regolamentazione dettata dall'organo di vigilanza dei mercati finanziari, la Consob, che con la direttiva 26 febbraio 1999 n. 99013791<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Anche prescindendo dalla incidenza sulla causa concreta del contratto e sulla razionalità dell'alea, gli obblighi informativi posta carico dell'intermediario nel TUF, imporranno di valutare se concretamente l'intermediario ha offerto una consulenza sull'adeguatezza dell'investimento. La documentazione contrattuale, quindi, dovrà espressamente contenere una scheda di valutazione sul prodotto e, ove la natura speculativa del prodotto non sia in linea con la diversa qualifica dell'investitore, la circostanza dovrà essere espressamente segnalata dall'intermediario pena la violazione di uno specifico obbligo imposto dal TUF.

<sup>23</sup> In tal senso Cassazione civile sez. I, 31/07/2017, (ud. 27/07/2017, dep. 31/07/2017), n.19013; Tribunale Mantova, 24 Maggio 2019, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); In tal senso si veda, per tutti, A. Tucci, La negoziazione degli strumenti finanziari, cit., p. 87 e, in giurisprudenza, Trib. Bari, ord. 15.07.2010, in *Contratti*, 2011, 3, p. 244 e App. Trento, 03-06-2013, in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 62.

<sup>24</sup> Si veda in tal senso, da ultimo, Tribunale di Roma, 3 marzo 2020 secondo cui: "*va ribadito che grava sulla banca, al fine di provare l'avvenuto rispetto della più volte richiamata direttiva Consob del 1999, l'onere di produrre idonea documentazione a riprova dell'allegata funzione di copertura dei due derivati?*".

<sup>25</sup> Preceduta dalla Direttiva n. 98065074 del 6.08.1998 e a cui ha fatto seguito la D.E.M. n. 1026875 del 11.04.2001, tutte dello stesso contenuto.



ha indicato quali sono le caratteristiche indispensabili per poter qualificare uno strumento finanziario derivato con finalità di copertura<sup>26</sup>.

Il rispetto di tali caratteristiche strutturali per la validità del contratto, è stato invocato dalla giurisprudenza che, anche recentemente ha rilevato come *“La normativa dell’art. 21 TUF e dell’art. 26 Regolamento Consob n. 11522 comporta che dalla necessaria cura dell’interesse oggettivo del cliente dipende la meritevolezza degli interessi prescritta dall’art. 1322 c.c. Nel valutare, ai sensi della norma dell’art. 1322 c.c., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato IRS, il giudice non può comunque prescindere dalle prescrizioni normative di cui all’art. 21 TUF e all’art. 26 Regolamento Consob n. 11522, nonché, per i contratti IRS con funzione di copertura, dalla verifica dell’effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26 febbraio 1999”*<sup>27</sup>.

L’applicazione giurisprudenziale dei criteri elaborati dalla Consob ha poi fornito qualche esempio per meglio comprendere le ipotesi di invalidità dei contratti IRS stipulati con l’intenzione di garantire una finalità di copertura di un finanziamento e privi di tale caratteristica.

È quindi possibile ricostruire gli elementi essenziali che consentono di ritenere valido un IRS che abbia finalità di copertura:

a) In primo luogo, occorre che i documenti contrattuali relativi al derivato indichino espressamente l’esistenza di una finalità di copertura dello strumento finanziario rispetto ad un’altra operazione di finanziamento che si vuol garantire<sup>28</sup>.

b) Inoltre, perché il contratto IRS sia valido e persegua la finalità di copertura dichiarata, occorre che:

-il derivato presenti il medesimo importo a titolo di nozionale (ossia l’ammontare su cui vengono calcolati gli interessi che le parti si scambiano reciprocamente a scadenze prefissate) rispetto all’importo oggetto del finanziamento<sup>29</sup> (sia alla stipula del contratto sia alle successive scadenze relativa allo scambio dei flussi finanziari<sup>30</sup>).

---

<sup>26</sup> In particolare, è stato ritenuto essenziale dall’Autorità di vigilanza che: *“a) le operazioni su derivati siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre posizioni detenute dal cliente (c.d. posizioni base); b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia, ecc.) dell’oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; c) le condizioni di cui ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne dagli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo a caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno”*.

<sup>27</sup> In tal senso Cassazione civile sez. I, 31/07/2017, (ud. 27/07/2017, dep. 31/07/2017), n.19013 su Banca Borsa Titoli di Credito 2018, 1, II, 1. Della giurisprudenza di merito, ancor più recentemente, si è ribadita la centralità delle deliberazioni Consob e dei requisiti da essa previsti per accertare l’effettiva sussistenza di una finalità di copertura dello strumento derivato (si veda in tal senso Tribunale Firenze, 25 agosto 2020, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>28</sup> In tal senso si veda Tribunale Verbania, 23 Luglio 2015. Est. Maria Cristina Persico, secondo cui : *“L’accertata assenza della dichiarata finalità di copertura, l’assenza di qualsivoglia documentazione attestante l’interesse del cliente sotteso alla quantificazione del nozionale nei limiti convenuti ne comporta la nullità per difetto di causa, ai sensi dell’art. 1418, comma 2 c.c. (nello stesso senso Trib. di Monza, 17.07.2012, n. 2028).”*

<sup>29</sup> Si pensi, ad esempio, all’ipotesi in cui il nozionale di riferimento del contratto derivato alla stipula sia pari a € 1.000.000, mentre il contratto di mutuo sia stato concesso per una somma di € 900.000. Il caso è stato affrontato dalla Sentenza della Corte di Appello di Trento 03 maggio 2013, n. 141, su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), che ha escluso la finalità di copertura (di un precedente finanziamento ricevuto da una società alberghiera) con riferimento ad un derivato IRS. La Corte ha, infatti, rilevato che il capitale nozionale di riferimento del derivato (1 milione e trecentomila euro) non coincideva con l’importo per il quale la società alberghiera risultava esposta nel mutuo all’atto della stipula dello swap (circa 1.750.000 euro).

Ovvero, si pensi al caso in cui il calcolo degli interessi per le rate successive sia elaborato su un nozionale che non corrisponde alla sorte capitale residua del finanziamento in corso alla medesima data (ossia il caso in cui alla seconda o terza rata di scambio di flussi il capitale residuo su cui maturano gli interessi sia pari ad € 980.000 mentre, alla medesima scadenza la sorte capitale residua di finanziamento sia pari a € 870.000). La mancanza di finalità di copertura è immediatamente evidente.

Lo scopo del contratto derivato è quello di far sì che gli interessi che maturano e che vengono scambiati tra l’intermediario e l’investitore assicurino una oscillazione neutrale degli interessi maturati sul mutuo (o altra operazione finanziata). Tenuto conto che gli interessi maturati sul finanziamento e sul derivato sono calcolati su importi diversi - nei casi sopra richiamati- non si potrà oggettivamente mai avere alcuna finalità di copertura concretamente perseguita.



-vi sia corrispondenza tra fra il tasso variabile applicato al contratto di finanziamento che si vuol garantire e il tasso variabile che l'intermediario sia obbligato a corrispondere, a scadenze prefissate, a vantaggio dell'investitore<sup>31</sup>.

- la finalità di copertura, ancora, non può ritenersi sempre rispettata anche nel caso in cui si raggiunga effettivamente lo scopo di trasformare il mutuo garantito da finanziamento a tasso variabile in finanziamento a tasso fisso. Occorre valutare le concrete modalità con cui si realizza tale apparente finalità di copertura. Si è, infatti ritenuto che, se il contratto derivato prevede il pagamento di tassi fissi crescenti negli anni per l'investitore (a fronte del tasso variabile che l'intermediario si obbliga a corrispondere), pur essendo conseguito lo scopo di trasformare il finanziamento a tasso variabile in un finanziamento a tasso fisso, il fine di garantire l'investitore dalla variazione in aumento del tasso variabile viene concretamente vanificato e il contratto non ha più scopo di copertura<sup>32</sup>.

---

Ancora, sempre con riferimento all'identità transnazionale del derivato e del debito garantito, un'ulteriore fattispecie decisa dalla giurisprudenza di merito riguarda il caso di una pluralità di contratti IRS asseritamente stipulati a garanzia di una complessiva esposizione debitoria dell'investitore. La sentenza del Tribunale di Ravenna 08.07.2013 n. 842, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), condividendo le conclusioni del CTU, ha ritenuto, infatti, che la stipula di ben 4 strumenti derivati, asseritamente volti a perseguire una finalità di copertura del rischio, non presentavano un nozionale di riferimento rispondente all'indebitamento esistente alla data di stipula a carico dell'investitore e si caratterizzavano, quindi, per la loro natura speculativa. Si veda ancora nel medesimo senso Tribunale Mantova, 24 Maggio 2019.

<sup>30</sup> Si veda, a tal riguardo, Tribunale di Roma 3 marzo 2020 che, ha accertato che *“il capitale nozionale iniziale del derivato non corrispondesse al debito residuo del contratto di mutuo”* censurando la nullità dell'IRS, ha rilevato che l'assenza del piano di ammortamento del mutuo ha precluso un'altra validazione della funzione di copertura poiché: *“La possibilità di esaminare tale documento sarebbe stata essenziale non solo per verificare il debito residuo alla data di inizio dell'IRS ma anche per poter esprimere un giudizio sull'effettiva funzione di copertura espletata dal contratto di Interest rate swap. Infatti per dare un giudizio sull'idoneità di un derivato a fungere da strumento di copertura, l'analisi non può essere limitata al momento della sua conclusione ma deve necessariamente essere estesa a tutto il periodo di ammortamento”*. Al fine di verificare la effettiva finalità di copertura del derivato, l'istituto di credito convenuto, dovrà, quindi, allegare non solo il contratto di mutuo (che dovrà essere espressamente richiamato nella documentazione contrattuale del derivato) ma anche il piano di ammortamento dello stesso, onde poter verificare l'effettiva rispondenza dell'indicizzazione al nozionale di riferimento tra i due rapporti negoziali collegati.

<sup>31</sup> Si pensi all'ipotesi decisa dalla Corte di Appello di Trento 03 maggio 2013, n. 141, cit, ove il tasso variabile (cui era indicizzato il mutuo) coincideva con Euribor 6mesi, mentre il tasso variabile dell'IRS è risultato essere agganciato ad Euribor 3 mesi. Anche in tal caso, la diversità del tasso variabile non consente di raggiungere in concreto la finalità di copertura dichiarata dalle parti.

<sup>32</sup> A tal riguardo può richiamarsi il caso deciso dal Tribunale di Monza con la sentenza 17.07.2012 n. 2028, Rel. S. Sommariva. In tale occasione, il Tribunale ha ritenuto privo di finalità di copertura, un contratto derivato standard, denominato *Plain Vanilla Swap*, stipulato con il precipuo obiettivo di copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse di un finanziamento contratto a tasso variabile. Il finanziamento contratto dall'investitore prevedeva una durata di ammortamento quinquennale e l'importo finanziato di € 1.000.000, con pagamento del tasso variabile Euribor 3m. Il derivato, seppur agganciato al medesimo nozionale di € 1.000.000 e con termini per il pagamento dei differenziali identici alla scadenza delle rate del mutuo, era così strutturato:

a) la banca corrispondeva all'investitore, alle scadenze convenute, euribor 3m;

b) l'investitore per ciascun anno di durata del derivato avrebbe corrisposto un tasso fisso che, di anno in anno, aumentava, (1° anno 2,20%- 2° 3,50%; 3° anno 4,30%; 4° anno 4,80%; 5° anno 4,90%).

La struttura del contratto derivato, secondo il giudice del merito, non consentiva di poter attribuire all'IRS, la funzione di strumento che avrebbe garantito rischi di variazione in aumento dei tassi variabili del finanziamento.

Se, infatti, il derivato voleva sterilizzare gli effetti dell'innalzamento del tasso variabile, in tal modo il risultato non era raggiunto, poichè si sostituiva al rischio dell'innalzamento del tasso variabile (che il derivato avrebbe dovuto scongiurare), la certezza dell'implementazione costante del tasso fisso.

La sentenza, dunque, sembra rilevare che non occorre la semplice trasformazione del tasso variabile (del finanziamento) in tasso fisso, è altresì necessario che lo scambio di flussi non sia formulato in modo tale da determinare – dietro l'apparente finalità di copertura – uno scenario in cui all'innalzamento del tasso il cliente non può mai ottenere il fine di evitare l'aggravamento dell'onere finanziario della complessiva operazione.





- più, in generale, la verifica<sup>33</sup> del rispetto delle finalità di copertura è finalizzata ad individuare una compatibilità tra lo scopo perseguito con il derivato e le caratteristiche concrete dello strumento finanziario ideato dall'intermediario<sup>34</sup>;

- la finalità di copertura del derivato è, inoltre, garantita nel caso in cui la scadenza delle rate del finanziamento e la scadenza del termine per il pagamento dei flussi finanziari scambiati con l'IRS coincidano<sup>35</sup>.

- Infine, ulteriore elemento indispensabile per assicurare la finalità di copertura del derivato è legato alla circostanza che la durata del contratto di finanziamento e la durata del contratto di IRS coincidano<sup>36</sup>.

La giurisprudenza, di merito, ha ritenuto che le caratteristiche sopra evidenziate devono essere tutte contestualmente presenti nel contratto di IRS che sia finalizzato a garantire un finanziamento<sup>37</sup>. L'assenza anche di uno degli elementi sopra evidenziati comporta la nullità del derivato.

Assume, tuttavia, una valenza peculiare, il cui impatto potrebbe essere significativo sui contenziosi in materia – ove rigidamente applicato dalla giurisprudenza di merito – l'ultima previsione contenuta nella richiamata direttiva Consob<sup>38</sup>, secondo cui c) *le condizioni di cui ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne dagli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo a caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno.*

<sup>33</sup> Analisi possibile soltanto nel caso in cui l'intermediario produca in giudizio i documenti contrattuali del derivato e del contratto di finanziamento ad esso collegato, come, ad esempio, il piano di ammortamento del mutuo (vd Tribunale di Roma 3.3.2020, cit).

<sup>34</sup> Una ipotesi di incompatibilità del fine di copertura con la concreta modalità di strutturazione del contratto derivato è stata riscontrata dal Tribunale di Roma, con la sentenza n. 212 del 08.01.2016 (su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)), in un caso in cui il tasso applicato al derivato non variava in modo correlato al tasso applicato dalla banca all'operazione di finanziamento asseritamente garantita. A tal riguardo, il giudice del merito ha rilevato che: *“da un esame delle condizioni contrattuali sottoscritte dalle parti emerge chiaramente che non sempre il tasso applicato al nozionale era previsto che variasse in modo correlato a quello applicato al tasso del debito della GCB. La correlazione tra tali tassi dovrebbe tendenzialmente garantire che all'aumentare del tasso (Euribor a 3 mesi) sull'esposizione finanziaria del cliente corrisponda una variazione del tasso parametro cliente indicato nell'IRS, tale da generare un complessivo incremento dell'importo delle cedole a favore del cliente. In particolare, per tutto il periodo compreso tra il 6 agosto 2006 e il 6 agosto 2008 la GCB, per effetto del contratto di IRS, avrebbe incassato cedole positive ciascuna di importo pari allo 0,1% del nozionale, e ciò indipendentemente dall'andamento del tasso Euribor a 3 mesi. Con tale struttura del derivato viene meno, però, la suddetta correlazione, necessaria per attribuire una finalità di copertura all'IRS. L'assenza di una finalità di copertura dell'IRS emerge altresì con riferimento al periodo successivo al 6 agosto 2008 per il quale i parametri dello swap sono stati fissati in maniera tale che la GCB avrebbe conseguito cedole nette positive, crescenti al crescere del tasso Euribor a 3 mesi, ma solo fino al raggiungimento di una determinata soglia del tasso interbancario, pari: al 4,75% per il periodo dal 6 agosto 2008 al 6 agosto 2011, ed al 5,75% per il periodo 6 agosto 2011 - 6 giugno 2021. Superata tale soglia la cedola netta a favore della società si sarebbe ridotta (invece che aumentare), risultando pari allo 0,10% del nozionale”*.

<sup>35</sup> Si tratta dell'ipotesi classica in cui si convenga, ad esempio, di scambiare flussi finanziari, nel contratto di IRS semestrali, con scadenza 30 giugno e 31 dicembre di ciascun annualità, mentre la scadenza per il pagamento delle rate semestrale del mutuo maturi nelle date del 31 luglio e 31 gennaio di ciascun annualità. Atteso che il tasso di interesse su cui è calcolato lo scambio di flussi finanziari e gli interessi debitori maturati sulla rata di mutuo, sono differenti (in ciascun giorno del mese il tasso variabile muta) non si potrà per antonomasia avere alcuna finalità di copertura del derivato rispetto al finanziamento.

<sup>36</sup> Si tratta, ad esempio, il caso deciso da Corte di Appello di Trento 03 maggio 2013, n. 141, cit., nel quale il contratto di mutuo preveda un ammortamento di 19 anni e mezzo mentre il contratto di IRS preveda una durata di soli 5 anni. Anche in tal caso non vi sarà una finalità di copertura che per il primo quinquennio, facendo venir meno l'obiettivo di copertura perseguito dalle parti che avrebbe dovuto garantire l'eccessiva variazione del tasso applicato nel finanziamento per tutta la sua durata. Altra ipotesi analizzata dalla giurisprudenza di merito ricorre nei casi in cui la banca propone la sottoscrizione di un contratto derivato con scadenza, ad esempio, a 7 anni (o differente periodo) al fine di garantire la copertura dal rischio di variazione del tasso applicato ad affidamenti a breve (ad esempio affidamenti a scadenza di 1 o 2 anni). In tal senso si veda Tribunale di Milano, Sentenza n. 6175/2015 pubbl. il 18/05/2015, che ha affermato: *“Sul punto è irrilevante l'osservazione svolta dal ctp della Banca, in base alla quale la durata di 7 anni era funzionale “ad una pianificazione aziendale che preveda il contenimento degli oneri finanziari” (cfr. replica del c.t.u., pagg. 7 e 8), perché la questione qui rilevante è il fatto che quella durata non è coerente con la durata dell'esposizione bancaria della società. Si tratta di due difformità insuperabili su aspetti essenziali del derivato che voglia essere di copertura, di modo che si condivide il motivato e chiaro parere del c.t.u. secondo il quale lo swap oggetto di causa aveva natura speculativa e non di copertura rispetto al rischio di aumento dei tassi di interesse sui debiti bancari del cliente”*.

<sup>37</sup> Si veda in tal senso recentissimamente Tribunale di Roma, 3 marzo 2020 n. 4658, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); ovvero nello stesso senso Tribunale di Roma 8 gennaio 2016.

<sup>38</sup> Direttiva 26 febbraio 1999 n. 99013791.



Secondo tale disposizione, al fine di ritenere sussistente la finalità di copertura dello strumento finanziario derivato IRS, non sarà sufficiente la mera indicazione dello scopo perseguito dalle parti; non sarà sufficiente che le caratteristiche del derivato siano concretamente tali da determinare una “correlazione” con l’operazione di finanziamento che si intende assicurare (funzione di c.d. *hedging* o di copertura); è, infatti, indispensabile che le caratteristiche concrete prospettate ai clienti per operazioni di copertura siano contenute in documenti e valutazione interni all’intermediario.

Ciò significa che dal contratto di IRS (e/o dalla relativa documentazione informativa, questionario o scheda di valutazione) si dovrà poter riscontrare l’espressa volontà delle parti di garantire una specifica operazione di finanziamento (che, quindi, deve essere indicata dall’intermediario); si dovranno poter individuare gli elementi di correlazione tra il derivato e l’operazione di finanziamento cui l’IRS è funzionalmente collegato (il nozionale di riferimento, la durata, i tassi reciproci che le parti si obbligano a scambiare, le scadenze per i pagamenti non solo del derivato, ma anche del rapporto di finanziamento che si intende garantire che dovrà essere allegato dall’intermediario unitamente al piano di ammortamento<sup>39</sup>).

In mancanza, non potrà ritenersi rispettata la previsione dettata dalla Consob, e ciò anche quando in concreto gli strumenti siano strutturati in modo tale da garantire le condizioni previste dall’autorità di vigilanza. Ma ciò non sarebbe, in ogni caso, sufficiente.

La Comunicazione Consob richiede appunto che tali condizioni ed evidenze interne, anche se con carattere generale per tipologie di operazioni ricorrenti, siano “*approvate [...] dalla funzione di controllo interno*”.

La funzione di controllo interno individua l’attività all’intermediario finanziario - riservata a specifici organi dello stesso (una sua articolazione o ufficio) - che per previsione normativa e regolamentare è tenuto a compiere una serie di controlli e verifiche interne.

Tra questi controlli un ruolo particolare è assegnato alla c.d. *compliance*, ossia a quell’attività di controllo e prevenzione dei rischi di non conformità alle norme poste a tutela della clientela in tema di servizi di investimento, distribuzione di prodotti finanziari e gestione collettiva.

In altri termini, ogni intermediario finanziario è tenuto ad istituire un organo che, per tutte le operazioni di investimento proposte alla clientela, ha il compito di eseguire una valutazione preventiva di conformità a legge e regolamenti e, successiva, di monitoraggio dell’efficacia delle procedure aziendali – anche negoziale dei prodotti offerti- in un’ottica di prevenzione e controllo dei rischi.

La direttiva Consob del 26 febbraio 1999, quindi, richiede che le evidenze interne che attestino il rispetto delle condizioni di copertura, siano state approvate da tale organismo interno.

Come è agevole rilevare la previsione contenuta nella lettera c) della richiamata direttiva Consob, quindi, puntualmente applicata, determinerebbe un gravoso onere probatorio a carico degli intermediari finanziari.

Non è frequente che nella documentazione relativa a contratti IRS con finalità di copertura siano indicate (c.d. *evidenza interna* richiamata dalla Consob) le condizioni previste dall’autorità di vigilanza dei mercati finanziari – nei modi e contenuti sopra esposti - per ritenere lo strumento finanziario dettato da uno scopo di copertura.

A ciò si aggiunga che nei diversi contenziosi in materia, non si è mai assistito all’allegazione e produzione di alcun documento da parte dell’intermediario da cui risulti con chiarezza quale fosse l’organo/ufficio a cui è demandata la funzione di controllo interno e quale approvazione preventiva abbia dato alla documentazione contrattuale sottoscritta tra intermediario e investitore.

La giurisprudenza di merito fino a poco tempo fa non era ancora pervenuta ad una completa applicazione di tale ultima previsione degli obblighi discendenti dalle prescrizioni della Consob. Solo in un caso il Tribunale di Monza (con la sentenza n. 2028 del 17.07.2012) ha fatto cenno alla mancanza di tali evidenze interne circa il “*previo studio dello strumento derivato in rapporto alla concreta situazione finanziaria della società*” ritenute la prova del disinteresse della Banca al rispetto delle previsioni contrattuali di copertura dichiarate ed integrative della

<sup>39</sup> In tal senso si veda Tribunale di Roma 3 marzo 2020.



chiara violazione delle “*prescrizioni impartite in materia dalla Consob*”, così ritenendo il derivato privo dello scopo di copertura e nullo per carenza di causa concreta.

Tale valutazione è stata tuttavia assunta recentissimamente dal Tribunale di Firenze con la sentenza 25 Agosto 2020<sup>40</sup>, nella quale il giudicante, rilevato come non fosse stata documentalmente provata da parte dell'istituto di credito l'adozione di procedure misure di controllo interno idonea ad assicurare che le condizioni espresse dalla Consob per garantire la finalità di copertura dello strumento finanziario, ha concluso che “*la mancanza di funzione di copertura evidenze un difetto di meritevolezza dell'interesse perseguito dalle parti attraverso la conclusione del contratto di swap, con conseguente nullità anche sotto questo profilo*”.

Nel caso in cui tale specifica violazione regolamentare fosse costantemente accolta dalla giurisprudenza, si determinerà la soccombenza nella totalità dei casi di azioni giudiziarie nel quale l'investitore contesti la rispondenza del prodotto derivato alla finalità di copertura convenuta tra le parti.

Il rigore formalistico e chiaramente volto a riequilibrare il gap informativo tra l'investitore e l'intermediario. Si tratta di una garanzia interna al sistema degli intermediari finanziari che persegue lo scopo di adeguare costantemente l'attività al perseguimento dei reali interessi degli investitori.

In conclusione, nel caso in cui si accerti che uno strumento finanziario derivato di swap sia stato stipulato con l'intenzione di garantire una “copertura” dei rischi derivanti da un contratto principale di finanziamento, le parti debbono strutturare tale negozio in modo tale da assicurare, e poter documentalmente provare (l'intermediario), l'effettiva potenziale finalità perseguita (nel rispetto delle caratteristiche elaborata dalla Consob come esplicitate dalla giurisprudenza di merito). In mancanza, il contratto avrà carattere speculativo, contrastante con la causa concreta del contratto che, quindi, sarà nullo.

### **2.3 Il contratto derivato e la c.d. “bilateralità” dell'alea.**

Per essere meritevole di tutela, inoltre, il contratto di *Interest rate swap* deve presentare un'alea, o rischio, a carico di entrambe le parti.

L'alea (e, dunque, l'incertezza sull'andamento dei due differenziali contrapposti) deve essere bilaterale. In altri termini, la struttura del contratto derivato deve essere tale da poter prevedere un rischio di andamento svantaggioso/vantaggioso del rapporto sia per l'investitore che per l'intermediario.

In mancanza, l'IRS è nullo per carenza di un elemento essenziale del contratto.

Si tratta di un vizio che opera a prescindere dalla natura speculativa o di copertura dello strumento finanziario. La ragione del vizio va infatti individuata nell'analisi della causa concreta dei contratti aleatori<sup>41</sup>.

I casi di nullità del derivato per assenza di bilateralità dell'alea riscontrati dalla giurisprudenza non sono molti. Di recente, infatti, la giurisprudenza di merito<sup>42</sup> ha ribadito il concetto di bilateralità dell'alea come elemento essenziale della causa del contratto.

Si è, infatti, affermato che il concetto di bilateralità dell'area contrattuale rappresenta un elemento imprescindibile e integrante la causa concreta del contratto di *Interest rate swap* e degli altri strumenti derivati. Secondo tale indirizzo, infatti, nel caso in cui il concreto rischio, assunto con il contratto, sia posto esclusivamente a carico di una delle parti (in particolare dell'investitore) viene meno la meritevolezza del

<sup>40</sup> Tribunale di Firenze, 25 agosto 2020, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>41</sup> Come rilevato da F. Delfini, ult op. cit, p. 916: “*Ciò viene argomentato ricostruendo, in una sorta di parte generale del contratto aleatorio, la peculiare fattispecie generale di invalidità del contratto aleatorio per inesistenza del rischio e muovendo dai plurimi indici forniti in tale direzione dalla parte speciale del diritto dei contratti: in primo luogo, dall'art. 1472, comma 2°, che delinea la C.d. emptio spei; in secondo luogo, dall'art. 1876 c.c., secondo cui “il contratto è nullo se la rendita è costituita per la durata della vita di persona che, al tempo del contratto, aveva già cessato di vivere”, ipotesi alla quale va aggiunta quella, esaminata dalla giurisprudenza, in cui il “l'entità assicurata [al beneficiario] sia inferiore o uguale ai frutti o agli utili ricavabili dal cespite ceduto, ovvero quando il beneficiario della rendita sia da ritenere prossimo alla morte per malattia o per l'età particolarmente avanzata”, con la conseguenza che “manca l'elemento essenziale del contratto di mantenimento, ossia l'alea, rendendo nullo il negozio per difetto di causa”; in terzo luogo, dall'art. 1895 c.c. (16), che predica la nullità del contratto di assicurazione per inesistenza del rischio*”.

<sup>42</sup> In ordine alla nullità del contratto derivato IRS non si rinviengono precedenti della giurisprudenza di legittimità.



contratto, e ciò perché *“l’alea bilaterale ovvero, l’incertezza sull’andamento dei due differenziali contrapposti, rappresenta un elemento essenziale della causa del contratto di swap, elemento la cui effettiva presenza consente di effettuare con esito positivo, sul presupposto della sussistenza di un’ apprezzabile componente di rischio in capo ad entrambi i contraenti, il giudizio di meritevolezza ex art. 1322 c.c. circa l’operazione atipica posta in essere”*<sup>43</sup>.

Ed ancora è stato rilevato che *“È nullo il contratto swap in cui l’incertezza circa l’andamento del differenziale viene in concreto a gravare solo la posizione cliente”*<sup>44</sup>.

Tuttavia, tali provvedimenti non accertano la nullità del contratto per vizio di bilateralità dell’alea.

I casi in cui i giudici di merito hanno accertato la sussistenza di tale vizio negli strumenti finanziari hanno prevalentemente riguardato fattispecie diverse dai contratti di Interest rate swap.

Si tratta, ad esempio, di sottoscrizione di strumenti finanziari c.d. *“My Way”*<sup>45</sup>.

Quanto, invece, ai provvedimenti resi dei giudici di merito in caso di stipulazione di strumenti finanziari derivati di Interest rate swap, si rinvengono solo due casi.

In una prima fattispecie<sup>46</sup> la questione relativa alla bilateralità dell’alea è stata incidentalmente affrontata dal giudice di merito che, tuttavia, ha ritenuto nullo il contratto derivato per un’altra fattispecie di vizio della causa contrattuale (ossia per la sussistenza di un contratto con alea irrazionale). Tuttavia, nel corpo della sentenza - e a differenza di altre pronunce prima richiamate - il giudice non si limita a ribadire in via astratta la necessità dell’alea bilaterale nel contratto derivato, ma analizza concretamente quando tale bilateralità può dirsi assente, con riferimento all’elemento contrattuale del *Mark to market*. Secondo il giudice del merito, la circostanza che il *Mark to market* di un contratto derivato al momento della stipula abbia valore negativo (ossia nel caso di un contratto “no par”) - e, quindi, risultino applicate commissioni occulte a carico dell’investitore - determina fa sì che il derivato sia inidoneo a garantire un effettivo rischio a carico dell’intermediario. In altri termini, un contratto derivato con *Mark to market* negativo, secondo il giudice, produrrà flussi a vantaggio del solo intermediario finanziario. Tale squilibrio, unito alla circostanza che investitore ha dovuto di fatto

---

<sup>43</sup> Si veda in tal senso Tribunale Roma, 08 Gennaio 2016. Est. Romano, [www.ilsocietario.it](http://www.ilsocietario.it), 2016, 18 maggio; nello stesso senso Tribunale Roma, 11 Giugno 2019. Est. Clelia Buonocore; Ordinanza Appello Torino, 27 Luglio 2016. Est. Patrizia Baici, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

<sup>44</sup> Ordinanza di nomina del CTU disposta dalla Corte di Appello Torino, 27 Luglio 2016. Est. Patrizia Baici.

<sup>45</sup> Ossia di un’operazione negoziale unitaria articolata in un complesso di scambi tra loro indissolubilmente connessi. La conclusione di siffatti contratti comporta infatti un particolare intreccio di interessi in virtù del quale l’erogazione di un mutuo da parte della banca risulta vincolato all’acquisto, da parte della stessa banca e su mandato del mutuatario, di prodotti finanziari emessi dall’istituto finanziatore, sui quali viene altresì costituito un diritto di pegno a garanzia della piena restituzione della somma mutuata e del pagamento dei relativi interessi da parte del cliente/investitore, il quale, dal canto suo, dovrebbe trarre vantaggio dallo scarto atteso tra l’ammontare dell’onere finanziario previsto a suo carico ed il rendimento dei prodotti finanziari acquistati mediante l’impiego del denaro oggetto del mutuo.

Si tratta della decisione del Tribunale di Brindisi, 8 luglio 2008, n. 489, in Banca borsa tit. cred., 2010, II, 353 ss., con nota di Sabatelli; in Giur. mer., 2008, 3113 ss., con nota di Sangiovanni, nelle quali l’istituto di credito intermediario concedeva un finanziamento vincolato all’acquisto di strumenti finanziari ( in particolare titoli “European investment bank” ovvero quote di fondo comune di investimento “Spazio Finanza Concentrato”) proposti dalla stessa banca. In tale operazioni la banca - che agiva quale istituto erogatore del credito e intermediario finanziario - con operazione chiaramente collegata - lucrava un tasso di interesse certo e definito (ossia un tasso di interesse fisso che l’investitore era tenuto a pagare alla banca in relazione al contratto di mutuo nella misura del 6,20% annuo), esponendo esclusivamente investitore a margini di redditività del tutto aleatori discendenti dagli strumenti finanziari il cui andamento era oggettivamente incerto.

Da qui l’accolgimento dell’azione di nullità per l’attribuzione allo strumento finanziario acquistato di contratto con alea unilaterale, ossia di un contratto nel quale il concreto rischio era posto esclusivamente a carico di una delle parti (l’investitore mutuatario), con, invece, vantaggi certi definiti a favore dell’intermediario. Nello stesso senso (in una fattispecie assai simile) si veda Trib. Salerno, 12 aprile 2007, in Giur. it., 2008, 134 ss., con nota di Liace che, appunto, censura lo strumento derivato negoziato dall’investitore come “contratto aleatorio unilaterale” non meritevole di tutela da parte dell’ordinamento.

<sup>46</sup> Si veda in tal senso Appello Torino, 22 Aprile 2016. Est. Caterina Mazzitelli, che tuttavia pronuncia la nullità per difetto di causa concreta con riferimento all’irrazionalità dell’alea.



sostenere una commissione implicita favore dell'intermediario, attribuisce quest'ultimo una posizione di tale vantaggio da escludere un rischio di effettiva perdita nel corso della vita del rapporto.

Una seconda pronuncia, invece, è resa nell'ambito di un procedimento cautelare. La mancata esposizione completa del fatto non consente di ricostruire esattamente la dinamica dei rapporti contrattuali tra l'intermediario/banca e l'investitore. Ciò che emerge, tuttavia, è che l'operazione si strutturava secondo le dinamiche di un contratto IRS con finalità di copertura<sup>47</sup>. Ebbene, in tal caso, seppure (come sembra emergere dalla decisione del tribunale) lo strumento finanziario aveva consentito, in una primissima fase, di ridurre l'onere delle rate del finanziamento stipulato con la banca, il successivo andamento sfavorevole costante dell'IRS, ha consentito al giudice di concedere la sospensione degli effetti obbligatori dello strumento finanziario, ritenendo meritevole di tutela soltanto un contratto derivato che possa prevedere (non solo con valutazione prognostica ex ante alla stipula del contratto, ma anche nel corso dell'intera vita contrattuale) a carico di entrambe le parti la suscettibilità di arrecare - seppure in astratto - un apprezzabile pregiudizio.

L'esiguo numero di precedenti, non consente, quindi, di trarre delle concrete linee guida sulla struttura bilaterale dell'alea nel contratto di IRS.

Prescindendo dalla scarsa (e in taluni casi poco comprensibile) esperienza applicativa concreta può dirsi che per la validità del contratto di IRS occorre che lo stesso presenti una componente di rischio apprezzabile<sup>48</sup> in capo ad entrambi i contraenti, anche se tale rischio non deve necessariamente essere di equivalente entità, potendo il cliente accettare "scommesse" strutturate nel senso di produrre vantaggi elevati solo in ipotesi di accadimenti molto infrequenti.

Il rigore di tale verifica è maggiore nei contratti derivati con funzione di copertura, ossia di quegli strumenti derivati che perseguono l'obiettivo di garantire rispetto a un rapporto principale di finanziamento - a cui sono collegati e che è regolato con l'applicazione del tasso di interesse variabile - un'adeguata copertura in caso di eccessiva oscillazione del tasso<sup>49</sup>.

Nondimeno, il rispetto della bilateralità dell'alea sarà valutato anche con riferimento ai contratti derivati aventi natura speculativa. Anche per tali rapporti non è possibile costruire un derivato che escluda, anche solo in astratto (tenuto conto delle condizioni concrete conosciute al momento della stipula del rapporto), il rischio a carico dell'intermediario di dover corrispondere maggiori flussi a favore dell'investitore.

### 2.3 Razionalità dell'alea.

---

<sup>47</sup> In particolare, dai pochi elementi ricostruttivi del fatto, il caso faceva riferimento ad una società che ottenuto un finanziamento agrario garantito da ipoteca con tasso di interesse debitorio da corrispondere all'istituto di credito pari ad Euribor più spread, a causa degli andamenti sfavorevoli dei tassi, sottoscriveva successivamente un contratto derivato. L'andamento dei flussi maturati in forza del contratto derivato, tuttavia, ampliarono esponenzialmente la situazione debitoria dell'investitore e, al fine di bloccare l'addebito del pagamento di flussi in favore della banca intermediaria, ricorreva il giudice cautelare per ottenere l'inibitoria all'addebito dell'importo. Da ciò che sembra emergere, quindi, il contratto derivato, avrebbe avuto, seppur all'inizio, effetti favorevoli per l'investitore, salvo, poi, prevedere vantaggi esclusivi a favore dell'intermediario.

<sup>48</sup> Occorre riportare un indirizzo più rigoroso, al riguardo, secondo cui l'eventuale assenza di bilateralità dell'alea presuppone che una delle condizioni di maturazione dei differenziali a vantaggio di una delle parti sia impossibile, e non solo improbabile (in tal senso Tribunale di Venezia 15 aprile 2020, n. 674 che ha rigettato la domanda di nullità del derivato per difetto di bilateralità dell'alea ritenendo che non può, infatti, essere affermata l'assenza o l'illiceità della causa per mancanza di alea bilaterale, considerato che, se dopo la conclusione del contratto i tassi fossero saliti, la società attrice avrebbe percepito differenziali positivi, laddove, per converso, l'alea può dirsi insussistente solo qualora un risultato positivo per una delle parti sia impossibile ( si veda Antonio Zurlo, Nota a Trib. Venezia, 15 aprile 2020, n. 674, su [www.dirittodelrisparmio.it](http://www.dirittodelrisparmio.it)).

<sup>49</sup> In tal senso si veda Tribunale Roma, 08 Gennaio 2016. Est. Romano, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). La ragione, in tal caso, è rinvenuta nella previsione che l'art. 21 del TUF, che impone all'intermediario di agire sempre nell'interesse dell'investitore, e nella circostanza che, in tal caso, l'interesse concreto del cliente e, dunque, lo scopo concreto del contratto derivato, è il collegamento con l'operazione sottostante di finanziamento e il contenimento del rischio di eccessiva variazione dei tassi di tale negozio.



L'analisi della causa concreta del contratto derivato ha condotto, un'altra parte della giurisprudenza a seguire un differente orientamento che ritiene nullo l'IRS nei casi in cui tutti gli elementi determinanti del rischio contrattuale e dell'alea, che le parti si assumono con la stipula del derivato, non siano stati portati a conoscenza dell'investitore, ovvero non risultino, comunque, chiaramente comprensibili.

Si tratta di un indirizzo<sup>50</sup> sempre più seguito dalla giurisprudenza in materia di derivati e che spesso si sviluppa attorno all'elemento contrattuale del Mark to market (alla sua conoscenza o alla sua esatta determinabilità).

Trattandosi della ratio decisoria sposata dalla sentenza in commento, tale orientamento sarà trattato separatamente nei successivi paragrafi.

#### **2.4 Determinabilità dell'oggetto del derivato. Il ruolo del *Mark to market*.**

Sempre con riferimento al *Mark to market*<sup>51</sup>, ma sotto un profilo diverso, la giurisprudenza ha, infine, elaborato un'ulteriore ipotesi di nullità dell'*Interest rate swap*.

Il *Mark to market*, e la sua determinabilità ex art. 1346 c.c., è, in tal caso, valorizzato con riferimento all'oggetto del contratto.

La questione per il vero non è priva di contrasti in dottrina e giurisprudenza che, al riguardo, sono divise sulla rilevanza del *Mark to market* nei contratti derivati.

È stato, infatti, rilevato che il *Mark to market* non rappresenta l'oggetto del contratto di *Interest rate swap*<sup>52</sup> che, invece, può rinvenirsi esclusivamente nello scambio di differenziale di interessi tra le parti.

Un diverso indirizzo giurisprudenziale e dottrinario<sup>53</sup>, ben rappresentato dalla Sentenza Tribunale di Milano 9 marzo 2016, sostiene invece che il *Mark to market* rappresenti l'oggetto stesso del contratto di Swap.

Secondo tale indirizzo “*il mark to market, quale sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi, rappresenta, sia pure nella dimensione temporaneamente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto*”, ovvero ancora che “*il mark to market è una particolare espressione dell'oggetto del contratto, destinata a operare con riferimento ad alcune vicende contrattuali dalle parti predeterminate (ossia la scelta di una di esse di dare chiusura anticipata al rapporto, piuttosto che altri casi di necessaria interruzione anticipata)*”.

<sup>50</sup> Corte d'appello di Milano del 18 settembre 2013, n. 3459; Tribunale Torino, 14 Gennaio 2020; Corte Appello, Milano, sez. I , 17/10/2019 , n. 4188; Tribunale Terni, 28 Marzo 2019. Est. Bellei; Tribunale Torino, 17 Gennaio 2014. Est. Martinat; Tribunale di Catania, sentenza n. 529 del 9 febbraio 2020

<sup>51</sup> Come già rilevato il Mark to market costituisce un metodo di valutazione che aggiusta in modo sistematico il valore di un contratto o di uno strumento finanziario in relazione ai prezzi di mercato correnti.

<sup>52</sup> Si rinvia a Rota M., cit che richiama C. NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti*, cit., 443 ss., in particolar modo là dove sostiene che «*La tesi che il mark to market sia elemento essenziale del contratto appare stravagante e non condivisibile in quanto basata su una non corretta comprensione della causa del contratto di swap di pagamenti (...) Il mark to market non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. (...) nasce essenzialmente come strumento di monitoraggio (...) non comporta conseguenze giuridiche perché non si traduce in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento*». Non sono mancate pronunzie volte a escludere la circostanza che il Mark to market costituisca l'oggetto del contratto. Si veda ad esempio Appello Milano, 27 Dicembre 2018. Est. Croci., su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui: “*L'oggetto di un contratto di Interest Rate Swap non è il Mark to Market, ma lo scambio di differenziali calcolati su un capitale nozionale di riferimento ed è concretamente esplicitato con l'indicazione del “Tasso Parametro Cliente” e del “Tasso Parametro Banca” (nel caso di specie, la domanda di nullità di un contratto di Interest Rate Swap per indeterminatezza e/o indeterminabilità dell'oggetto è stata rigettata, in quanto nel contratto erano stati riportati i “Tassi Parametro”, ossia il tasso fisso a carico del Cliente ed il tasso variabile a carico della Banca)*”.

Orientamento a cui si è contrapposto un altro indirizzo giurisprudenziale secondo il quale il Mark to market costituirebbe un valore di riferimento della economicità del contratto non rientrando nella causa nel oggetto dello stesso sempre esclusivamente riferito allo scambio periodico di flussi finanziarie del differenziale ad ogni scadenza dei periodi di liquidazione (in tal senso Tribunale di Parma n. 582 del 2017; tribunale di Genova 30 novembre 2015; tribunale Milano 19 aprile 2011). Si tratta, tuttavia, di un indirizzo che non si condivide.

<sup>53</sup> Tra gli altri si veda ANTONELLO AMARI, *Il mark to market quale elemento essenziale del contratto in derivati*, su Alma Iura, in Banca Dati, Dottrina2 settembre 2016.



Il *mark to market*, quindi, secondo una parte degli interpreti, lungi dal configurarsi solo come elemento eventuale del contratto, è piuttosto una componente necessaria del suo oggetto da cui discende una obbligazione a carico delle parti del rapporto.

Non si tratta di un'obbligazione eventuale ma di un'obbligazione differita. In caso di estinzione del contratto derivato, il valore dello strumento finanziario dovrà essere corrisposto da una o dall'altra parte. Nel caso di valore negativo sarà l'investitore a dover corrispondere l'importo all'intermediario.

La mancata indicazione dei criteri di calcolo di tale valore al momento della stipula del contratto determina l'impossibilità da parte dell'investitore di poter determinare il quantum della prestazione e, in definitiva, rende l'obbligazione del tutto indeterminata, ai sensi dell'articolo 1346 c.c.

Ove si ritenga tale elemento oggetto del contratto la conseguenza, allora, non potrà che essere questa: nel caso in cui il *Mark to market* non sia determinato o determinabile il contratto derivato sarà nullo per indeterminatezza dell'oggetto.

I numerosi criteri di matematica finanziaria applicabili per l'elaborazione del valore del *Mark to market* rendono infatti incerta la prestazione dedotta nel contratto, ossia l'obbligazione di corrispondere il valore del prodotto finanziario acquistato al momento dell'acquisto o al momento del recesso.

Si tratta di un orientamento che, anche recentemente, è stato sostenuto da diverse pronunce giudiziarie<sup>54</sup> che, pronunciandosi sulla nullità del contratto per indeterminabilità dell'oggetto, hanno avuto modo di rilevare come per la determinabilità del *Mark to market* è necessario “che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri”, circostanza questa che trova conferma nella necessità di appostare il c.d. *fair value* (ossia il valore dello strumento finanziario positivo o negativo che sia) nella nota integrativa di bilancio ex art. 2427 bis c.c.

### **2.5 Mark to market negativo o indeterminato, commissioni occulte, squilibrio contrattuale e finalità speculativa nei derivati. La tesi della annullabilità del contratto.**

Le ragioni di contestazione e i vizi sopra esposti non sono stati utilizzati per non solo sotto il profilo della nullità del contratto derivato. In alcuni casi, si è ritenuto che stesse violazioni potessero integrare fattispecie di annullamento contrattuale per dolo o errore essenziale.

La mancata informazione in ordine a elementi come il *Mark to market* negativi, l'esistenza di commissioni occulte o l'eccessivo squilibrio contrattuale, l'assenza concreta di finalità di copertura perseguite dallo strumento negoziale (e dunque celata finalità speculativa del contratto), sono stati ritenuti elementi tali da incidere sulla formazione della volontà dell'investitori a stipulare il contratto, viziandola.

Secondo tale orientamento tali elementi sono essenziali per formare la volontà dell'investitore a concludere il contratto. L'omessa indicazione da parte dell'intermediario determinerebbe la creazione di una volontà di assumere gli obblighi contrattuali falsata a carico dell'investitore. Da ciò la contestazione in ordine al dolo omissivo o al vizio essenziale riconoscibile del contratto e la richiesta di annullamento del derivato.

Non si è trattato, tuttavia, di una tesi che allo stato ha trovato accoglimento nella giurisprudenza di merito<sup>55</sup>.

### **3.L'orientamento seguito dal Tribunale di Catania. La nullità per difetto di causa concreta: l'alea irrazionale e la necessaria determinabilità del Mark to market.**

La sentenza del Tribunale di Catania in commento, come già esposto, si pone in linea con l'ultimo degli orientamenti in tema di nullità del contratto derivato per assenza di causa concreta.

---

<sup>54</sup> Così Tribunale Bari, 07 Gennaio 2019; Corte d'appello di Milano 25 settembre 2018, 42 42; Tribunale di Milano 9 marzo 2018; Tribunale di Milano 7 luglio 2016; Tribunale di Milano 9 marzo 2016, 3070; Tribunale di Milano 16 giugno 2015.

<sup>55</sup> Si ad esempio Tribunale di Verona n. 2660 del 10.12.2012, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), che rigetta la domanda di annullamento del contratto di IRS per mancata rappresentazione di commissioni occulte da parte dell'intermediario.



Secondo tale indirizzo, infatti, la nullità dei contratti derivati va ravvisata in tutti quei casi in cui, lo strumento finanziario sottoscritto dall'investitore ed elaborato dall'istituto di credito, sia caratterizzato dall'assenza di elementi indispensabili per individuare l'alea contrattuale, che integrano la causa del contratto.

Il dato da cui partire è l'attribuzione all'*Interest rate swap* (in generale a tutti gli strumenti finanziari negoziati *over the counter*) della natura di "scommessa legale" autorizzata dall'ordinamento giuridico.

A differenza della classica scommessa-gioco l'ordinamento giuridico attribuisce rilevanza a tale schema negoziale come fonte di obbligazioni giuridicamente vincolanti.

Il contratto di IRS (*Interest rate swap*) è idoneo a creare obbligazioni giuridiche a cui l'ordinamento appresta tutela tanto da escludere - ai sensi del comma 5 dell'articolo 23 TUF- l'applicazione dell'articolo 1933 c.c. che, con riferimento alla scommessa o al gioco, non attribuisce alle parti la possibilità di agire giudizialmente per ottenere quanto dovuto, ovvero di ripetere il pagamento eseguito.

La ragione risiede nella valutazione della utilità sociale degli investimenti in prodotti finanziari, fattispecie ritenuta attività economica produttiva e perciò assimilata alle lotterie nazionali ex art. 1935 c.c.

Ma, proprio perché si tratta di una scommessa autorizzata dal legislatore, la meritevolezza richiede l'individuazione di limiti interni di controllo.

Non è richiesto che il negozio ribadisca in modo equilibrato il rischio<sup>56</sup>.

Secondo l'orientamento sposato dal Tribunale di Catania, invece, le parti possono sottoscrivere strumenti derivati che siano squilibrati. L'investitore può "scommettere" che una particolare situazione di riferimento (un tasso di interesse concordato, un valore etc) possa subire in futuro una variazione che, alla data di stipula del negozio, non è ipotizzabile con certezza.

Il limite va, dunque, individuato altrove.

Tali limiti di controllo, che integrano la causa contrattuale, sono rinvenuti in tutti quegli obblighi informativi che consentono l'assunzione di un rischio consapevole da parte dei contraenti.

Il fondamento di tale limite di controllo va individuato nell'art. 21 del TUF e, ancor di più, nell'art. 36 del Regolamento Consob n. 20307 del 2018<sup>57</sup> che prevede a carico degli intermediari l'obbligo di fornire ai clienti informazioni corrette, chiare e non fuorvianti e, soprattutto "informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa". Tale obbligo informativo connota un elemento essenziale del contratto (ossia l'esistenza di una cognizione di causa nella stipula del contratto derivato da parte dell'investitore) e, di conseguenza, integra la causa contrattuale.

In altri termini, non è vietato nel nostro ordinamento assumere obbligazioni con una probabilità di accadimento anche remoto. Ciò che l'ordinamento non ritiene meritevole di tutela è l'inconsapevole assunzione di obbligazioni aleatorie.

La consapevolezza di tutti gli elementi che potenzialmente incidono sulla valutazione economica del contratto (commissioni, valutazione dello strumento finanziario, tasse e modalità di scambio di flussi di interessi etc.) si rende necessaria negli strumenti derivati di *Interest rate swap* (così come nei *Interest rate cap* e negli altri derivati assimilati) proprio perché stipulati *over the counter*, ossia al di fuori dei mercati regolamentati.

---

<sup>56</sup> In dottrina si è infatti rilevato che "la razionalità va intesa come misurabilità o conoscibilità dell'alea e non come identità e neanche equilibrio tra le alea assunte dall'intermediario e dal cliente", D. Imbruglia, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*, Persona e Mercato, 2013, 3, p. 341

<sup>57</sup> Ed in precedenza l'art. 27 del Regolamento Consob n. 11690/2007.





Tale valutazione di meritevolezza non è necessaria in tutte le ipotesi in cui gli strumenti finanziari siano negoziati all'interno dei mercati regolamentati<sup>58</sup>. In tal caso, sono le regole del mercato regolamentato (che fissa prezzi, multipli di calcolo, regole della negoziazione, movimento minimo di prezzi, prezzo di chiusura, orario di negoziazione e indici di valutazione) a garantire la piena consapevolezza (o, in ogni caso, il controllo razionale) della scommessa legalizzata.

Le negoziazioni *over the counter*, invece, sono lasciate alla libera contrattazione delle parti e non sono sottoposte al controllo di alcuna autorità.

In tali situazioni, il contratto aleatorio è razionale solo se il rischio (l'alea) è misurabile.

L'omessa informazione su elementi indispensabili a comprendere l'alea e, quindi, il rischio connesso alla sottoscrizione dello strumento finanziario derivato, determina secondo l'indirizzo spostato dalla sentenza del Tribunale di Catania un vizio della causa concreta del contratto, perché, come è stato rilevato in dottrina, *“l'impossibilità per il cliente di conoscere quali siano gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi concorre, invece, a escludere una effettiva valutazione del rischio generato dal derivato”*<sup>59</sup>.

Naturalmente, non ogni informazione relativa al contratto incide sull'assunzione consapevole del rischio e quindi sulla sua causa concreta. La stessa Corte di appello di Milano, nella sentenza richiamata anche dal Tribunale di Catania, ha precisato: *“È opportuno chiarire come debba essere inteso il concetto di “alea razionale”, quale elemento causale (tipico) dei contratti derivati over the counter, onde sgombrare il campo da possibili equivoci, che potrebbero sconfinare nell'ulteriore – e diversa – problematica relativa alla adeguatezza dell'informazione”*<sup>60</sup>.

Solo alcuni elementi informativi entrano a far parte della finalità economico sociale concreta dei contratti derivati<sup>61</sup>. L'assenza o indeterminabilità di tali elementi può determinare una deviazione dallo scopo economico individuale del negozio, producendone la nullità per mancanza di causa.

I giudici di merito hanno individuato alcuni elementi la cui conoscenza è fondamentale per consentire all'investitore la necessaria consapevolezza per la stipula del contratto IRS.

In alcuni casi, è stato ritenuto un elemento determinante per la declaratoria di nullità del contratto di swap, la mancata indicazione del costo del derivato, inteso come il margine, remunerazione o corrispettivo spettante alla banca che ha costruito il derivato<sup>62</sup>. È stato, in particolare, rilevato che: *“l'esistenza di un margine di redditività del tutto legittimo in favore di una delle parti si configura quale componente essenziale del contratto, sia in quanto onere sul quale deve convergere l'accordo fra le parti, sia in quanto componente che, determinando uno squilibrio iniziale dello swap, influisce sulla misura dell'alea che le contrapposte parti si assumono. Con l'effetto che, in difetto di accordo negoziale sul punto, l'intero contratto deve essere dichiarato nullo ex art. 1418 c.c.”*<sup>63</sup>

<sup>58</sup> I mercati regolamentati sono luoghi di negoziazione di prodotti e strumenti finanziari, nonché di taluni contratti su strumenti finanziari per i quali la legge prevede una specifica e dettagliata regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato. La ragione della regolamentazione è di assicurare uniformità organizzativa e standardizzazione degli strumenti negoziati. Nel nostro paese sono attive al momento due società di gestione: Borsa Italiana spa e MTS spa. L'elenco dei mercati regolamentati italiani, previsto dalle norme comunitarie, è tenuto dalla Consob (art. 63, comma 2, TUF). L'elenco attuale dei mercati regolamentati italiani, adottato con delibera n. 17143 del 26 gennaio 2010, prevede tra i diversi mercati regolamentati, il Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT"); il Mercato degli strumenti derivati ("IDEM") per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2. lettere f) e i), del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; il Mercato telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato ("MTS").

<sup>59</sup> Si veda in tal senso D. Imbruglia, cit., p. 341.

<sup>60</sup> Corte d'appello di Milano del 18 settembre 2013, n. 3459, p. 11, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>61</sup> Residuerrebbe quindi spazio per la valutazione della violazione degli altri obblighi informativi (come ad esempio l'adeguatezza dello strumento sottoscritto, la comunicazioni di eventuali conflitti di interesse dell'intermediario etc) che avrebbero rilievo in termini di eventuale risoluzione contrattuale e/o di risarcimento del danno.

<sup>62</sup> In tal senso, Corte Appello, Milano, sez. I, 17/10/2019, n. 4188; Tribunale Terni, 28 Marzo 2019. Est. Bellei; Tribunale Torino, 17 Gennaio 2014. Est. Martinat.

<sup>63</sup> Così Tribunale Milano, 13 Maggio 2016. Est. Ferrari, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Vi è tuttavia chi, in senso contrario, ha ritenuto che: *“I costi impliciti dei prodotti finanziari OTC dunque esistono, non snaturano la causa del contratto, non ne determinano la nullità per presunta carenza di causa,*



Parimenti, un ruolo principale, agli stessi fini, è rivestito dal *Mark to market* e dalla formula matematica per il suo calcolo, ossia dall'esatto valore (o dal criterio per determinarlo) attribuito al contratto in un qualunque momento della sua vita (dalla sua stipula ovvero dal momento in cui il contratto si risolve o si conclude).

Su tale elemento si incentra l'argomentazione del Tribunale di Catania.

La decisione in commento indica chiaramente che la mancata indicazione del *Mark to market*, non esposto chiaramente o reso comprensibile, anche mediante indicazione della formula matematica di calcolo, non consente di ritenere quale sia il rischio insito nello strumento finanziario derivato e assunto consapevolmente dall'investitore.

Nella prassi i contratti in questione sono predisposti dall'intermediario finanziario, che assume - nella pianificazione delle operazioni di investimento sottoposte all'approvazione dei propri clienti, e nella determinazione dei flussi di interesse che vengono dalla stessa calcolate e comunicate all'investitore - un ruolo di predominanza e di perfetta padronanza dei meccanismi che presiedono allo svolgimento del rapporto. È, quindi, indubbio che la posizione di svantaggio e di asimmetria informativa riguardi esclusivamente l'investitore.

Si tratta di un rilievo evidenziato dallo stesso Giudice nella decisione esaminata, laddove si rappresenta che l'utilizzo di criteri di calcolo applicati nei mercati finanziari (è il caso del Modello quantitativo cd. di John Hull utilizzato dal CTU per individuare uno dei possibili valori del *Mark to market* alla data di stipula del contratto) è circostanza riferibile, al più, ad un soggetto qualificato "*quali la banca convenuta ma non l'investitore*".

Tale indirizzo giurisprudenziale ha il merito di applicarsi a tutti gli strumenti finanziari caratterizzati dalla scommessa, indipendentemente dalla circostanza che gli stessi siano stati ideati e applicati con finalità di copertura, ovvero, con fine speculativo<sup>64</sup>.

Sia per i derivati con funzione di copertura, sia per i derivati speculativi, è necessario per l'interprete verificare se un elemento informativo indispensabile sia presente e/o esposto in modo comprensibile e determinabile.

Per il Tribunale di Catania, la mancata indicazione del *Mark to market* rende impossibile per l'investitore assumere consapevolmente il rischio derivante dalla stipula del contratto *Interest rate swap*. Manca, quindi, la causa concreta del contratto per irrazionalità del rischio assunto "*rischio che [l'investitore] non ha potuto in concreto misurare preventivamente attraverso la possibilità di una agevole ricostruzione del valore del MTM dei singoli contratti in OTC*"<sup>65</sup>.

Tuttavia, a differenza dei precedenti in merito alla nullità del contratto di Swap per alea irrazionale, la sentenza in commento si sofferma sul difetto informativo del *Mark to market*, analizzando le caratteristiche che tale omissione informativa deve presentare.

Uno dei rilievi mossi dall'intermediario finanziario alla contestazione sulla mancata indicazione del *Mark to market* alla data di sottoscrizione del contratto, era costituito dalla circostanza che il contratto quadro indicasse un criterio, ritenuto sufficiente dall'intermediario, per la determinazione di tale valore. In particolare, la formula utilizzata nel contratto quadro prevedeva espressamente che "*..ove non diversamente specificato nel singolo contratto, la Banca calcolerà tale valore di mercato sulla base della media aritmetica dei valori corrispondenti forniti da tre primari operatori del mercato degli strumenti finanziari derivati, anche in base a modelli matematici di uso comune nel mercato medesimo*" che per mezzo del ricorso ai modelli matematici finanziari vigenti nel mercato.

La statuizione del Tribunale di Catania al riguardo è perentoria.

---

*né obbligano la banca a compensare il cliente tramite erogazione di up front. Detti costi implicano soltanto un dovere di trasparenza informativa nei confronti del cliente, come sancito dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009 n. 9019104*"; così Tribunale Torino, 30 Luglio 2015. Est. Astuni.

<sup>64</sup> Si veda da ultimo Tribunale Torino, 14 Gennaio 2020. Est. Martinat, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>65</sup> Sentenza Tribunale di Catania 08/02/2020 n. 528, p. 7.



L'unico modo per poter ritenere indicato (e, quindi, conosciuto o conoscibile) il *Mark to market* è esclusivamente l'indicazione della formula matematica finanziaria che intermediario intende utilizzare per la valorizzazione dello strumento derivato.

Qualunque altra descrizione, assume un carattere indeterminato e generico.

Ebbene, per comprendere fino in fondo la decisione, al riguardo, occorre partire dalla struttura del contratto di IRS e dallo scopo del *Mark to market*.

Il contratto *Interest rate swap* è un rapporto negoziale in cui le parti si obbligano a scambiarsi - a determinate scadenze e rispetto a un importo nozionale di riferimento - flussi di interesse.

Il *Mark to market*<sup>66</sup> costituisce una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato del prodotto derivato in caso di risoluzione anticipata e non esprime un valore concreto ed attuale. Volendo semplificare tale concetto, il *Mark to market* viene tradotto comunemente nel cosiddetto costo di sostituzione<sup>67</sup>. Attraverso complessi criteri di valutazione e di analisi tale valore indica quale sarebbe il costo dello strumento derivato che terzi dovrebbero corrispondere per acquistarlo<sup>68</sup>.

Il valore espresso dal *Mark to market* è, cioè, mutevole e dipende da numerose variabili.

Un'attenta giurisprudenza di merito ha rilevato al riguardo che *“per definizione il mark to market non possa essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, perché possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente”*<sup>69</sup>.

Ciò, tuttavia, non significa che le parti non possono convenire su quale sia il valore (il costo di sostituzione del prodotto derivato) alla data di stipula del contratto. Ciò che non è possibile, invece, per la natura stessa del *Mark to market*, è indicare un valore che sia cristallizzato per tutta la durata del contratto derivato.

È questa la ragione per cui il Tribunale di Catania ritiene che la determinabilità del *Mark to market* possa essere garantita solo con una formula matematica finanziaria, trattandosi di una grandezza sempre variabile nel tempo.

Tale ampia premessa permette anche di comprendere perché il Tribunale di Catania superi le eccezioni formulate dall'istituto di credito.

È ovvio che per calcolare il valore dello strumento derivato siano indispensabili alcuni elementi basilari come il nozionale di riferimento, il tasso di interesse differenziale applicato, la periodicità di calcolo. Si tratta, tuttavia, di dati indispensabili per la validità del contratto, ma non sufficienti per determinare il *Mark to market*. Esistono, infatti, decine di formule per l'individuazione del valore convenzionale attribuito allo strumento finanziario derivato.

---

<sup>66</sup> Il concetto disciplinato da due disposizioni normative. L'art. 203 TUF, che ai fini dell'applicazione dell'art. 76 legge fall. lo descrive come costo di sostituzione degli strumenti finanziari derivati e di quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lettera a) stesso TUF e delle operazioni a termine su valute nonché delle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto; e l'art. 2427-bis, comma 1, n. 1 c.c., in base al quale nella nota integrativa del bilancio deve essere indicato per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati il *fair value*, ossia il relativo prezzo di scambio in una transazione tra terzi indipendenti.

<sup>67</sup> Per una chiara descrizione del concetto e della funzionalità del *Mark to market* si rinvia a A. AMARI, *Il mark to market quale elemento essenziale del contratto in derivati*, in Alma Lura, in Banca Dati, Dottrina2 settembre 2016.

<sup>68</sup> In particolare la Corte di Cassazione (sia civile che penale) hanno attribuito a tale espressione la seguente definizione: *“un metodo di valutazione delle attività finanziarie, che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante il ricorso a indici d'aggiornamento monetario. Esso consiste nell'attribuire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della sua scadenza naturale. Il mark to market è detto anche costo di sostituzione, perché corrisponde al prezzo, dettato dal mercato in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso”* ovvero *“una grandezza monetaria teorica che è calcolata per l'ipotesi in cui il contratto cessi prima della sua scadenza naturale”*. Così Cass. Pen. Sez. II, 21-12-2011, n. 47421; Cass. Civ., Sez. II, 11-5-2016, n. 9644 e Cass. Civ., Sez. II, 8-7-2016, n. 14059.

<sup>69</sup> Tribunale di Milano 9 marzo 2016, n. 3070.



Tale valore, ovviamente, in una contrattazione non espletata all'interno di mercati regolamentati, è lasciato all'autonomia delle parti. Le parti, debbono concordare quale sia il criterio di calcolo per attribuire il valore allo strumento finanziario prescelto. L'assenza di tale elemento rimette all'arbitrio dell'intermediario l'individuazione del valore al momento dell'estinzione, oltre a celare al momento della stipula del contratto l'esistenza di un valore anche negativo che integra di fatto una commissione implicita che l'investitore è costretto a sobbarcarsi, peraltro inconsapevolmente.

Ebbene, solo l'indicazione della formula matematica finanziaria prescelta dalle parti, unitamente a tutti i dati essenziali che il contratto deve contenere, consentirà all'investitore di poter determinare, in qualunque momento, il valore dello strumento derivato.

La decisione in commento ha il pregio di rappresentare in maniera chiara la *ratio* di tutela che l'ordinamento appresta nei confronti dell'investitore, affrontando in modo risolutivo le caratteristiche minimali che l'elemento del *Mark to market*, nei contratti derivati *over the counter*, deve necessariamente rispettare.

L'assenza della formula di matematica finanziaria necessaria all'individuazione del valore dello strumento derivato rappresenta un *vulnus* informativo che non può trovare giustificazione nell'ordinamento italiano, inficiando lo scopo economico sociale del contratto. Non è sufficiente il rinvio alla prassi del mercato finanziario; non è sufficiente una generica determinazione *per relationem* ad asserite medie aritmetiche di operatori del settore senza un'espressa e specifica (per quanto complicata) indicazione dei modi di determinazione del costo del derivato. Tali criteri di determinazioni si risolvono sostanzialmente in una determinazione tautologica<sup>70</sup>.

Ciò può rendere l'investitore più consapevole del rischio che assume nel momento di sottoscrizione del contratto derivato, e consente allo stesso di poter utilizzare gli strumenti minimali per accertare in contraddittorio con l'istituto di credito (ed in qualunque momento della vita del contratto derivato) il valore dello stesso, onde poter optare anche una risoluzione anticipata del rapporto, profittando di un momento particolarmente vantaggioso per la valutazione dello strumento finanziario. Anche in tal modo l'applicazione delle regole giuridiche sono in grado di agevolare la formazione di investitori maggiormente qualificati, e non spettatori passivi di soluzioni incomprensibili recepite supinamente su base fiduciaria. Di ciò, invero, può beneficiarne nel tempo l'intero sistema.

#### **4.I recenti sviluppi della giurisprudenza delle Sezioni Unite e della giurisprudenza di merito sugli IRS**

Sul tema della rilevanza e delle caratteristiche del *Mark to market* all'interno dei contratti di IRS sono recentemente intervenute le Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la sentenza 12 maggio 2020 n. 8770.

La sentenza interviene in tema di stipula degli strumenti finanziari derivati da parte delle amministrazioni locali (che la l. n. 147 del 2013 ha fatto venir meno) pronunciandosi sulla validità dei derivati di copertura (gli unici per cui anche prima della legge del 2013 gli enti pubblici territoriali potevano ritenersi legittimati a stipulare).

La decisione costituisce l'ulteriore conferma del principio fatto proprio dalla sentenza del Tribunale di Catania richiamata. Secondo le Sezioni Unite, la stipula degli strumenti derivati di copertura per gli enti pubblici *“poteva utilmente ed efficacemente avvenire solo in presenza di una precisa misurabilità/ determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark to market, sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto”*.

---

<sup>70</sup> Nello stesso senso si veda Tribunale di Milano 9 marzo 2016, n. 3070, in Banca Borsa Titoli di Credito 2016, 2, II, 254, con nota di Rota Moreno, *Osservazioni a Trib. Milano, 9 marzo 2016, sulla nullità del contratto di interest rate swap per mancata esplicitazione della formula per il calcolo del mark to market*.



Anche in tal caso, quindi, la precisa misurabilità e determinabilità dell'oggetto del contratto comprensivo del *mark to market* costituisce elemento essenziale per la effettiva e piena comprensione dell'alea contrattuale.

La stessa descrizione del *mark to market* consente di comprendere appieno la indispensabilità, non tanto e non solo della misura alla stipula del contratto, quanto ancor di più dei criteri evidentemente matematici per il suo calcolo. Tale concetto per la Corte di cassazione è infatti *“valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l'ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale. Più precisamente è un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante indici di aggiornamento monetario, che consiste nel conferire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della scadenza naturale”*.

Da ciò la conseguenza in termini di corretta comprensione del rischio finanziario connesso al contratto e la rilevanza ai fini della causa concreta del rapporto negoziale, trattandosi di elemento che *“concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea 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 del tempo”*.

In altri termini, il criterio di calcolo - ovvero la formula matematica - per determinare il *mark to market* costituisce, anche per le Sezioni Unite, elemento indispensabile del contratto. Come è stato precisato dalla suprema corte *“l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario, con la particolarità che il parametro scelto assume alla scadenza l'effetto di una molteplicità di variabili”*<sup>71</sup>.

La logica della decisione è ancorata non solo alla consapevolezza della misura dell'alea che l'investitore deve avere al momento della stipula del contratto derivato, ma anche all'evoluzione che il contratto (e il suo valore di mercato) potrà avere nel corso della sua vita.

Il contratto derivato potrà essere al momento della stipula c.d. *no par*, ossia potrà non regolare in maniera equilibrata il suo rischio. Di tale circostanza l'investitore deve essere consapevole e messo nelle condizioni di comprendere le implicazioni. Il derivato, però, potrà essere *no par* (o non equilibrato) anche successivamente. In tal caso l'indicazione degli elementi necessari per prezzare il valore dell'IRS (e quindi i criteri di calcolo del *mark to market* che è appunto il valore del derivato) assumono una rilevanza centrale per consentire all'investitore di operare una scelta consapevole sul mantenimento del rischio di investimento o dell'eventuale dismissione dello strumento derivato acquistato.

Anche per la corte quindi l'indicazione del “parametro” per calcolare il valore del derivato è essenziale.

I principi espressi dalle Sezioni Unite sono stati ripresi dalla giurisprudenza di merito successiva<sup>72</sup> che ha confermato come tale decisione abbia enunciato *“principi di ordine generale, operanti anche al di là delle ipotesi di conclusione di contratti di IRS da parte di enti pubblici”*<sup>73</sup>.

L'applicabilità di tale principio a tutte le operazioni di investimento in strumenti derivati, anche oltre le operazioni poste in essere tra enti pubblici territoriali e intermediari finanziari, è stata affermata recentemente dal Tribunale di Firenze con la sentenza 25 agosto 2020<sup>74</sup>.

Anche in tal caso, il giudice ha ritenuto che il rinvio a criteri di calcolo generici e facenti riferimento a modelli matematici di uso comune nel mercato di riferimento non consente all'investitore di comprendere appieno gli elementi essenziali per la valutazione del rischio assunto.

Tanto più, ove tale parametro riesca ad essere calcolato esclusivamente sulla base di una perizia di consulenza tecnica contabile sulla base di un complesso calcolo che involge formule di matematica finanziaria.

<sup>71</sup> Tribunale di Pavia, 16 settembre 2020, cit.

<sup>72</sup> In particolare Tribunale di Pavia, 16 settembre 2020, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>73</sup> Tribunale di Firenze 25 agosto 2020, cit.

<sup>74</sup> Tribunale di Firenze 25 agosto 2020, cit.



Ciò determina per il giudice del merito la nullità del contratto per un vizio genetico dello stesso ovvero detto in altri termini “*l'affare concluso tra le parti risulta connotato da una irresolutezza di fondo che rende nullo il relativo contratto perché, per usare l'espressione impiegata dalle sezioni unite con la sentenza 12 maggio 2020, n. 8770, “non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)”*”.

I recenti sviluppi, quindi, confermano che il principio della necessaria determinabilità del *mark to market* come requisito indispensabile per la validità dei contratti di IRS costituisca ormai indirizzo dominante.

## **5. La mancata indicazione del Mark to market e l'indeterminatezza dell'oggetto del contratto. L'ipotesi alternativa non seguita dal Tribunale di Catania**

La tesi della nullità del contratto derivato per irrazionalità dell'alea, sposata dal Tribunale di Catania, offre una soluzione ben ragionata della questione relativa alla mancata indicazione del Mark to market nel contratto derivato di *Interest rate swap*.

Tale orientamento, tuttavia, sembra valorizzare sotto il solo profilo causale un elemento che attiene anche all'oggetto del contratto.

Il tema è se la mancanza di una formula volta a determinare il *Mark to market* sia (come si ritiene) in grado di produrre la nullità del contratto di IRS non solo per carenza di causa concreta dello stesso, ma, altresì, per indeterminatezza dell'oggetto del contratto ex art. 1346 c.c.

Come è stato confermato anche recentemente dalle Sezioni Unite<sup>75</sup> il valore del *Mark to market* incide su un'obbligazione eventuale che sarà posta a carico dell'investitore nel momento in cui scade il termine di durata del contratto derivato, ovvero l'investitore decida di risolvere (con il consenso dell'intermediario), o rinegoziare anticipatamente il contratto.

È infatti frequente che i contratti di IRS siano oggetto di estinzione anticipata rispetto alla scadenza contrattuale (c.d. “*unwinding*”). In tal caso, in assenza di un prezzo di mercato l'*unwinding* viene determinato in base al valore della posizione stimato dall'intermediario, sostanzialmente sulla base delle previsioni dallo stesso formulate in ordine all'andamento dei parametri cui è ancorata la determinazione delle prestazioni a carico delle parti.

Tale determinazione dà vita un valore, ossia a un'obbligazione, che ciascuna parte deve corrispondere all'altra a seconda del valore negativo o positivo assunto dal derivato al momento dell'estinzione.

Può certamente dirsi che tale prestazione non è la principale obbligazione che discende dalla stipula del contratto derivato ma, tuttavia, si tratta di un'obbligazione determinante che in ogni momento della vita del contratto derivato può porsi a carico di entrambe le parti. Da ciò la circostanza che tale prestazione possa ritenersi integrare l'obbligazione contrattuale e, quindi, l'oggetto del contratto.

Si tratta, anche in tal caso, di un valore che deve presentare i caratteri della determinatezza o della determinabilità<sup>76</sup> previsti dall'articolo 1346 c.c., pena la nullità del contratto.

Determinabilità che – in linea con quanto statuito dal Tribunale di Catania nella sentenza 09 febbraio 2020 n. 528 – può ricorrere esclusivamente nel caso in cui l'intermediario concordi con l'investitore quale sia il criterio ovvero la formula matematica di calcolo del valore del contratto.

La questione non è irrilevante.

Se il *Mark to market* è l'oggetto del contratto di swap, la sua indeterminatezza (intesa come mancata indicazione di formula matematica prescelta per il calcolo del valore del derivato) determina certamente la nullità del negozio. Non è, quindi, necessario ricorrere alla razionalità dell'alea come elemento distintivo della

<sup>75</sup> Corte di cassazione Sezioni Unite 12.05.2020 n. 8770, cit.

<sup>76</sup> Il concetto di determinabilità dell'oggetto del contratto è ritenuto integrato nel caso in cui le parti abbiano indicato gli strumenti per giungere ad individuarlo e ciò presuppone che tra le parti vi sia stato un accordo circa la futura determinazione dell'oggetto e circa le modalità e i criteri da osservarsi a questo fine.



causa concreta del contratto derivato e ritenere che tale razionalità venga influenzata dalla conoscenza del criterio di calcolo del Mark to market.

E ciò perché, il rischio di tale tesi è quello di svilupparsi in maniera differente in ragione dei soggetti che si contrappongono all'intermediario e che possono avere, rispetto a questi, una posizione di squilibrio informativo (almeno formalmente) meno marcato del comune investitore.

Vi è da chiedersi, infatti, se la medesima valutazione possa essere fatta nei casi in cui il contratto derivato sia sottoscritto tra l'intermediario e un operatore qualificato.

Ove il contratto derivato fosse sottoscritto dall'intermediario e da un agente di cambio, la valutazione della causa concreta del contratto in assenza di formula matematica del Mark to market, sarebbe certamente la stessa? Il decidente potrebbe ritenere che la natura qualificata dell'agente di cambio possa comportare la conoscenza del criterio di calcolo, ad esempio nel caso in cui il contratto derivato faccia riferimento a criteri generici o al rinvio della prassi dei mercati finanziari?

E tale valutazione potrebbe essere estesa agli operatori professionali (ossia qualificati) a richiesta?

Se la natura irrazionale dell'alea trova fondamento su una situazione di squilibrio informativo tra l'intermediario dell'investitore potrebbe ritenersi che un investitore formalmente qualificato - e che, tuttavia, non abbia le stesse competenze tecniche della banca - possa essere ritenuto in grado di valutare il concreto rischio assunto con lo strumento finanziario sottoscritto nonostante non sia indicata la formula matematica di calcolo. L'operatore qualificato, infatti, ha (o meglio dovrebbe astrattamente avere) quella stessa conoscenza del mercato finanziario che gli consente di comprendere quale sia la prassi del calcolo di tale valore. Ed allora, anche l'assenza di una formula matematica e il rinvio a criteri relativi alla prassi dei mercati finanziari potrebbe spingere l'interprete a ritenere che il difetto informativo possa non incidere sulla causa concreta del contratto, possa non rendere irrazionale l'alea.

Nel caso, in cui invece il *Mark to market* fosse ritenuto l'oggetto del contratto la previsione della formula matematica non è rimessa da alcuna valutazione sulla conoscenza del mercato finanziario dell'investitore<sup>77</sup>. Si tratta di un elemento certo che deve essere espressamente indicato nel contratto a prescindere dalla qualifica dell'investitore.

Si è in una fase precedente alla valutazione dell'impatto degli obblighi informativi e della loro osservanza sul contratto.

Si renderebbe così più forte la posizione di tutela nei confronti dell'investitore.

L'indagine dell'interprete, allora, si fermerebbe alla stessa struttura del contratto, obbligando l'intermediario - con riferimento a qualunque negozio derivato, indipendentemente dalle esperienze dalla capacità tecniche della controparte - a predisporre modelli negoziali ritenuti validi solo in presenza di elementi contenutistici minimali, tra cui il *Mark to market* e la formula del relativo calcolo.

### **3. Gli obblighi informativi a carico dell'intermediario: violazione e risoluzione del contratto derivato**

Per completezza di analisi, deve infine rappresentarsi un diverso profilo di contestazione anche dei contratti di IRS e che riguarda, in generale, tutte le operazioni di investimento in prodotti finanziari.

Gli elementi e le caratteristiche dei contratti di IRS indicati nei precedenti paragrafi (e tra questi il *Mark to market* assente o indeterminato, l'esistenza di commissioni implicite non dichiarate, o gli elementi per comprendere lo scopo del contratto derivato e l'assunzione del rischio da parte dell'investitore), sono stati considerati dalla dottrina e dalla giurisprudenza sotto un altro profilo, che non attiene agli elementi strutturali che incidono sulla valida costituzione del contratto o sul percorso di formazione della volontà del contraente

---

<sup>77</sup> Come affermato dalla Corte di Cassazione (Cassazione civile, Sez. III, sentenza n. 5513 del 29 febbraio 2008) "Il requisito della determinatezza o della determinabilità dell'oggetto dell'obbligazione esprime la fondamentale esigenza di concretezza dell'atto contrattuale, avendo le parti la necessità di sapere l'impegno assunto ovvero i criteri per la sua concreta determinazione, il che può essere pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto, delle parti".



investitore. La rilevanza di tali elementi è stata, infatti, vagliata sotto il profilo del corretto adempimento degli obblighi discendenti dalla negoziazione in strumenti finanziari.

Al fine di fornire una lettura completa delle previsioni dettate dal TUF con riferimento alle operazioni di investimento in prodotti derivati è doveroso, infatti, richiamare la disciplina che individua a carico dell'intermediario una serie di obblighi informativi da osservare a vantaggio dell'investitore, analizzando le conseguenze sui contratti derivati in caso di inosservanza.

Il rilievo assunto dagli elementi informativi, nei contratti di Swap, è centrale, proprio per le caratteristiche e il funzionamento molto articolato dei derivati. Nella negoziazione di tali strumenti finanziari l'investitore assume un'obbligazione la cui esatta individuazione richiede competenze e valutazioni molto articolate e non sempre comprensibili ad un operatore non qualificato. L'asimmetria informativa e di competenze rispetto alla controparte contrattuale (rappresentata spesso da un istituto bancario o un intermediario finanziario), non è compensata dall'esistenza di un meccanismo di regolazione eterodiretta (così come avviene nei mercati regolamentati in cui, alcune condizioni, sono predefinite e la negoziazione è regolata da un'autorità di controllo), e ciò proprio in ragione del fatto che tali contratti vengono conclusi al di fuori dei mercati regolamentati (appunto *over the counter*).

La struttura dei contratti derivati *over the counter* impone ai contraenti di assumere, infatti, un rischio o, in altri termini, concludere una scommessa, un impegno dall'esito incerto.

Il legislatore è, quindi, intervenuto per colmare lo squilibrio ponendo a carico degli intermediari una serie di obblighi informativi e di condotta a garanzia dell'investitore con il precipuo fine di prevedere idealmente l'assunzione di rischi ponderati.

Dapprima, l'introduzione degli obblighi informativi è stata disposta con Legge n. 1 del 1991, che dettava la Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari, ribadita con il D.Lgs 415/ 1996 (c.d. Decreto Eurosim) e, da ultimo, inserita all'interno dell'art. 21 del D.Lgs. 58 del 1998 (T.U.F.), come modificata nel suo impianto dal successivo dal D.Lgs. 164 del 2007, che recepisce la Direttiva Mifid.

A tale fonte primaria del diritto, si affianca la disciplina dettata per gli intermediari con il Regolamento Consob, l'ultimo dei quali - adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 - detta una normativa di dettaglio anche degli obblighi informativi (in precedenza dettati dal Regolamento n.16190/2007).

Tra gli obblighi informativi che l'intermediario ottenuto ad osservare nelle contrattazioni in materia di strumenti finanziari, possono richiamarsi:

-l'obbligo di fornire informazioni corrette chiare e non fuorvianti;

-l'obbligo di fornire *“in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”*<sup>78</sup>;

---

<sup>78</sup> Si vede in tal senso l'articolo 36 del regolamento Consob 20307 del 2018 che richiama, tra i contenuti di tale informazione quelli che si riferiscono:

*“a) all'intermediario e ai relativi servizi; b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento, nonché l'indicazione se gli strumenti finanziari sono destinati a clienti al dettaglio o professionali, tenuto conto del mercato di riferimento di cui all'articolo 21, comma 2-bis, del Testo Unico; c) alle sedi di esecuzione; d) ai costi e oneri connessi, comprese le informazioni relative sia ai servizi di investimento che ai servizi accessori, al costo dell'eventuale consulenza e dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e alle modalità di pagamento da parte del cliente, ivi inclusi eventuali pagamenti di terzi. Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio di investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, sono presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento”*.





-l'obbligo di fornire una valutazione periodica sull'adeguatezza degli strumenti finanziari dei servizi raccomandati sulla base di un contratto scritto<sup>79</sup>;

- il rispetto dei principi di adeguatezza e appropriatezza delle operazioni di investimento fatte sottoscrivere dall'intermediario con la previsione a carico dell'intermediario di assumere tutte le informazioni necessarie dal cliente<sup>80</sup>.

Ne discende un complesso di oneri e obblighi posti a carico dell'intermediario che non si limitano a fornire all'investitore una semplice comunicazione delle caratteristiche dello strumento finanziario, ma che sono finalizzate a rendere effettivamente comprensibile l'operazione al sottoscrittore, sia in termini di rischio assunto che di meccanismi di regolazione che vi sottendono.

Ovviamente, tra tali elementi, assumono valenza anche il Mark to market, la finalità di copertura o speculativa del derivato, l'alea assunta, sia in termini di rischio ripartito tra le parti, sia di rischio consapevolmente assunto dall'investitore.

Gli obblighi informativi, tuttavia, prevedono una diversa intensità a seconda della controparte negoziale dell'intermediario.

Il TUF (D.lgs. n.58 del 1998) ha previsto all'art. 6, comma 2, che il regolamento degli intermediari demandato alla Consob fosse predisposto *"tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi"*. Ciò ha determinato una differente regolamentazione degli obblighi informativi distinguendo due tipologie di soggetti: i clienti al dettaglio e gli operatori qualificati (oggi operatori professionali).

La rilevanza di tale distinzione era assai maggiore sotto la vigenza della disciplina regolamentare dettata dalla Consob sino al recente regolamento del 2018<sup>81</sup>, posto che l'attribuzione della natura di operatore qualificato comportava l'inapplicabilità di numerose prescrizioni, come la previsione della forma scritta D.Lgs. n. 58 del 1998, la disciplina del conflitto di interessi, gli obblighi di informazione attiva e passiva, le previsioni in tema di operazioni inadeguate<sup>82</sup>.

Oggi, l'ampliamento degli obblighi informativi anche nei confronti degli operatori qualificati, riduce (ma non esclude) la portata di tale distinzione.

Ciò che emerge è, però, che l'ordinamento giuridico gradua in modo diverso la tutela offerta alla clientela degli intermediari finanziari, in particolare nei casi in cui il cliente investitore sia già, di per sé, in grado di riconoscere e valutare le caratteristiche e i rischi specifici dell'operazione.

Il Regolamento Consob n. 11522 del 1998, individuava, infatti, come operatore qualificato *"ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante"*<sup>83</sup>, introducendo, quindi, una distinzione tra investitore persona fisica – rispetto al quale era del tutto irrilevante l'eventuale autodichiarazione sulla qualifica rivestita dovendo accertare in concreto l'intermediario il possesso dei requisiti di professionalità<sup>84</sup> - e investitore persona

<sup>79</sup> Così l'art. 37 del Regolamento Consob 2018.

<sup>80</sup> In tal senso gli articoli 40 e 42 del titolo secondo del regolamento Consob 2018.

<sup>81</sup> Si tratta del Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018.

<sup>82</sup> In particolare, sia il regolamento Consob n. 1152 del luglio 1998 (all'art. 31) che il successivo regolamento n. 16190 del 2007 (art. 58) contenevano una disciplina sui rapporti dell'intermediario con le controparti qualificate escludendo l'applicabilità dei principali obblighi informativi previsti, invece, per il cliente al dettaglio.

<sup>83</sup> Si trattava dell'art. 31, comma 2 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998 che riproduceva quanto già disposto con il precedente Regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991.

<sup>84</sup> In tal senso Cassazione civile sez. I, 23/09/2016, n.18702 secondo cui *"L'obbligo informativo decade solo se il cliente è operatore qualificato ex art. 31 Regolamento Consob. L'autodichiarazione dell'investitore non è sufficiente a classificarlo come "investitore qualificato", infatti, gli investitori persone fisiche rientrano nella categoria degli «operatori qualificati» ove «documentino il possesso dei requisiti di professionalità» stabiliti per gli esponenti aziendali delle società di intermediazione mobiliare."*



giuridica, per il quale il legale rappresentante avrebbe potuto autocertificare le proprie competenze in materia finanziaria<sup>85</sup>.

Il successivo regolamento Consob n. 16190/2007 e, da ultimo, il Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, hanno, però, mutato i presupposti per l'attribuzione della qualifica di operatore qualificato (oggi definito operatore professionale), stabilendo che è tale il cliente privato «che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'economia e delle finanze ai sensi dell'art. 6, comma 2 sexies, del Testo Unico».

Oggi sono, quindi, clienti professionali, quelli specificamente individuati con regolamento Consob, se di natura privata (distinti tra operatori professionali privati di diritto e su richiesta), oppure con regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze, se aventi natura pubblica.

In particolare, quanto ai clienti professionali privati, il regolamento Consob distingue tra clienti professionali di diritto (che - oltre alle società che svolgono professionalmente l'attività di intermediazione e investimenti in prodotti finanziari - si estende anche alla categoria delle grandi imprese o di società che fanno parte di grandi imprese<sup>86</sup>) e clienti professionali a richiesta, dettando, in quest'ultimo caso, una analitica disciplina sulle condizioni e sulla procedura di attribuzione di tale qualifica<sup>87</sup>, il cui mancato rispetto, ovviamente, determina l'attribuzione della qualifica di cliente al dettaglio.

---

<sup>85</sup> Ciò ha determinato la nascita di un importante filone giurisprudenziale che, proprio prendendo spunto della disciplina dettata dalla Consob e vigente sino al 2 novembre 2007 (Il successivo Regolamento Consob fu dotato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 ed è entrato in vigore a seguito di pubblicazione in S.O. n. 222 alla G.U. n. 255, il 2.11.2007), ha ritenuto sufficiente, la dichiarazione resa dal rappresentante legale della persona giuridica circa la natura di operatore finanziario qualificato, sia per esonerare l'intermediario dal compiere accertamenti ulteriori al riguardo, sia per ritenere provata in giudizio la qualità, anche come unica e sufficiente fonte di prova, anche se nella forma della presunzione semplice. In tal senso si veda da ultimo Cassazione civile sez. I, 04/04/2018, (ud. 08/02/2018, dep. 04/04/2018), n.8343, secondo cui «Secondo questa Corte, nel vigore dell'analogo disposto di cui all'art. 13 del regolamento Consob approvato con Delib. 2 luglio 1991, n. 5387, è sufficiente, ai fini dell'appartenenza del soggetto alla categoria delle persone giuridiche aventi la veste di operatore qualificato, l'espressa dichiarazione scritta richiesta dal regolamento, la quale esonera l'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso, e permette al giudice ex art. 116 c.p.c. di ritenere sussistente detta qualità (Cass. 26 maggio 2009, n. 12138)».

<sup>86</sup> Il concetto di impresa di grande dimensione o di grande impresa non è espresso nel Regolamento Consob e deve, quindi, mutuarsi dalla normativa nazionale e comunitaria che qualifica la grande impresa e la distingue dalle piccole e medie imprese. A tal riguardo soccorrono:

- Il decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 123 concernente la razionalizzazione degli interventi di sostegno pubblico alle imprese, ed in particolare l'art. 2, comma 2;
- i regolamenti CE n. 363/2004 e n. 364/2004 della Commissione Europea del 25 febbraio 2004, recanti modifiche rispettivamente ai regolamenti CE n. 68/2001 e n. 70/2001;
- la raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale Unione europea legge n. L 124 del 20 maggio 2003, che sostituisce a decorrere dal 1° gennaio 2005 la raccomandazione della Commissione europea 96/280/CE del 3 aprile 1996;
- il decreto del Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato 18 settembre 1997 e il Decreto 18 aprile 2005 del Ministero delle Attività Produttive.

Secondo tutte le disposizioni richiamate, si considerano micro, piccole e medie le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR.

Il regolamento Consob ha previsto che anche la singola impresa facente parti dell'impresa di grandi dimensioni (individuata secondo i parametri sopra precisati) può essere qualificata come operatore professionale privato di diritto a condizione che ricorrano le condizioni espresse, ossia che: «presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: 20 000 000 EUR;
- fatturato netto: 40 000 000 EUR;
- fondi propri: 2 000 000 EUR».

La mancanza dei requisiti sopra indicati determina l'attribuzione della natura di cliente al dettaglio indipendentemente da qualunque dichiarazione resa dalla società, tenuto conto del superamento della previsione contenuta nel regolamento Consob del 1998.

<sup>87</sup> In particolare, l'Allegato 3 al regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 stabilisce espressamente che:



Gli stringenti parametri per l'attribuzione della qualifica di operatore professionale, riducono oggi fortemente la rilevanza della distinzione<sup>88</sup>.

L'ampia illustrazione della disciplina informativa in materia di intermediazione finanziaria è necessaria per comprendere la giurisprudenza che si è formata in tema di inosservanza degli obblighi posti a carico dell'intermediario e della rilevanza della condotta decettiva di quest'ultimo.

Dottrina e giurisprudenza si sono interrogate su quali fossero, infatti, le conseguenze giuridiche della violazione degli obblighi informativi per i contratti derivati *over the counter*.

La prima importante risposta giurisprudenziale alla questione è stata fornita dalle Sezioni Unite nel 2007<sup>89</sup> ed è stata successivamente ribadita da molteplici pronunce di legittimità, anche recenti<sup>90</sup>. Secondo tale indirizzo, va esclusa che la violazione e inosservanza degli obblighi informativi possa condurre alla nullità del contratto di intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti<sup>91</sup>.

La Cassazione, con l'indirizzo richiamato, ritiene che la violazione dei doveri di informazione del cliente integri un'ipotesi di responsabilità precontrattuale, con conseguente diritto al risarcimento del danno se la condotta illecita sia posta in essere nella fase precedente o coincidente alla stipula del contratto di intermediazione destinata regolare successivi rapporti tra le parti (Contratto quadro). La violazione degli obblighi informativi, invece, *“può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione”*<sup>92</sup>.

Si tratta di ipotesi in cui il giudice di legittimità affronta ipotesi di violazione di obblighi informativi sulla adeguatezza dell'operazione e sulla omessa informazione in ordine alla rischiosità dei titoli finanziari (prevalentemente titoli di Stato) sottoscritti.

---

*“Gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli inclusi alla sezione I, che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito. Non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I.”*

A seguito della richiesta dell'investitore, intermediario dovrà compiere una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, cosicché, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti.

Tale valutazione richiede che l'intermediario accerti almeno due dei seguenti requisiti, elementi che riguardano la persona fisica investitore o l'amministratore della persona giuridica:

*“ il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;*

*- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;*

*- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti”*

La disciplina, poi, detta una articolata procedura per il riconoscimento della qualifica di cliente professionale.

<sup>88</sup> A ciò si aggiunga che il regolamento del 2018 ha rafforzato gli obblighi informativi anche nei confronti degli operatori professionali prevedendo, all'art. 61, che, nei rapporti con quest'ultimi, gli intermediari debbano comunque agire *“in modo onesto, equo e professionale e utilizzano comunicazioni chiare e non fuorvianti, tenuto conto della natura del soggetto e della sua attività”* richiamando, altresì, espressamente l'applicazione dell'articolo 36 sul contenuto delle informazioni che l'intermediario deve fornire a tutti gli operatori, sia di dettaglio che professionali.

<sup>89</sup> Con le due sentenze gemelle c.d. Rodolf, denominazione mutuata dal nome del suo estensore, R. Rodolf, a cui furono assegnate la stesura delle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007.

<sup>90</sup> Si veda da ultimo Cass. Civ., Sez. I, n. 9763 del 19.04.2018 e tra le più recenti Sez. 1 – Sentenza n. 20620 del 31/08/2017; Sez. 1 – Sentenza n. 20617 del 31/08/2017; Sez. 1 – , Sentenza n. 16861 del 07/07/2017; Sez. 1 – , Sentenza n. 12937 del 23/05/2017; Sez. 1, Sentenza n. 8394 del 27/04/2016.

<sup>91</sup> Nelle due sentenze, infatti, si afferma che: *“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.”* (si veda Corte di Cassazione, Sez. Unite Civili 19 dicembre 2007, n. 26725 – Primo Pres. V. Carbone, Rel. R. Rordorf).

<sup>92</sup> Cassazione, Sez. Unite Civili 19 dicembre 2007, n. 26725



Con specifico riferimento ai contratti di IRS, tuttavia, parte della giurisprudenza di merito<sup>93</sup> ha espressamente rilevato che anche la violazione della corretta informazione in ordine al Mark to market e al suo valore, che deve essere indicato in modo chiaro e ricostruibile, possa determinare una ipotesi di risoluzione del contratto per inadempimento degli obblighi informativi<sup>94</sup>.

La giurisprudenza, in tali casi, ha valorizzato l'esistenza di un preciso obbligo informativo a carico dell'intermediario, ritenendo che tale obbligo sia rinvenibile nell'art. 31, comma 2, lett. c) del regolamento intermediari n. 16190 del 29.10.2007 (oggi 40 e 42 del titolo secondo del regolamento Consob 2018). Tale disposizione, in particolare prevede che - nella descrizione dei rischi che gli intermediari sono tenuti a fornire ai loro clienti - rientra *“il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti”*, portando il giudice del merito ad affermare che *“è indubbio che un mark to market negativo costituisce una delle eventuali passività potenziali alle quali il cliente è esposto”*<sup>95</sup>.

Da ciò la conseguenza della risoluzione nel caso di omessa informazione da parte dell'intermediario.

Sono tuttavia residuali le pronunce di risoluzione per inadempimento degli obblighi informativi in relazione alla mancata indicazione del mark to market o di elementi specifici del contratto (con riferimento alla sua natura o alla sua funzione). Le pronunce, più che altro, attengono ad ipotesi di mancata ottemperanza agli obblighi informativi di adeguatezza o di informazione sull'andamento dell'investimento derivato.

Al contrario, come già rilevato<sup>96</sup>, la violazione di obblighi informativi su elementi contrattuali come il Mark to market sono stati utilizzati dalla maggior parte della giurisprudenza per ricostruire un'ipotesi di nullità del contratto per difetto di causa concreta<sup>97</sup>, e su tale solco si iscrive la sentenza del Tribunale di Catania commentata.

---

<sup>93</sup> Si veda in tal senso, tra le altre, Tribunale Verona, 09 Novembre 2018. Est. Vaccari

<sup>94</sup> In tal senso Tribunale Mantova, 18 Giugno 2019. Est. Bernardi, secondo cui: *“Costituendo tuttavia un mark to market negativo una potenziale passività alla quale il cliente è esposto, la sua mancata indicazione da parte dell'intermediario finanziario costituisce grave inadempimento del dovere di informazione imposto dall'art. 21 del d. lgs. 58/1998 e dall'art. 32 del regolamento Consob n. 16190/2007 e giustifica l'accoglimento della domanda di risoluzione del contratto di interest rate swap e quella conseguente di ripetizione di indebito delle somme versate in esecuzione del contratto”*; ovvero nello stesso senso Tribunale Verona, 09 Novembre 2018. Est. Vaccari, secondo cui con riferimento al Mark to market: *“L'esplicitazione di tale dato che, non deve essere necessariamente scritta, già al momento della conclusione del contratto, è quindi oggetto di un preciso obbligo informativo gravante sull'intermediario e in caso di suo inadempimento è giustificata la risoluzione del contratto quadro”*.

<sup>95</sup> Si veda in tal senso Tribunale Verona, 09 Novembre 2018. Est. Vaccari.

<sup>96</sup> Si veda, tal riguardo, il paragrafo § 2.4.

<sup>97</sup> In dottrina l'individuazione dell'alea razionale come elemento essenziale per la vincolatività del contratto è sostenuta da Maffei, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in Giur. comm., 2013, 3, I, p. 662; *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in Contr. impr., 2014, 4-5, p. 846; L'ufficio di diritto privato e il contratto, cit., p. 20), nonché, almeno inizialmente, anche da E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in Banca borsa, 2009, 6, I, p. 652..