

La nullità del contratto e l'*interest rate swap*

di *Daniele Imbruglia*

Come si può perseguire l'obiettivo di assicurare la fiducia del risparmiatore. La necessità e gli strumenti di tutela della fiducia nel sistema giuridico del risparmio e delle relazioni finanziarie con particolare riferimento alla figura contrattuale dello *swap* sottoscritto dalla banca o altro intermediario con il cliente. Gli strumenti ricavabili dalla giurisprudenza intervenuta in materia.

1. Risparmio e fiducia

Come è stato limpidamente affermato di recente, «[i]l sistema del credito – e non solo il suo “ordinamento” o solo la sua “industria” – è, in linea generale, irrinunciabilmente ancorato a quello della “fiducia”: della fiducia che i singoli operatori economici si scambiano in un mercato libero e responsabile, ma soprattutto di quella che possiamo considerare “comune”, di quella che le comunità pongono anche involontariamente – e, perfino, inconsapevolmente – a base della loro convivenza» e ciò in quanto il risparmio non è «un semplice tesoreggiamento» e non coincide «con l'inerte e cieca accumulazione o il mero accantonamento di ricchezza, senza alcuna previsione di destinazione, né con una rinuncia e neppure con una resa», ma, al contrario, contiene appunto «una propensione alla speranza, un atteggiamento di fiducia verso il futuro e, anzi, un affidamento: che si abbia, cioè, la capacità di mettere direttamente a frutto quelle risorse, con l'aspettativa di migliorare le qualità della propria vita; e che si abbia la possibilità di rendere quelle risorse disponibili ad altri, affinché, attraverso soprattutto il sistema finanziario, le impieghino in investimenti»¹. L'attenzione per

tale dinamica non giustifica unicamente la previsione costituzionale a tutela del risparmio (art. 47), disposizione questa che “solo con fatica” può dirsi contenente norme programmatiche, ma comporta l'adozione di una serie di regole primarie e secondarie, di fonte interna e sovranazionale, che hanno, appunto, l'obiettivo di assicurare la fiducia².

L'interpretazione di questa normativa da parte del giudice comune costituisce l'oggetto di questo sintetico contributo. In tal senso, centrale sarà una disamina degli orientamenti giurisprudenziali in tema del cd. *interest rate swap* (*irs*), ossia quel contratto di scambio (*to swap*) di obbligazioni pecuniarie future e che in sostanza si traduce nel dovere di Tizio di dare a Caio la cifra Delta (dove Delta è la somma di denaro corrispondente al capitale₁ per il tasso di interesse W) a fronte dell'impegno assunto da Caio di versare a Tizio la cifra Gamma (dove Gamma è la somma di denaro corrispondente al capitale₁ per il tasso di interesse Z). Oltre a fornire un quadro di riferimento sugli attuali indirizzi giurisprudenziali, dall'esame dell'interpretazione quotidiana di questo contratto emergerà con chiarezza la pluralità delle fonti e la complessità del coordinamento delle categorie del di-

1. P. Grossi, *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, maggio 2017, in www.cortecostituzionale.it (le citazioni sono tratte dalle pp. 4, 6 e 8 del testo dell'intervento).

2. Sulla cd. *financial regulation* si veda, quanto alla sua necessità R. Costi, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, p. 769; al cd. multilivello della disciplina V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 3, p. 424; e – sebbene con riferimento ad un altro ordinamento – quanto alla specialità di questa fonte (cd. *financial regulation*) rispetto al cd. diritto comune (cd. *Old Lady the Common Law*) si veda A. Hudson, *The Law of Finance*, London, 2013¹¹, p. 13.

ritto contrattuale generale con il diritto speciale del mercato finanziario.

In particolare, in questo lavoro, dopo avere dato sommariamente conto della figura (§2), si darà conto dei vari indirizzi giurisprudenziali (e non) che si sono sinora susseguiti, evidenziandone le criticità (§3) e suggerendo un possibile approdo (§4)³.

2. Il contratto di *interest rate swap*: atipicità ed aleatorietà

Sia in giurisprudenza sia nella scienza giuridica è molto discussa la validità di questo contratto⁴, che in epoca recente ha ottenuto una grande diffusione: la descritta dinamica di scambio tra le prestazioni future è stata impiegata in funzione della gestione di diversi rischi finanziari⁵, tanto che anche rispetto alla esperienza interna è corretta l'affermazione per cui «[w]hile the concept of the swap is disarmingly simple (you have an obligation which you do not like, so you swap it for one that you prefer) the legal analysis is not so straightforward»⁶.

Innanzitutto, occorre porre a mente gli elementi

fondamentali di un *interest rate swap* e che andranno definiti in sede di negoziazione del contratto. Secondo una recente e chiara pronuncia di merito, questi sono: 1) la data di stipulazione del contratto (*trade date*); 2) il capitale di riferimento, detto "nozionale" (*notional principal amount*), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo degli interessi; 3) la data di inizio (*effective date*), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la *trade date*); 4) la data di scadenza (*maturity date* o *termination date*) del contratto; 5) le date di pagamento (*payment dates*), e cioè le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi; 6) i diversi tassi di interesse (*interest rate*) da applicare al detto capitale⁷.

Ai fini della presente ricerca è indifferente stabilire se le parti si siano vincolate al reciproco pagamento delle somme dei prodotti o se, invece, si siano accordate per la liquidazione della differenza tra la somma prodotta dall'applicazione dei diversi interessi rispetto ad un medesimo capitale⁸. Ciò che conta è che le parti si siano accordate rispetto ad uno scambio di obbligazioni pecuniarie future determinate sulla base di un diverso tasso di interesse.

3. Svilupperò, quindi, argomentazioni già avviate altrove: D. Imbruglia, *Primi appunti sull'interest rate swap non adeguato*, in *Persona e Mercato*, 2015, 2, p. 23.

4. Di ciò è chiara testimonianza la notevole pluralità e diversità delle ricostruzioni dello *swap* che si rinviene nella nostra letteratura giuridica e nel cui ambito vanno segnalati, oltre alle diverse sezioni contenute nei volumi dedicati al (*genus* del) contratto derivato (E. Girino, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano, 2010 II, p. 62 e F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011^{II}, p. 23), i contributi di R. Agostinelli, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa*, 1991, 4, II, p. 437; G. Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Econ. dir. terziario*, 1992, 2, p. 321; E. Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *ivi*, p. 399; F. Giuliani, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del rapporto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 79 e p. 291; D. Preite, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 1, p. 171; F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa*, 1993, 5, I, p. 602; B. Inzitari, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, *Tratt. dir. Galgano*, III, Torino, 1995, p. 2441; N. Squillace, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, 1, II, p. 85; A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezioni di gioco*, in *Banca borsa*, 1995, 1, II, p. 82; G. Capaldo, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 3, p. 587; R. Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 112; M. Irrera, *Swaps* (voce), in *Dig. comm.*, XV, Milano, 1998, p. 314; G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Giuffrè, Milano, 1999; G. Gioia, *Il contratto di «swap»*, in *Giur. it.*, 1999, 11, II, p. 2209; A.M. Carozzi, *Swap*, in P. Cendon (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Utet, Torino, 2004, p. 468; S. Gilotta, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 134; V. Sangiovanni, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 12, p. 1133; G. Racugno, *Lo swap*, in *Banca borsa*, 2010, 1, I, p. 39; E. Pagnoni, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, II, in *Trattato dei contratti*, dir. da E. Gabrielli e R. Lener, Utet, Torino, 2011, p. 1405; S. Pagliantini - L. Vigoriti, *I contratti «swap»*, in G. Gitti - M.R. Maugeri - M. Notari, *I contratti per l'impresa*, cit., p. 184; D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Giuffrè, Milano, 2014.

5. Per l'identificazione della funzione dello *swap* con la gestione del rischio finanziario si veda il contributo di G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 46. Sui differenti rischi finanziari si rinvia a M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2008^{II}, p. 65. Sulle prime applicazioni e l'evoluzione degli *swaps* come *modern financial derivatives*, si veda la ricostruzione di F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 36-49.

6. A. Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, London, 2002^{III}, p. 48.

7. Trib. Roma, 08 gennaio 2016 n°212, in *www.ilcaso.it*.

8. In tal senso, milita quella giurisprudenza che definisce lo *swap* come il contratto con cui «due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione» (Corte Cass., 06 aprile 2001, n° 5114, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2186).

L'*interest rate swap* è tipicamente un derivato c.d. *over the counter*⁹. Esso è quindi i) un contratto in cui gli aspetti fondamentali sono definiti dalle parti e il contenuto non è etero regolamentato (come, invece, accade per gli altri derivati, cd. standardizzati o uniformi); ii) uno strumento finanziario rispetto al quale «l'intermediario è sempre controparte diretta del proprio cliente»¹⁰. Il descritto schema negoziale – noto appunto come *interest rate swap* – è conosciuto dal nostro legislatore, che definisce il relativo contratto nei termini di uno strumento finanziario derivato complesso (art. 1, Tuf). Oltre a una tale indicazione, che ha l'effetto di inserire lo *swap* tra quegli strumenti finanziari il cui scopo primario non è la circolazione (appunto, i derivati), il legislatore non dice altro. Pertanto, in assenza di una disciplina specifica, l'*interest rate swap* è da considerarsi come un contratto (nominato ma) atipico¹¹. Questa caratteristica, come noto, di per sé non ne inficia la validità: «[u]

na volta individuata l'intenzione comune delle parti del contratto, il passaggio successivo è la sussunzione del negozio in un paradigma disciplinatorio, si da apprezzarne l'aderenza (magari anche solo parziale e/o secondo schemi combinatori) con una fattispecie astratta, tra quelle preventivamente delineate dal legislatore oppure conformate dagli usi e dalle prassi commerciali, sebbene il contratto possa anche non coincidere affatto con il "tipo" e mantenere, come tale, la sua vocazione ad essere "legge tra le parti", ove sia diretto a realizzare un interesse meritevole di tutela, ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, cod. civ. In siffatta prospettiva, la qualificazione del contratto ha la funzione di stabilire quale sia la disciplina in concreto ad esso applicabile, con le relative conseguenze effettuali»¹².

Ancora. Di tale accordo è riconosciuta la natura aleatoria¹³, non senza eccezioni¹⁴. La giurisprudenza, in particolare, muove in tal senso sulla base di due

9. Sulla figura e sul mercato di prodotti OTC (*over the counter*) si vedano, in particolare, D. Maffeis, *Con-tratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 4-5, I, p. 604 (a cui adde Id. *Intermediario contro investitore*, cit., p. 779 e A. Perrone, *I contratti derivati «over the counter»*, in G. Gitti - M. R. Maugeri - M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 287); L. Sasso, *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, 6, I, p. 899. Sui 'contratti derivati' si confrontino le ricostruzioni operate in G. Ferrarini, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in F. Riolo (a cura di), *I derivati finanziari*, Milano, 1993, p. 27; F. Capriglione, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa*, 1995, 3, I, p. 359; F. Bochicchio, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, 4, I, p. 593; G. Galasso, *Options e contratti derivati*, in *Contr. impr.*, 1999, 3, p. 1269; E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa*, 2009, 6, I, p. 652; G. De Nova, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 26 (ora in ora in Id., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Milano, 2011, p. 59); G. Gabrielli, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 6, p. 1133; E. Girino, *I contratti derivati*, cit., passim.; M. Cossu - P. Spada, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente - divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa*, 2010, 4, I, p. 401; D. Maffeis, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa*, 2010, 6, I, p. 779; Id. *Contratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 5, I, p. 604; F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., passim.; E. Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa*, 2012, 5, I, p. 541; A. Tucci, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa*, 2013, 1, I, p. 68; E. Girino, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *ivi*, p. 92; E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 91; M. Barcellona, *I derivati e la causa negoziale - I - L' 'azzardo' oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. impr.*, 2014, 3, p. 571; Id., *I derivati e la causa negoziale - II - Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. impr.*, 2014, 4/5, p. 881; P. Corrias, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 173; F. Delfini, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. impr.*, 2014, 4/5, p. 910; S. Pagliantini, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Pers. merc.*, 2015, 1, p. 24 (www.personaemercato.it).

10. Tale aspetto è sottolineato in dottrina da D. Maffeis, *Intermediario contro investitore*, cit., p. 779.

11. Nel senso dell'atipicità degli *swaps* è la giurisprudenza (*ex multis*, Trib. Torino, 24.04.2014 n° 2976 in www.ilcaso.it), nonché la maggioranza degli Autori (tra i tanti, si vedano M. Irrera, *Domestic currency swap: un nuovo contratto atipico?*, in *Foro pad.*, 1987, II, p. 122; R. Agostinelli, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, cit., p. 441; F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps*, cit., p. 613; D. Maffeis, *Intermediario contro investitore*, cit., p. 784 nt. 19; S. Pagliantini - L. Vigoriti, *I contratti «swap»*, cit., p. 184; M. Barcellona, *I derivati e la causa negoziale - I*, cit., p. 602 nt 90).

12. Cass., 15 luglio 2016, n. 14432 (in www.italgiure.giustizia.it).

13. Nel senso dell'aleatorietà dell'Irs militano la maggioranza degli Autori, *ex multis*, M. Irrera, *Swaps*, cit., p. 318 S. Gilotta, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 145; S. Pagliantini - L. Vigoriti, *I contratti «swap»*, cit., p. 196.

14. Tra la posizione minoritaria che definisce l'*interest rate swap* come un contratto commutativo, si vedano E. Pagnoni, *Contratti di «swap»*, cit., p. 1412 e F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati*, cit., p. 74.

considerazioni¹⁵. Innanzitutto, essa richiama le autorevoli definizioni costruite dalla Cassazione in tema di *domestic currency swap*¹⁶ e della Consulta in punto di contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati¹⁷. Inoltre, la giurisprudenza in parola desume il carattere dell'aleatorietà dal dato normativo (l'art. 23 comma 5 del Tuf statuisce che «nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile»). L'esclusione dell'applicabilità dell'art. 1933 cc ha, infatti, senso nei limiti in cui il legislatore ritenga che la natura giuridica del derivato come scommessa autorizzata possa comportare l'applicazione della cd. eccezione di gioco. Peraltro, come reso evidente da questo passaggio normativo, l'aleatorietà dello *swap* nulla ha da dire in punto di validità dell'accordo di scambio concluso con un intermediario professionista¹⁸, così che, attesa la sua natura aleatoria, un contratto di *interest rate swap* non possa essere risolto per eccessiva onerosità sopravvenuta.

3. Indirizzi giurisprudenziali in merito alla non validità dell'irs

Dunque, né l'atipicità né l'aleatorietà escludono la validità del contratto di *interest rate swap*. Ciò non di meno, almeno sinora, proprio a partire da queste caratteristiche la giurisprudenza ha ricostruito le coordinate in cui muove la efficacia del contratto di *interest rate swap* sottoscritto dal cliente con l'intermediario.

3.1. L'interest rate swap e la non meritevolezza

In particolare, verificando la meritevolezza dell'interesse (art. 1322 cc) sotteso allo specifico contratto atipico di *interest rate swap*, una parte della giurisprudenza di merito ha escluso che l'Irs che sia «insuscettibile di recare un apprezzabile pregiudizio a un contraente, esponendo viceversa – solamente – l'altro contraente al rischio di oscillazione dei mercati in misura notevole» possa superare il vaglio di meritevolezza che il diritto contrattuale generale richiede a condizione di validità dell'accordo atipico¹⁹. Tale indirizzo della giurisprudenza di merito è stato pienamente condiviso dalla Corte di cassazione che, dapprima, ne ha fatto applicazione rispetto ai cd. *My way*²⁰ e *For you*²¹, ossia di quei piani finanziari i quali addossavano alla banca vantaggi certi e garantiti ed al risparmiatore non garantivano alcuna certa prospettiva di lucro, e, di poi, lo ha ricondotto a sistema, affermando come tra i significati della non meritevolezza dell'interesse (ex art. 1322 cc) vi sia appunto quello di «attribuire ad una delle parti un vantaggio ingiusto e sproporzionato, senza contropartita per l'altra»²².

3.2. L'interest rate swap di copertura

Oltre a questa prima consolidata indicazione, in giurisprudenza si rinvengono indirizzi ancora più restrittivi che declinano il controllo di liceità del contratto aleatorio atipico al fine di meglio proteggere l'investitore. Centrale in questi orientamenti è la dicotomia tra derivati di copertura e derivati speculativi. Con riferimento agli *interest rate swap* la qualifica di «copertura» consegue alla circostanza per cui il derivato

15. *Ex multis*, Trib. Roma, 212/2016, *cit.*

16. Corte Cass., 19 maggio 2005, n. 10598 (in *Mass. foro it.*, 2005, 629), dove la definizione di *domestic currency swap* è data in questi termini: «contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito».

17. Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, §12.1. Su questa sentenza si veda il commento di E. Girino, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 35.

18. Trib. Lanciano, 06 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 131.

19. Tra la giurisprudenza che milita in tal senso, si vedano, *ex multis*, Trib. Modena, ord. 23 dicembre 2011 (in *Contratti*, 2012, 3, p. 130), Trib. Alba, 22 marzo 2011 (in *Nuovo notiziario giur.*, 2011, p. 410), Trib. Milano, 19 aprile 2011 (in *Banca borsa*, 2011, II, p. 748) e Trib. Roma, 212/2016, *cit.* In dottrina, tra gli altri, riconoscono la necessaria bilateralità dell'alea E. Girino, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, *Borsa banca*, 2013, 1, I, p. 97, P. Corrias, *I contratti derivati finanziari*, *cit.*, p. 206 e D. Maffei, *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. 855.

20. Cass., 10 novembre 2015, n. 22950, in *Società*, 2016, 725, con nota di M. Costanza, *For you for nothing o immeritevolezza*.

21. Cass. [ord.], 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca borsa*, 2016, II, 137, con nota di A. Tucci, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*.

22. Cass., 28 aprile 2017, n. 10509 (in *www.italgiure.giustizia.it*).

presenti «una stretta correlazione tra: 1) il nozionale del contratto derivato e il complessivo debito oggetto di copertura, assunti nell'importo originario e via via in quello residuo nel tempo; 2) il tasso applicato sul debito e quello utilizzato nell'IRS; 3) le scadenze dei pagamenti del debito e quelle delle cedole previste dall'Irs; 4) la durata del debito e quella dell'Irs»²³.

Sebbene sia ignorata dal legislatore²⁴, tale distinzione è estremamente diffusa nella nostra letteratura ed è condivisa da copiosa giurisprudenza di merito, per la quale essa non avrebbe solo valore descrittivo e rilevarebbe nell'individuazione della causa in concreto del contratto stipulato tra intermediario e cliente. Per un certo orientamento, qualora lo *swap*, sebbene fosse stato stipulato dal cliente per ridurre un pre-esistente rischio, sia stato poi strutturato in modo tale da prescindere interamente da una funzione di copertura (e porsi, dunque, alla stregua di un derivato speculativo), il contratto di *interest rate swap* sarebbe da intendersi come nullo per mancanza di causa²⁵.

Invero, la tesi che afferma la nullità del contratto di *swap* per mancanza di causa concreta quando il derivato è strutturato in modo diverso rispetto agli interessi concretamente perseguiti dalle parti è esattamente criticata da chi osserva come la circostanza per cui «le parti si rappresentavano di fare, e inten-

devano fare, un contratto diverso da quello realmente sottoscritto (un derivato di "copertura", e non un derivato "speculativo")» rilevi «indiscutibilmente come un errore, e altrettanto indiscutibilmente un errore essenziale, in quanto caduto su "natura" o "oggetto" del contratto ex art. 1429, n. 1, c.c.», pertanto, si conclude che «[o]ve ne risultasse anche la riconoscibilità, esso darebbe luogo ad annullamento del contratto»²⁶.

3.3. L'interest rate swap speculativo

Sempre a partire dalla distinzione tra strumenti derivati di copertura e strumenti derivati speculativi, per un certo orientamento, invece, sarebbero meritevoli di tutela solo i primi (ossia quegli accordi di scambio delle future prestazione pecuniarie che assolvono «una funzione di sicurezza e garanzia economica, perché collegati con effettivi rapporti obbligatori (di prestito o di import/export) sottostanti») ²⁷.

Questa posizione che esclude la meritevolezza dell'Irs speculativo è disattesa da parte della giurisprudenza di merito²⁸ e, in dottrina, è respinta sia da quanti affermano che i derivati speculativi sono leciti²⁹ sia da coloro i quali ritengono che la finalità speculativa o conservativa attenga al piano dei motivi³⁰ e al più rilevi in ordine ai giudizi di adeguatezza o appropriatezza dell'investimento³¹.

23. Trib. Roma, 212\2016, cit.

24. Oltre a Consob, *I principali prodotti finanziari derivati, Elementi informativi di base*, Ottobre 2012, si veda anche Consob direttiva, 26.02.1999, n. 9901391 dove si afferma che per essere il derivato definito come avente funzione di copertura è necessario che «le operazioni su derivati siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre posizioni detenute dal cliente (cd. posizioni base); b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia etc.) 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 degli intermediari, e siano approvate anche in via generale con riguardo a caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno» (entrambi i documenti sono in www.consob.it).

25. 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.

26. Si veda V. Roppo, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 4, p. 985 e S. Pagliantini, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela*, cit., p. 26.

27. Trib. Milano, ord. 26.05.1994, in *Banca, borsa*, 1995, 1, II, p. 80. Questo indirizzo è ripreso da parte della giurisprudenza successiva (Trib. Linciano, 06.12.2005, in *Giur. Comm.*, 2007, 1, II, p. 131; Trib. Lucera, 26.04.2012, in www.ilcaso.it) ed è condiviso da diversi Autori (*ex multis*, A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., p. 8; E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., p. 139; M. Barcellona, *I derivati e la causa negoziale - I*, cit., p. 600; S. Pagliantini, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela*, cit., p. 33).

28. Trib. Milano, 11.05.1995, in *Banca, borsa*, 1996, II, p. 442, e da Trib. Milano, 09.02.2012, in www.ilcaso.it.

29. E. Girino, *I contratti derivati*, cit., p. 244; F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 74; D. Maffei, *Homo oeconomicus, homo ludens*, cit., p. 851.

30. G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 130; M. Cossu, *Domestic currency swap*, cit., p. 174.

31. D. Maffei, *L'ufficio di diritto privato e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in Id. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 29

3.4. L'interest rate swap irrazionale

Non ogni orientamento restrittivo sulla validità del contratto di *interest rate swap* passa per la distinzione tra derivato di copertura e derivato speculativo. Infatti, un terzo indirizzo – inaugurato da una più recente sentenza della Corte di appello di Milano³² – ha individuato nella razionalità dello scambio di alee l'elemento dirimente per la qualifica di liceità dello *swap* concluso con l'intermediario, così da consentire di rilevare la nullità di quel contratto concluso tra un intermediario e un cliente a cui era stata preclusa la conoscibilità e la misurabilità del rischio assunto³³. Più in particolare, per quella Corte la circostanza per cui il soggetto abilitato non aveva comunicato alla controparte il cd. *mark-to-market* comporterebbe «la radicale nullità dei contratti di *interest rate swap*, perché esclude, in radice, che, nel caso di specie, gli appellati abbiano potuto concludere la “scommessa” conoscendo il grado di rischio assunto, laddove, per contro, la Banca, del proprio rischio, nutrivà perfetta conoscenza – addirittura nella sua precisa misurazione scientifica – avendo predisposto lo strumento»³⁴.

La tesi che afferma la razionalità dell'alea creata artificialmente con la stipula dell'*Irs* quale requisito di validità del contratto derivato non è stata seguita da altra giurisprudenza³⁵ e, in dottrina, è contestata, tra gli altri, da quanti sostengono che «la soggettiva ignoranza che un contraente nutre circa l'alea che si

assume rende irragionevole solo la sua condotta negoziale e, quindi, può, in linea di principio, rilevare esclusivamente sul piano dei vizi della sua volontà e delle relative discipline»³⁶.

4. Possibili approdi futuri

Come si vede, a eccezione dell'orientamento che ritiene necessaria la bilateralità dell'alea e non meritevole di tutela l'*interest rate swap* che addossa alla banca vantaggi certi e garantiti ed al risparmiatore non garantisce alcuna certa prospettiva di lucro, tutti i sopra-richiamati indirizzi sono stati criticati e il loro consolidamento è, ad oggi, alquanto incerto.

4.1. Il contratto atipico e le norme materiali imperative

Invero, le interpretazioni ora richiamate hanno avuto il merito di respingere la tesi che propende per consentire l'elusione del controllo sul singolo *swap*, in ragione delle esigenze della finanza internazionale³⁷.

Questa tendenza va condivisa³⁸ e ciò in quanto «è la prassi commerciale a doversi adeguare alla legge per come interpretata dall'organo giurisdizionale di vertice, e non il contrario»³⁹.

Infatti, se è vero che l'atipicità non ne determina la nullità, è altresì vero che il nostro ordinamento

32. Il riferimento è ad App. Milano, 18 settembre 2013 n. 3459, in *www.ilcaso.it* (sulla pronuncia si vedano F. Caputo Nasseti, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, 2, II, p. 287; M. Indolfi, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale: i contratti derivati OTC come scommesse razionali*, in *Contratti*, 2014, 3, p. 218; G. Gigliotti, *Obblighi informativi e misurabilità dell'alea tra comportamento di buona fede, oggetto e causa del contratto di Interest Rate Swap*, in *Giur. it.*, 2014, 8/9, p. 1876; e, volendo, D. Imbruglia, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*, in *Pers. merc.*, 2013, 3, p. 332, in *www.personaemercato.it*). Nella giurisprudenza di merito successiva, tale impostazione è stata seguita da App. Bologna, 11 marzo 2014 n° 734 (in *www.dirittobancario.it*) e Trib. Roma, 212/2016, *cit.*

33. In dottrina, la tesi della razionalità dell'alea scambiata quale “supporto esterno” che giustifica l'autorizzazione della scommessa e che rileva come elemento essenziale per la vincolatività del contratto è sostenuta in particolare dal prof. Maffeis (*Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, 3, I, p. 662; *Homo oeconomicus, homo ludens, cit.*, p. 846; *L'ufficio di diritto privato e il contratto, cit.*, p. 20), nonché, almeno inizialmente, anche da E. Barcellona, *Note su derivati creditizi, cit.*, p. 652.

34. App. Milano, 3459/2013, *cit.*

35. Trib. Torino, 24 aprile 2014 (in *www.ilcaso.it*).

36. M. Barcellona, *I derivati e la causa negoziale - II -*, *cit.*, p. 897.

37. In tal senso è la posizione (isolata) di F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari, cit.*, p. 101 (per un'esatta critica di questa tesi si veda E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi, cit.*, p. 140).

38. Peraltro, in dottrina, un giudizio positivo su questa giurisprudenza è espresso (con toni e argomentazioni diverse) anche quanto agli effetti dell'impiego della causa descritto in precedenza in punto di tutela dell'investitore: a tal proposito si vedano, in particolare, i contributi di G. Vettori, *Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l'impresa debole*, in *Contr. impr.*, 2012, 4-5, p. 1190, A.A. Dolmetta, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti, cit.*, p. XVII-XVIII) e S. Pagliantini, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela, cit.*, p. 36.

39. Cass. 3 aprile 2014, n. 7776 in *Foro it.*, 2014, I, c. 3229.

non «sia il far west» e il giudice deve controllare i contratti atipici «alla luce delle norme imperative *tout court* del diritto italiano». Come insegna la dottrina più attenta, difatti, la circostanza per cui gli *swaps* siano contratti atipici «elaborati sulla base del diritto americano e inglese, ma a cui si applica il diritto italiano» (cd. contratti alieni) non impedisce all'interprete di verificare la compatibilità «di tali contratti con le norme imperative del diritto italiano», peraltro ricomprendendo tra queste sia la «norma imperativa a fattispecie e analitica» sia quella materiale, cioè la norma imperativa «che non si preoccupa dello strumento giuridico ma del risultato»⁴⁰.

4.2. Lo swap, il contratto e la normativa speciale

Orbene, nell'individuazione di quali siano le norme imperative che interessano il contratto atipico in esame occorre prendere le mosse da un dato: lo *swap* è uno strumento finanziario che non si affranca dal contratto che lo ha generato⁴¹.

Tale ultimo aspetto è di fondamentale importanza, giacché, a ben vedere, esso determina l'applicazione di specifiche norme al contratto di *interest rate swap*. Quando è sottoscritto da un intermediario, difatti, quel contratto rileva ad un tempo come servizio di intermediazione e quale strumento finanziario, così da comportare «l'applicabilità al derivato medesimo – in quanto anche “contratto di investimento” – della cospicua disciplina sui servizi di investimento, con la conseguenza che allo stesso trovano applicazione contemporaneamente, regole del Tuf relative agli strumenti finanziari e, appunto, quelle proprie dei servizi e delle attività di investimento»⁴². Ad esempio, la coincidenza tra strumento finanziario e servizio d'investimento, propria del derivato *over the counter* concluso tra intermediario e cliente, determina la nullità virtuale (*ex art. 1418 cc*) dello *swap* sottoscrit-

to con un soggetto che esercita l'attività d'intermediazione senza l'autorizzazione richiesta dalla legge (art. 18, Tuf)⁴³.

4.3. Lo swap e la regola di adeguatezza

Non solo. La normativa imperativa in tema di prestazione al pubblico di servizi di investimento contiene ulteriori regole che vietano in modo assoluto determinati risultati e che costituiscono norme materiali idonee a disciplinare il contratto atipico di *swap* concluso con l'intermediario. Tra queste disposizioni speciali, di assoluta importanza è la c.d. *suitability doctrine*, ossia quell'istituto con cui, sin dalla prima esperienza di disciplina speciale dell'attività d'intermediazione, si è appunto attribuito rilievo al legame tra il rischio assunto con lo strumento scambiato e il profilo del cliente⁴⁴.

Nel sistema attuale, rispetto a uno strumento finanziario non adeguato (definibile come quel prodotto *i*) scambiato in seno ad un'attività di risparmio gestito; *ii*) non in linea con le competenze patrimoniali, finanziarie e conoscitive del cliente), non c'è spazio «per superare la deficienza sostanziale ricorrendo alla procedura formale che consentiva all'intermediario di procedere all'operazione da lui reputata inadeguata»⁴⁵. Più esattamente, oggi qualora non sia possibile valutare l'adeguatezza dello strumento finanziario da consigliare o da scambiare nell'ambito di una gestione di portafoglio altrui vi è il dovere di astensione; e non è prevista alcuna forma di *permissive consent* o altro meccanismo di dialogo tra intermediario e cliente che possa consentire di concludere l'operazione ove il prodotto *i*) non corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; *ii*) non sia sopportabile per il cliente; *iii*) e non abbia natura tale per cui il cliente ne possa comprendere i rischi. In altri termini, la valutazione dell'adeguatezza è «estromessa dal mondo dell'informazione»⁴⁶ e opera come

40. G. De Nova, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 26 (ora in Id., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Cedam, Milano, 2011, p. 59 (le citazioni sono a p. 60 e 66).

41. P. Corrias, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 194. In giurisprudenza, si veda Trib. Milano, 19 aprile 2011 n. 5443 (in *www.ilcaso.it*), dove l'affermazione per cui «la stipulazione di un contratto derivato, a differenza del mero scambio di azioni o titoli, costituisce ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, cioè di un'autonoma entità finanziaria».

42. P. Corrias, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 196.

43. Cass., 7 marzo 2001 n° 3272, in *Giust. civ.*, 2001, p. 2109.

44. Su questa disposizione si vedano, *ex multis*, M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, 2012, p. 389; R. Natoli, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 87 e, volendo, D. Imbruglia, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, 2, p. 335, dove più ampi riferimenti bibliografici.

45. M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 391.

46. F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 1, p. 40.

“preclusione insuperabile”⁴⁷ così che, ex art. 39, Reg. Consob 16190/2007, lo strumento finanziario scambiato all’interno di un’attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è.

4.4. La nullità del contratto *irs* non adeguato

Orbene, la descritta coincidenza tra il servizio di investimento e lo strumento finanziario (l’*interest rate swap*) «che ne dovrebbe costituire l’oggetto»⁴⁸ consente di ripetere la disciplina del servizio in seno allo strumento finanziario (contratto), sì da consentire la qualificazione stessa del contratto *Irs* come adeguato o non adeguato.

Nel primo caso esso sarà pienamente vincolante; nel secondo caso, esso sarà nullo.

La “preclusione insuperabile” determinata dalla normativa in materia di risparmio gestito rispetto alla valutazione dell’adeguatezza comporta, difatti, che, quando quello strumento finanziario ha la funzione di scambiare un rischio non adeguato, lo *swap* rileva come contratto nullo per illiceità della causa (ex art. 1418, co. II, cc), determinata dalla sua contrarietà alla norma imperativa (art. 1343 cc) che materialmente impone la raccomandazione di strumenti finanziari adeguati (art. 39, Reg. Consob 16190/2007). Invece, quando l’*Irs* è stato concluso con l’intermediario in assenza di una rilevante valutazione, il derivato è nullo per illegalità del contratto (ex art. 1418, co. I, cc), determinata dalla violazione

del dovere di astensione (ex art. 39, co, VI, Reg. Consob 16190/2007).

In conclusione, l’unico contratto di *swap* che l’intermediario può stipulare con il cliente è quello che genera uno strumento finanziario adeguato alle caratteristiche conoscitive, patrimoniali e finanziari del soggetto nei cui confronti è reso il servizio di risparmio gestito. A titolo di esempio, si può affermare che lo *swap* c.d. speculativo concluso con un cliente il cui obiettivo di investimento era quello di proteggersi dall’andamento di una pre-esistente e indicata esposizione debitoria sia uno derivato inadeguato e, quindi, un contratto nullo per contrarietà alla norma imperativa che impone di raccomandare strumenti finanziari in linea con gli obiettivi di investimento (art. 39, Reg. Consob 16190/2007).

La raggiunta nullità del contratto (nominato, atipico, alieno, derivato *over the counter*) di *interest rate swap* per violazione della normativa (imperativa, materiale) sull’adeguatezza del servizio di risparmio gestito attesta come oggi non sia più corretto affermare che dalla tutela del mercato mobiliare «nulla se ne può dedurre in ordine alla pretesa nullità dei singoli contratti sul piano del diritto civile»⁴⁹.

Al contrario, quell’obiettivo si sostanzia oggi anche nella sottrazione all’autonomia privata di schemi contrattuali che si pongano, quanto alla loro stessa esistenza o alla loro funzione, in contrasto con le varie esigenze di sistema riconosciute dal legislatore (in questo caso, la stabilità del mercato finanziario)⁵⁰.

47. A. Di Amato, *I servizi e i contratti di investimento*, in S. Amoroso (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2014^{III}, p. 103.

48. P. Corrias, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 196.

49. Cass., 19 dicembre 2007 n°26724, in *Foro it.*, 2008, I, c. 784, § 1.8.

50. Per dei cenni in tal senso, si vedano S. Mazzamuto, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 3, p. 640; F. Denozza, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012, 1, p. 30; O. Cherednychenko, *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, in *Europ. Rev. Contr. Law*, 2014, 3, p. 390 e M. Andenas - I. H-Y Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulations. Governance for Responsibility*, London - New York, 2014, p. 234.