

CASSAZIONE CIVILE
10 AGOSTO 2022, N. 24654

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
SEZIONE PRIMA CIVILE

(OMISSIS) FATTI DI CAUSA

1. (OMISSIS) soc. coop. - in seguito (OMISSIS) - ha convenuto in giudizio innanzi al Tribunale di Roma (OMISSIS) s.p.a. chiedendo dichiararsi la nullità, l'annullamento o la risoluzione per inadempimento di due contratti aventi ad oggetto derivati stipulati l'8 febbraio 2007 il 30 settembre 2008, con condanna della convenuta sia alla restituzione delle somme indebitamente riscosse quali flussi periodici e commissioni indebite, sia al risarcimento dei danni subiti. L'attrice ha dedotto la nullità dei due contratti per difetto di valido contratto quadro e per difetto di causa; ha inoltre allegato l'inadempimento della banca rispetto agli obblighi informativi circa l'esatta natura e l'adeguatezza delle operazioni, nonché la situazione di conflitto di interessi in cui versava l'intermediario, che aveva pure violato, a suo dire, l'obbligo contrattualmente assunto di segnalare le perdite che avessero superato la soglia concordata.

La banca si è costituita in giudizio contestando la fondatezza delle domande attrici, di cui ha chiesto il rigetto.

Il Tribunale ha respinto la domanda.

2. (OMISSIS) ha proposto gravame, cui ha resistito la (OMISSIS).

La Corte di appello di Roma ha rigettato l'impugnazione.

3. Ricorre per Cassazione, facendo valere sette motivi di censura, la stessa (OMISSIS). Resiste con controricorso la (OMISSIS). Sono state depositate memorie. Il Pubblico Ministero ha concluso per l'accoglimento del quinto motivo di ricorso.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. Il primo motivo oppone la violazione o falsa applicazione dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 e dell'art. 21 t.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998). Viene lamentato che la sentenza impugnata abbia equiparato il testo contenuto nella clausola contrattuale di cui all'art. 6 del primo contratto, redatto in lingua inglese, alla dichiarazione di cui all'art. 31 del cit. reg. Consob; si deduce che tale dichiarazione è soggetta a una disciplina legislativa che richiede, al fine indicato, precisi elementi (preesistenza, specificità, chiarezza e provenienza dal legale rappresentante della società investitrice). Si oppone che la dichiarazione resa non si conformerebbe a tali prescrizioni, con la conseguenza che, inefficace la clausola, il primo contratto sarebbe nullo in quanto concluso in assenza di previa stipula del contratto quadro. Si sostiene, inoltre, che il contratto in questione sarebbe comunque suscettibile di risoluzione per inadempimento, avendo riguardo alla mancata prestazione di attività informativa e all'inadeguatezza delle operazioni poste in atto.

Il motivo è infondato.

A norma dell'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, applicabile *ratione temporis* al primo contratto, rientra tra gli operatori qualificati 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.

La Corte di appello ha osservato che la dichiarazione relativa alla natura qualificata dell'operatore era contenuta, quanto al primo contratto, nell'art. 6 del testo negoziale: dichiarazione che, sebbene redatta in lingua inglese, risultava essere "chiaramente e facilmente riconducibile nel suo contenuto a quanto richiamato al capoverso dell'art. 31" del citato reg. Consob.

La ricorrente censura tale affermazione contestando, anzitutto, che la dichiarazione in questione non risulterebbe essere preesistente al contratto: ma il rilievo è innanzitutto ingiustificato sul piano letterale, giacché la norma regolamentare non richiede che la dichiarazione scritta di cui trattasi sia redatta anteriormente al perfezionamento del negozio; essa è, inoltre, ingiustificata avendo riguardo alla ratio della disposizione che, come già osservato da questa Corte - sebbene con riguardo all'analoga prescrizione contenuta nell'art. 13 reg. Consob n. 587/1991 - è volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza

della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto (così Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in motivazione).

Per le medesime ragioni deve escludersi che la dichiarazione dovesse essere circostanziata attraverso l'indicazione delle "operazioni di investimento rispetto alle quali (OMISSIS) Far.Me intendeva essere considerata un operatore qualificato". La nozione di operatore qualificato ha del resto un contenuto unitario e non compete all'investitore individuare la tipologia delle operazioni finanziarie cui esso debba essere riferito. La disciplina dell'art. 31, comma 2, del reg. Consob n. 11522/1998 richiede, puramente e semplicemente, una dichiarazione circa il possesso, da parte della società amministrata, della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in strumenti finanziari; e tale dichiarazione ha l'effetto di esonerare l'intermediario dall'obbligo di effettuare per suo conto ulteriori verifiche al riguardo, gravando sull'investitore l'onere di provare elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario (Cass. 4 aprile 2018, n. 8343).

Quanto alla deduzione secondo cui la dichiarazione più volte richiamata non sarebbe stata sottoscritta dal legale rappresentante della società, si osserva quanto segue. La Corte di merito ha evidenziato che la società appellante non aveva mai contestato la validità - sotto il profilo della mancanza del consenso, siccome espresso da soggetto non legittimato a impegnare la società - del contratto di investimento: onde, a suo avviso, risultava "evidentemente impropria e strumentale la pretesa di 'scomporre' il testo contrattuale 'limitando l'inefficacia della sottoscrizione alla dichiarazione di cui all'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998". Se ne ricava che il Giudice di appello abbia tratto argomenti di prova dalla condotta processuale dell'odierna ricorrente, reputando, in sintesi, non potersi dubitare, in ragione del detto comportamento, che il contratto, con la dichiarazione in esso contenuta, promanesse da soggetto munito del potere di impegnare la società nei confronti dei terzi.

(OMISSIS) fa pure questione, col primo motivo in esame, della mancata approvazione per iscritto, a norma degli artt. 1341 e 1342 c.c., della dichiarazione in contestazione. Ma, a prescindere da ogni ulteriore profilo, la questione non risulta essere stata sottoposta alla Corte di appello e, come è noto, il giudizio sulla necessità che una clausola contrattuale sia specificamente approvata per iscritto non può essere compiuto per la prima volta in sede di legittimità (Cass. 30 marzo 2022, n. 10258; Cass. 9 giugno 2005, n. 12125).

In presenza della dichiarazione di cui all'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11552/1998 resta ovviamente esclusa, in forza del comma 1 dello stesso articolo, non solo l'applicabilità della disciplina sulla stipula del contratto quadro (art. 30, comma 1), ma anche quella sugli obblighi informativi e sull'adeguatezza delle operazioni di cui ai precedenti artt. 28 e 29: sicché l'istante non può dolersi della mancata risoluzione del contratto per inadempimenti dell'intermediario a quegli obblighi.

2. Col secondo motivo si oppone l'omesso esame circa un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti. La sentenza viene censurata per aver mancato la Corte di merito di esaminare la questione, posta dalla ricorrente, circa l'ambito di operatività delle dichiarazioni da questa rese come cliente professionale, con riferimento al secondo contratto di swap. Si deduce, in particolare, che il Giudice di appello avrebbe omesso di pronunciarsi sulla prospettata inidoneità delle dette dichiarazioni a giustificare la stipula di un contratto con finalità speculativa.

Il motivo va disatteso.

Il vizio denunciato non è riconducibile a quello di cui all'art. 360 c.p.c., n. 5, preannunciato in rubrica, dal momento che la società istante non lamenta l'omesso esame di un fatto storico, primario o secondario (secondo l'insegnamento di Cass. Sez. U. 7 aprile 2014, n. 8053 e Cass. Sez. U. 7 aprile 2014, n. 8054), quanto, semmai, la mancata pronuncia su di una censura di appello: e infatti, a pag. 18 del ricorso (OMISSIS) prospetta la violazione del principio tra chiesto e pronunciato (art. 112 c.p.c.). Anche così declinata, però, la censura non coglie nel segno. La ricorrente lamenta, in poche parole, che la profilatura del cliente operata in virtù del "questionario persone giuridiche" non avrebbe consentito la stipula del secondo contratto di swap, definito come derivato "esotico". La Corte di appello ha tuttavia respinto il primo motivo di gravame anche con riguardo al tema del suddetto questionario (pag. 13 della sentenza impugnata). Tanto è sufficiente per escludere che ricorra il vizio di omessa pronuncia: come è noto, infatti, ad integrare gli estremi del vizio di omessa pronuncia non basta la mancanza di un'espressa statuizione del giudice, essendo necessaria la totale pretermissione del provvedimento che si palesa indispensabile alla soluzione del caso concreto; tale vizio, pertanto, non ricorre quando la decisione, adottata in contrasto con la pretesa fatta valere

dalla parte, ne comporti il rigetto o la non esaminabilità pur in assenza di una specifica argomentazione (Cass. 29 gennaio 2021, n. 2151; Cass. 9 maggio 2007, n. 10636).

Per completezza, mette conto di osservare che la dichiarazione ex art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, resa con riferimento al primo contratto di swap, ha avuto l'effetto di esonerare l'intermediario dagli obblighi informativi anche con riguardo al secondo, integrando, come è evidente, la condizione prevista: e cioè l'attestazione circa "il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".

3. Il terzo mezzo oppone la violazione e falsa applicazione degli artt. 2697 c.c. e 115 c.p.c. Rileva la ricorrente che al momento della decisione della controversia in appello la banca non aveva prodotto il fascicolo di primo grado. Si lamenta, quindi, che la decisione sia stata assunta sulla scorta di documenti non acquisiti al giudizio di gravame.

Il motivo non merita accoglimento.

La questione del mancato deposito del fascicolo si era posta con riferimento alla profilatura dell'investitore e, segnatamente, con riguardo al tema della esperienza maturata da (OMISSIS) in materia di strumenti derivati: aspetto della controversia, questo, che spiegava influenza sulla decisione, avendo riguardo al principio, evocato nella sentenza, per cui ai fini dell'appartenenza del soggetto, che stipula il contratto con l'intermediario finanziario, alla categoria degli operatori qualificati, è sufficiente l'espressa dichiarazione per iscritto da parte dello stesso (quale società o persona giuridica) di disporre della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari e questa esonera l'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche, ma solo in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso (Cass. 26 maggio 2009, n. 12138). La Corte di appello ha osservato, al riguardo, essere pacifico che, al momento della sottoscrizione di due contratti oggetto di causa, la società avesse già una rilevante operatività di strumenti finanziari derivati, avendone sottoscritti ben dieci tra il 2001 e il 2005, per importi consistenti e a condizioni di fatto sostanzialmente non differenti da quelle di cui si dibatteva in giudizio.

Ora, l'acquisizione del fascicolo d'ufficio di primo grado, ai sensi dell'art. 347 c.p.c., non costituisce condizione essenziale per la validità del giudizio d'appello, con la conseguenza che la relativa omissione non determina un vizio del procedimento o della sentenza di secondo grado,

bensi, al più, il vizio di difetto di motivazione, a condizione che venga specificamente prospettato che da detto fascicolo il giudice d'appello avrebbe potuto o dovuto trarre elementi decisivi per la decisione della causa, non rilevabili aliunde ed esplicitati dalla parte interessata (Cass. 4 aprile 2019, n. 9498; Cass. 7 agosto 2018, n. 20631).

Parte ricorrente si riporta al principio per cui i documenti in primo grado non possono ritenersi definitivamente acquisiti al processo, occorrendo - invece - che la parte vittoriosa li produca in appello, potendo il giudice del gravame decidere la causa sulla sola base delle prove che siano ritualmente e direttamente sottoposte al suo esame in sede di decisione. La censura è però anzitutto non concludente, in quanto l'istante manca di indicare in qual modo la mancata acquisizione, in appello, dei documenti già prodotti in primo grado pregiudicasse l'accertamento cui è pervenuta la Corte di merito. E' anzi da sottolineare, al riguardo, come la sentenza impugnata abbia considerato non decisiva, ai fini della prova della conoscenza delle modalità operative dei derivati da parte del responsabile di (OMISSIS), la mancata produzione dello scambio di mail intercorso tra la detta società e la (OMISSIS), osservando che il contenuto delle dette corrispondenze era stato riprodotto dall'odierna controricorrente nella comparsa di appello e risultava, in sintesi, non contestato (cfr. pag. 12 della sentenza). Ma il motivo è pure privo di fondamento. Infatti, nel vigente ordinamento processuale, il giudizio d'appello non può più dirsi, come un tempo, un riesame pieno nel merito della decisione impugnata (*novum iudicium*), ma ha assunto le caratteristiche di una impugnazione a critica vincolata (*revisio prioris instantiae*). Ne consegue che l'appellante assume sempre la veste di attore rispetto al giudizio d'appello, e su di lui ricade l'onere di dimostrare la fondatezza dei propri motivi di gravame, quale che sia stata la posizione processuale di attore o convenuto assunta nel giudizio di primo grado. Pertanto, ove l'appellante si dolga dell'erronea valutazione, da parte del primo giudice, di documenti prodotti dalla

controparte e da questi non depositati in appello, ha l'onere di estrarne copia ai sensi dell'art. 76 disp. att. c.p.c. e di produrli in sede di gravame (Cass. Sez. U. 8 febbraio 2013, n. 3033; in senso conforme, di recente: Cass. 17 dicembre 2021, n. 40606). Era quindi (OMISSIS) ad essere onerata della produzione, in appello, della documentazione in questione, come lo era, del resto, anche in primo grado, stante il rilascio della dichiarazione quanto al possesso di competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, di cui si è detto.

4. Col quarto motivo la sentenza impugnata è censurata per omesso esame fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti. Si lamenta che il Giudice di appello abbia mancato di scrutinare alcune questioni giuridiche che gli erano state sottoposte, relative alla domanda di risoluzione dei contratti di swap per inadempimento della banca agli obblighi di legge e regolamentari posti a suo carico; si evocano in particolare i temi del conflitto di interessi e della violazione dell'art. 21 t.u.f..

Il motivo è infondato.

Anche in questo caso la doglianza non investe l'omesso esame di fatti decisivi, a norma dell'art. 360 c.p.c., n. 5. Ma - pure qui - non si delinea nemmeno il vizio di omesso pronuncia del Giudice di appello, dal momento che l'accertamento, in capo alla società investitrice, della veste di operatore qualificato precludeva, come si è detto, l'applicazione della disciplina regolamentare in tema di conflitto di interessi e di obblighi informativi. In tal senso, la statuizione che si assume mancata è da considerarsi oggetto di un implicito assorbimento. Ebbene, il vizio d'omessa pronuncia, configurabile allorché manchi completamente il provvedimento del giudice indispensabile per la soluzione del caso concreto, deve essere escluso, pur in assenza di una specifica argomentazione, in relazione ad una questione implicitamente o esplicitamente assorbita in altre statuizioni della sentenza (Cass. 16 gennaio 2016, n. 1360; cfr. pure: Cass. 2 luglio 2021, n. 18832; Cass. 3 febbraio 2020, n. 2334): in tal caso, infatti, la decisione assorbente permette di ravvisare la decisione implicita (di rigetto oppure di accoglimento) anche sulle questioni assorbite, la cui motivazione è proprio quella dell'assorbimento (Cass. 19 dicembre 2019, n. 33764; Cass. 12 novembre 2018, n. 28995; Cass. 27 dicembre 2013, n. 28663).

5. Il quinto motivo denuncia la violazione o falsa applicazione degli artt. 1323 e 1418 c.c., oltre che dell'art. 21 t.u.f.. Si assume che, contrariamente a quanto affermato nella sentenza impugnata, gli obblighi di informazione e di trasparenza della banca imponevano a questa di fornire una chiara indicazione dei reali costi dell'operazione: costi che incidono sull'oggetto del contratto, "sia sotto il profilo della pattuizione del compenso della banca, sia sotto il profilo dell'esatta determinazione delle alee rispettivamente assunte".

Col sesto motivo si lamenta la violazione o falsa applicazione degli artt. 1323 e 1418 c.c.. Si deduce l'erroneità della sentenza per violazione dei principi dettati in materia di causa del

contratto anche nella parte in cui la stessa sostiene che la valutazione dell'impossibilità di funzionamento dei derivati in termini di copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse sarebbe effettuabile solo *ex post* dovrebbe risolversi nella generica impossibilità di funzionamento del contratto. Si deduce che i due contratti di swap erano nulli anche per mancanza di causa e che il profilo della violazione dei doveri di correttezza e trasparenza si aggiungeva a tale profilo di nullità, senza escluderlo.

I due motivi, che si prestano a una trattazione congiunta, sono fondati nei termini che si vengono a esporre.

La Corte di appello ha escluso che la violazione di regole di condotta gravanti sull'intermediario, e afferenti l'informazione sul derivato potesse determinare la nullità del contratto concluso tra il detto soggetto e l'investitore. Ha precisato che l'occultamento di costi a svantaggio del cliente, tanto per una valutazione iniziale sfavorevole all'investitore (*mark to market* negativo), quanto per l'apparente erogazione di somme a parziale indennizzo della posizione sfavorevole assunta dal cliente (*upfront*), rileverebbe, "nella normalità dei casi, sul piano della violazione delle regole di condotta, sia in punto di obblighi informativi, sia, ove l'intermediario collochi in contropartita diretta i prodotti derivati, in relazione al conflitto di interessi".

Il Giudice del gravame ha inteso quindi escludere che il profilo relativo all'implicazione, nelle operazioni in derivati, di costi occulti, quali quelli lamentati, nel giudizio di merito, dalla società investitrice (cfr. sentenza impugnata, pag. 16), si ripercuotesse sulla validità del contratto.

Una tale conclusione non è conforme alla giurisprudenza che questa Corte ha espresso nella sua articolazione più autorevole. Le Sezioni Unite hanno infatti avuto modo di precisare che, in tema di *interest rate swap*, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al *mark to market*, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se

impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo (Cass. Sez. U. 12 maggio 2020, n. 8770).

Il Collegio, pur consapevole che la materia prospetta profili di delicata complessità, come evidenziato dalla banca controricorrente nella propria memoria, reputa condivisibile ex art. 374, comma 3, c.p.c. il richiamato principio di diritto, il quale colloca sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore a fronte di un'operazione in derivati connotata da costi occulti: nullità che - è bene precisare - non è quella, virtuale (art. 1418 c.c., comma 1), di cui si sono occupate due ben note pronunce delle Sezioni Unite (Cass. Sez. U. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725) per escludere che essa abbia a prospettarsi in caso di inosservanza degli obblighi informativi da parte dell'intermediario, ma una nullità strutturale (art. 1418, comma 2, c.c.), inerente ad elementi essenziali del contratto (nella pronuncia del 2020 si richiama, a tale proposito, l'oggetto - punto 9.8 -, ma anche la causa del negozio: cfr., segnatamente, punto 9.3 della sentenza). In tale prospettiva, la sentenza impugnata, che ha escluso in radice il vizio genetico degli swap oggetto di giudizio, merita censura.

6. Il settimo motivo prospetta la violazione o falsa applicazione dell'art. 92, commi 1 e 2, c.p.c.. Si assume che la complessità delle questioni trattate avrebbe giustificato la deroga al principio di soccombenza.

Il mezzo resta assorbito, stante l'accoglimento del quinto e del sesto motivo.

7. In conclusione, la sentenza va cassata in relazione a tali mezzi censura e la causa rinviata alla Corte di Roma che in diversa composizione statuirà anche sulle spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

La Corte accoglie il quinto e il sesto motivo; dichiara assorbito il settimo; respinge i restanti; cassa la sentenza impugnata in relazione ai motivi accolti e rinvia alla Corte di appello di Roma, in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di legittimità.

Così deciso in Roma, il 17 giugno 2022.

Depositato in Cancelleria il 10 agosto 2022

**LA NULLITÀ STRUTTURALE DEI DERIVATI IN PRESENZA DI
COSTI OCCULTI: TRA CONFERME GIURISPRUDENZIALI E
PERSISTENTI DUBBI INTERPRETATIVI ***

(The structural invalidity of derivative contracts in the presence of hidden costs: between jurisprudential confirmations and persistent interpretative doubts)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La vicenda giudiziaria. – 3. *Ratio* ed effetti della dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato in materia di contratti derivati. – 4. La qualificazione dogmatica dei contratti *Interest Rate Swap* (IRS). – 5. Il ritorno della Cassazione sull’invalidità degli IRS: l’alea razionale e la conferma dei principi dettati con la sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite. – 6. Osservazioni conclusive.

1. Con l’ordinanza n. 24654 del 10 agosto 2022 in epigrafe, la Sezione I Civile della Corte di Cassazione è tornata ad analizzare gli elementi essenziali del contratto finanziario derivato e i relativi rimedi civilistici applicabili.

Secondo la Suprema Corte, il contratto su derivati *Interest Rate Swap* (IRS), che si basa su un’operazione contenente costi occulti, è sanzionato con la nullità, poiché i costi impliciti comportano una invalidità “strutturale” nell’accordo, inerente ad elementi essenziali del contratto *swap*. Il giudizio ritiene “*condivisibile ex art. 374, comma 3, c.p.c. il richiamato principio di diritto, il quale colloca sul piano della nullità del contratto la tutela dell’investitore a fronte di un’operazione in derivati connotata da costi occulti [...]*”¹. I costi occulti provocano una “*nullità strutturale (art. 1418, comma 2, c.c.), inerente ad elementi essenziali del contratto*”.

Con la presente ordinanza quindi la Cassazione, pur nella consapevolezza che la materia prospetta profili di delicata complessità dibattuti nel corso degli anni

*Contributo approvato dai revisori.

¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 5.

soprattutto in dottrina², ha ritenuto condivisibile il citato principio di diritto introdotto già data dalle Sezioni Unite Civili con la sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020 il quale pone sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore in ragione di un'operazione in derivati connotata da costi occulti. Si tratta pertanto di un approdo di fondamentale importanza all'interno del contenzioso bancario in materia di operazioni su contratti derivati IRS³.

2. In punto di fatto, una società cooperativa contestava dinanzi al Tribunale di Roma la validità di due contratti finanziari derivati c.d. *Interest Rate Swap* con la richiesta di condannare la banca convenuta sia alla restituzione delle somme riscosse indebitamente (flussi periodici e commissioni indebite), sia al risarcimento dei danni subiti. Veniva dedotta in particolare la nullità dei derivati per difetto di un valido contratto-quadro e per mancanza di causa e veniva allegato l'inadempimento della banca rispetto a tutti gli obblighi informativi circa l'esatta natura e l'adeguatezza delle operazioni finanziarie oggetto di lite, nonché la situazione di conflitto di interessi in cui versava l'intermediario, che aveva pure violato, secondo la ricorrente, l'obbligo contrattualmente assunto di segnalare le perdite che avessero superato la soglia concordata. La banca, costituendosi in giudizio, chiedeva il rigetto delle domande avversarie perché ritenute infondate. Il Tribunale respingeva tutte le richieste di parte attrice, che azionava successivamente gravame. La Corte di Appello di Roma rigettava l'impugnazione, dando origine al ricorso per Cassazione della società operante in strumenti finanziari derivati. Nel giudizio in esame la Corte accoglieva il quinto e il sesto motivo; dichiarava assorbito il settimo, respingeva i restanti e cassava la sentenza

² V. Sangiovanni, Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela, in *Contratti*, 2012, 3, 130 ss.

³ Cfr. C. Angelici, Alla ricerca del "derivato", Milano, 2016, pp. 36 ss.; A.M. Pancallo, Dove conduce la ricerca del derivato? Le evoluzioni della giurisprudenza di merito e di legittimità, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2020, 485 s.; A. Faienza, L. Magnano San Lio, Per gli strumenti finanziari derivati introdotte le regole contabili basate sul fair value, in *Corr. trib.*, 2016, XXIV, pp. 1901 ss.; D. Maffei, Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori, I contratti per l'impresa, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, II, pp. 228 ss.

impugnata in relazione ai motivi accolti, rinviando la causa alla Corte di Appello di Roma⁴.

Con l'ordinanza in commento, la Prima Sezione Civile affronta una controversia in materia di contratti derivati, aderendo ai principi già espressi dalle Sezioni Unite nella famosa sentenza n. 8770/2020⁵. Proprio per il fatto che quest'ultima era stata pronunciata a Sezioni Unite, non ci si aspettava di certo un *revirement* da parte della Suprema Corte, che però è intervenuta nuovamente sulla materia al fine di voler confermare concetti di non facile comprensione e che continuano a lasciare fortemente disorientati gli operatori del settore.

Nella sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite, come noto, giungeva dinanzi alla Cassazione la questione della validità dei derivati stipulati dagli enti pubblici; pronuncia questa che, oltre a concentrarsi su aspetti prettamente definitivi dei contratti IRS, ha affrontato una questione più ampia destinata *“a travalicare il perimetro del contenzioso, oggi di scarsa rilevanza, relativo ai derivati degli enti locali per osmoticamente contagiare il tuttora fiorente contenzioso relativo ai contratti derivati stipulati da imprese e risparmiatori”*⁶.

Le argomentazioni della pronuncia del 2020 e di quella in esame ruotano infatti attorno alla causa e all'oggetto del derivato e la Suprema Corte enuncia il principio secondo cui il regolamento contrattuale deve indicare la misura *“qualitativa e*

⁴ Si vedano R. Bencini, Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 11 ss.; R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, Nota a Corte di Cassazione Civile, Sez. I, n. 24654, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁵ Cfr. M. Befani, Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770, in *Contratti*, 2020, pp. 540 ss.; M. Anolli, A. Perrone, La giurisprudenza sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare, in *Riv. dir. banc.*, 2020, pp. 195 ss.; A. Tucci, Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento, *Corr. giur.*, 2018, pp. 349 ss.

⁶ Così U. Patroni Griffi, *Noterelle a margine di Cass.*, sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 1/2021, p. 60; cfr. D. Maffei, *Diritto e prassi del mercato finanziario*, Torino, 2016; pp. 34 ss.; AA. VV., *Swap tra banche e clienti*, D. Maffei (a cura di), Milano, 2014, pp. 25 ss.; F. Cortese, F. Sartori, *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, pp. 73 ss.

quantitativa” del rischio che viene assunto dall'investitore. I passaggi fondamentali dell'orientamento si concentrano dunque sulla ricostruzione e sulla struttura del contratto di *swap*, secondo una prospettiva dogmatica del tutto civilistica⁷.

La due pronunce citate infatti arrivano alla medesima conclusione: *“in tema di interest rate swap, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al mark to market, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo”*⁸.

3. Prima di addentrarsi nel fulcro della trattazione in materia di derivati, si proceda brevemente a definire il primo motivo di ricorso presentato avverso la sentenza n. 5565/2017 della Corte di Appello di Roma, con il quale si *“opponne la violazione o falsa applicazione dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 e dell'art. 21 t.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998). Viene lamentato che la sentenza impugnata abbia equiparato il testo contenuto nella clausola contrattuale di cui all'art. 6 del primo contratto, redatto in lingua inglese, alla dichiarazione di cui all'art. 31 del cit. reg. Consob; si deduce che tale dichiarazione è soggetta a una disciplina legislativa che richiede, al fine indicato, precisi elementi (preesistenza, specificità, chiarezza e provenienza dal legale*

⁷ Si vedano N. Lipari, I civilisti e la certezza del diritto, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2015, pp. 1115 ss.; R. Di Raimo, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in Rass. dir. civ., 2014, pp. 308 ss.

⁸ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 5 e Cass. Civ., Sez. Unite, 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2.

rappresentante della società investitrice). Si oppone che la dichiarazione resa non si conformerebbe a tali prescrizioni, con la conseguenza che, inefficace la clausola, il primo contratto sarebbe nullo in quanto concluso in assenza di previa stipula del contratto quadro. Si sostiene, inoltre, che il contratto in questione sarebbe comunque suscettibile di risoluzione per inadempimento, avendo riguardo alla mancata prestazione di attività informativa e all'inadeguatezza delle operazioni poste in atto"⁹.

La Corte di Cassazione, con una motivazione condivisibile, reputa infondato tale motivo: secondo i giudici di legittimità infatti, l'art. 31 del Regolamento Consob richiamato non richiede che la dichiarazione debba essere redatta anteriormente al perfezionamento del negozio¹⁰.

La *ratio* della disposizione sarebbe quella di richiamare l'attenzione del cliente sull'importanza della dichiarazione *“svincolando l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto”*¹¹.

Per la Suprema Corte è da escludersi la richiesta di una dichiarazione circostanziata attraverso l'indicazione di operazioni puntuali di investimento¹². La definizione di “operatore qualificato”, avendo un contenuto unitario, non permette

⁹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 1.

¹⁰ Cfr. Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successivamente modificato con delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000, n. 12498 del 20 aprile 2000, n. 13082 del 18 aprile 2001, n. 13710 del 6 agosto 2002 e n. 15961 del 30 maggio 2007).

¹¹ Cit. in R. Bencini, Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, p 9; cfr. Cass. 26 maggio 2009, n. 12138; si vedano V. Sangiovanni, Contratto di swap e nozione di operatore qualificato, in *Contratti*, 2007, pp. 1093 ss.; E. Girino, Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, n. 1/2011, pp. 509 ss.; S. Bastianon, L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento, in *Dir. un. eur.*, 2008, pp. 255 ss.; F. Bruno, A. Rozzi, Il destino dell'operatore qualificato nell'ordinamento domestico alla luce della disciplina della Markets in financial instruments directive (Mifid), in *Società*, 2007, pp. 561 ss.

¹² Cfr. A. Parziale, Interest Rate Swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, n. 6/2012, pp. 786 ss.; F. Aurelitano, Il contratto di investimento dell'operatore qualificato, in *Contratti*, 2009, pp. 869 ss.; G. La Rocca, Gli “operatori qualificati” in Cassazione: un altro capitolo del difficile rapporto della Suprema Corte con il diritto privato del mercato finanziario, in *Foro It.*, 2010, pp. 121 ss.

all'investitore di individuare la tipologia delle operazioni finanziarie a cui questa debba essere riferita. La disposizione dell'art. 31, comma 2, Reg. Consob n. 11522/1998 richiede soltanto una dichiarazione circa il possesso, da parte della società cliente, delle competenze ed esperienze nel settore delle operazioni in strumenti finanziari che ha la finalità di esonerare l'intermediario dall'obbligo di effettuare ulteriori verifiche, ponendo sull'investitore l'onere di provare eventuali elementi contrari che emergono dalla documentazione dell'intermediario¹³.

Solo in presenza della dichiarazione di operatore qualificato resta esclusa, in forza del comma 1, l'applicabilità della disciplina sulla stipula del contratto quadro e sugli obblighi informativi e sull'adeguatezza delle operazioni, contenuta nel medesimo Regolamento Consob¹⁴.

4. L'analisi degli altri due motivi di ricorso accolti dall'ordinanza in commento non può prescindere da una descrizione della natura e dei tratti essenziali del contratto di *Interest Rate Swap* (IRS), schema contrattuale derivante dal mondo anglosassone e che si è diffuso man mano nella prassi finanziaria¹⁵, rientrante nella categoria degli "strumenti finanziari derivati", ai sensi dell'art. 1, comma 2, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (richiamato espressamente nell'Allegato I, Sez. C) e che, anche se "nominato dal legislatore", non possiede una disciplina tipica¹⁶. Ciò deriva dal fatto che il legislatore si

¹³ Cfr. Cass. 4 aprile 2018, n. 8343.

¹⁴ Si fa riferimento agli artt. 28, 29 e 30, comma 1 del Regolamento Consob.

¹⁵ Gli elementi essenziali di un interest rate swap sono stati individuati, dalla stessa giurisprudenza di merito, ne: a) la data di stipulazione del contratto (trade date); b) il capitale di riferimento, detto nozionale (notional principal amount), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo degli interessi; c) la data di inizio (effective date), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la trade date); d) la data di scadenza (maturity date o termination date) del contratto; e) le date di pagamento (payment dates), cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi; f) i diversi tassi di interesse (interest rate) da applicare al detto capitale; cfr. C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, pp. 84 ss.

¹⁶ Si vedano M. Barcellona, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo. Relazione al Convegno "Il contratto come programma di flussi finanziari. Dagli 'swap' ai PRIIPs"*, Brescia, 27 aprile 2018, in *Europa e diritto privato*, 4, 2018, pp. 1097 ss.; E. Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, pp. 564 ss.

è limitato a riconoscerne l'esistenza e la meritevolezza degli interessi sottesi, senza disciplinarne funzionamento: l'IRS viene infatti descritto in dottrina come contratto nominato ma a struttura atipica¹⁷.

Inoltre, l'IRS viene qualificato come strumento derivato *over the counter* (OTC) con un contenuto non eteroregolamentato (come per gli strumenti derivati standardizzati) avente le seguenti caratteristiche: ogni IRS viene costruito in funzione dell'interesse perseguito dalle parti e non può mai astrarsi in maniera totalitaria dal contratto sottostante su cui si basa, dato che il nozionale dell'IRS è inscindibile rispetto ad esso¹⁸. Ne consegue che l'IRS, non potendo considerarsi autonomo, perde ogni potere di negoziabilità e di commercializzazione¹⁹.

Il contratto di *Swap* è lo strumento negoziale stipulato da due parti attraverso il quale queste convengono di scambiarsi reciprocamente, secondo un programma prefissato, somme di denaro calcolate applicando due distinti parametri (ad esempio tassi di interesse o tassi di cambio) ad un capitale sottostante sulla base del quale si distinguono varie tipologie di *Swap* (*Currency Swap*, *Asset Swap*, *Credit Default Swap*), tra cui appunto l'*Interest Rate Swap*²⁰. La forma più semplice è quella denominata *Plain Vanilla Swap*: in questo caso uno dei due flussi di pagamento poggia su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro su un tasso di interesse variabile le cui variazioni determinano la misura del rischio o il valore di profitto per le due parti²¹.

Il *Plain Vanilla Swap*, tramite la funzione di copertura, ha l'obiettivo di tutelare una delle parti dal rischio di incremento del tasso pattuito in un diverso rapporto; un

¹⁷ Cfr. G. Befani, Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770, in *Contratti*, 2020, pp. 540 ss.

¹⁸ Cfr. P. Giudici, Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati, in *Banca Borsa*, tit. cred., 2016, pp. 501 ss.

¹⁹ Si vedano M. Frisone, Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto, in *Plus24*, 5 luglio 2014; N. Abriani, Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati? Intervento al Convegno su "Contratti finanziari derivati, tendenze, orientamenti e derive", Firenze, 28 ottobre 2011, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2012, pp. 31 s.

²⁰ Cfr. A. Kubasiewicz, Il ricorso ai contratti di "swap" da parte degli enti locali: un irreversibile declino?, in *Rassegna di diritto civile*, 4, 2014, pp. 1342 ss.

²¹ L'essere il più semplice dei derivati non rende il contratto automaticamente adatto ad ogni investitore; cfr. *Trib. Torino* 3 maggio 2019, est. Ratti, in www.ilcaso.it.

soggetto che ha ottenuto finanziamenti a tasso variabile (ad esempio mutuo bancario o apertura di credito in conto corrente), stipula con la banca medesima o con un diverso intermediario un contratto di *Swap*, nel quale il capitale nozionale è basato sull'ammontare del capitale finanziato²²: tramite tale negozio si obbliga a pagare il differenziale del flusso di cassa legato al tasso fisso, alle stesse scadenze fissate per il pagamento delle rate o degli interessi²³. In tal modo l'oscillazione del tasso variabile si trasferisce sulla banca lasciando indenne il soggetto finanziato che sopporterà soltanto il diverso rischio che il tasso variabile rimanga al di sotto del tasso fisso pattuito; ipotesi che realizzerebbe una perdita rispetto alla situazione in cui lo *swap* non fosse stato concluso²⁴. Gli *swap*, dunque, possono essere considerati dei negozi a causa variabile in quanto suscettibili di rispondere ad una finalità assicurativa o anche di copertura di rischi sottostanti, in modo che la funzione che l'affare persegue può essere individuata esaminando il caso concreto e che quindi, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale del relativo accordo, sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile aprioristicamente)²⁵.

Dal punto di vista normativo, la disposizione concernente la disciplina che più si adatta alle caratteristiche di queste forme di derivati è certamente contenuta nell'art. 23, comma 5, T.U.F., che statuisce l'esclusione dell'applicabilità della regola della *soluti retentio* ai sensi dell'art. 1933 c.c. prevista in tema di gioco e scommessa, agli strumenti finanziari derivati: in caso contrario tale articolo diverrebbe astrattamente applicabile al contratto di *Interest Rate Swap*, "il quale è una scommessa, con cui il cliente si

²² Cfr. F. Caputo Nasseti, Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark-to-market: la babele continua, in *Giur. comm.*, 2017, II, pp. 443 ss.

²³ Cfr. E. Barcellona, Strumenti finanziari derivati, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2012, pp. M. 542 ss.; De Nova, Il contratto alieno, Giappichelli, 2010, pp. 35 ss.

²⁴ Si vedano V. Maffei, La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti, in *Riv. dir. banc.*, 2013, pp. 2 ss.; E. Barcellona, Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, pp. 564 ss.

²⁵ Si vedano A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, pp. 1122 ss.; T.N. Poli, Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati, in *Corr. giur.*, 2020, pp. 1490 ss.

*ripromette vantaggi aleatori collegati alla creazione artificiale di un rischio seppure venga trattato diversamente dalle scommesse cd. tollerate, ossia il gioco e la scommessa, a cui si applica la regola della soluti retentio*²⁶.

Il trattamento differente che fa considerare il contratto di *Swap* come una scommessa legalmente autorizzata trova la sua ragione nel trattamento economico che corrisponde alla funzione di copertura appena descritta²⁷.

Da un punto di vista dogmatico e di struttura del derivato, la decisione delle Sezioni Unite n. 8770/2020 - che nella pronuncia in commento viene totalmente ripresa - ha fissato un importante punto fermo, non sufficientemente posto in risalto dalla dottrina ma ripreso in sostanza dalla successiva giurisprudenza di merito²⁸

Nel presupposto che *“la notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei derivati rende complessa l’individuazione della ricercata nozione unitaria”*²⁹, per le Sezioni Unite *“appare utile considerare gli swap come negozi a causa variabile perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti, così che la funzione che l’affare persegue va individuata esaminando il caso concreto”*³⁰. La sentenza n. 21830/2021 della medesima Corte, allo stesso modo ricorda che *“l’operatività in derivati in genere (...) si manifesta molto variegata al di là della notazione (in fondo appena identificativa di una base comune) che gli stessi si realizzano attraverso il meccanismo del differenziale con diversità che vengono a toccare tra le altre cose (...) la peculiare formazione delle strutture, le specifiche funzionali”*³¹.

I giudici di legittimità volgono così l’attenzione al momento ricostruttivo del

²⁶ Così G. Calabrese, *Quantità e qualità dell’alea come elemento necessario del derivato IRS*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5, p. 1095.

²⁷ Secondo una definizione ormai largamente diffusa nella giurisprudenza di merito: App.Milano, 18.9.2013, in *Giur. it.*, 2014, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 3, con nota di A. Tucci.

²⁸ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, del 29 luglio 2021, n. 21830.

²⁹ Così G. Calabrese, *Quantità e qualità dell’alea come elemento necessario del derivato IRS*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5, p. 1096.

³⁰ Cfr. Cass. civ. Sez. Unite, del 12 maggio 2020, n. 8770.

³¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, del 29 luglio 2021, n. 21830.

derivato³² al fine di tenere concettualmente distinti i due segmenti di questa fattispecie.

Un primo segmento consisterebbe in una parte fissa, il nocciolo duro dell'operazione, rappresentata dal c.d. "meccanismo del differenziale": a mezzo della liquidazione per differenza si forma l'obbligo di eseguire un'unica prestazione secondo le varie scadenze stabilite³³.

Come accade generalmente per i negozi a causa variabile, in proposito si parla di "astrazione sistematica" della fattispecie, concetto attorno al quale si sviluppa un'ulteriore articolazione dell'operazione³⁴ che, se risulta destinata a integrare la base strutturale del contratto, si manifesta come "variabile" in base ai bisogni concreti delle parti il cui catalogo, secondo quanto riportato dalle Sezioni Unite nella sentenza 8770/2020, resterebbe aperto arrivando a ricomprendere una serie di modelli tipo, copertura assicurativa e anche con componente di finanziamento e speculazione³⁵.

Ne deriva che se la definizione di derivato esprime il pezzo fisso e non variabile della fattispecie, *"esso in quanto tale esiste solo come astrazione sistematica, senza riscontri con la realtà fenomenica"*³⁶. La distinzione tra parte fissa e variabile acquista importanza soltanto se viene utilizzata come elemento strutturale nella ricostruzione delle fattispecie concrete di derivato e dei "modelli tipo" che ne completano la struttura e per valutare dunque se alcuni patti rientrano nella parte fissa (la natura costitutiva del patto di *mark to market*) o in quella variabile (il patto viene a riflettere le influenze

³² Come accade per i negozi a causa variabile.; si vedano D. Danusso, Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza, in www.dirittobancario.it, giugno 2020; M. Frisone, Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto, in *Plus24*, 5 luglio 2014.

³³ Si parla di «contratti a prestazione basculante»; cfr. A.A. Dolmetta, Efficienza del mercato e «favor naturalis» per le imprese bancarie, in *Riv. dir. civ.*, 2018, I, pp. 234 ss.

³⁴ Al segmento di fattispecie che indica la potenzialità del diritto a traferirsi dal patrimonio del dante causa a quello dell'avente causa; cfr. M. Realmonte, F. Mengoni, voce «Disposizione (atto di)», in *Enc. del dir.*, XIII, Giuffrè, 1964, pp. 189 ss.

³⁵ Sembra importante aggiungere, tra le altre, anche la variabile dell'investimento, connotato dall'innesto di più o meno accentuate linee di speculazione; cfr. fr. M. Barcellona, I derivati e la circolazione della ricchezza tra ragione sistemica e realismo interpretativo, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 4, pp. 1097 ss.

³⁶ Così M. Martino, *L'expressio causae*. Contributo allo studio dell'astrazione negoziale, Torino, 2011, p. 73;

prodotte dalla variabile di riferimento)³⁷.

5. Il discorso appena svolto getta le basi per introdurre l'analisi degli altri motivi di ricorso (il quinto e il sesto) avanzati nel caso in esame e accolti con l'ordinanza in commento. La Cassazione indica gli elementi essenziali del contratto finanziario derivato di *Interest Rate Swap*, tra i quali vi è il c.d. *mark to market*, a pena di nullità³⁸. L'individuazione della causa di tale tipologia contrattuale nella negoziazione del rischio e non nella scommessa (per una serie di indici sistematici) lascia aperta una questione non secondaria che riguarda il piano della stipulazione di questo negozio giuridico e porta a chiedersi se questi contratti perseguono interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. e posseggano una valida causa in concreto³⁹. Secondo la precedente sentenza del 2020, la natura astrattamente aleatoria del contratto di *Interest Rate Swap* non far venir meno il sindacato di ammissibilità della causa in concreto del contratto, sindacato che ha portato la giurisprudenza di merito ad invalidare contratti finanziari derivati di *Interest Rate Swap*, per vari motivi⁴⁰.

Una delle principali motivazioni addotte è la mancanza della bilateralità dell'alea tra l'intermediario e il soggetto investitore in modo tale che in capo alle due parti del

³⁷Per un approfondimento si vedano V. Pietrobon, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, pp. 105 ss.; V. Pietrobon, *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969, pp. 73 ss.; V. Mantovani, «Vizi incompleti» del contratto e rimedio risarcitorio, Torino, 1995, pp. 1 ss.

³⁸ Cfr. A. Bartalena, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, 10, pp. 1113 ss.

³⁹ Come hanno rilevato M. Anolli, A. Perrone, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, pp. 195 ss., lo scrutinio di meritevolezza della causa concreta è stata la soluzione più frequente per invalidare i contratti finanziari derivati mediante il ricorso alle categorie giuridiche di diritto comune.

⁴⁰ In dottrina si esprimono a favore della natura giuridica aleatoria dei contratti finanziari derivati B. Inzitari, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, pp. 614 ss.; M.C. Malandrucchio, *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Dir. ed econ. dell'ass.*, 1992, pp. 474 ss.; E. Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, pp. 638-641; F. Caputo Nasetti, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 298 ss.; M. Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, pp. 494 ss. In giurisprudenza sulla natura giuridica aleatoria dei contratti finanziari derivati, ex multis, Corte cost. 18 febbraio 2010, n. 52, in *cortecostituzionale.it*; Cass. civ., Sez. I, 19 maggio 2005, n. 10598, in *DeJure*; Trib. Roma 8 gennaio 2016, n. 212, con nota di M. Passaretta, *Interest rate swap: l'assenza di alea bilaterale quale causa di nullità del contratto*, in *il Quotidiano giuridico*, 30 marzo 2016.

contratto vi sia un certo rischio sotteso alla stipulazione, ancorché il suddetto rischio possa essere distribuito in maniera asimmetrica tra le due parti⁴¹. Il giudizio di meritevolezza ex art. 1322, comma 2, c.c. sarà superato positivamente soltanto in presenza dell'alea bilaterale, intesa come incertezza dei due differenziali contrapposti, tenendo conto che in caso di *swap* con funzione di copertura la valutazione dell'eventuale squilibrio dell'alea deve essere effettuata con maggior rigore.

Altre pronunce nel corso del tempo hanno sancito l'invalidità dei contratti IRS per l'impossibilità da parte degli stessi di conseguire la finalità citata di copertura, condizione che è emersa quando tali contratti non hanno passato il sindacato di meritevolezza⁴² così come disposto dalla Determinazione Consob del 26 febbraio 1999, DI/99013791, secondo la quale *“le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate “di copertura” quando:*

a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;

b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.”

Infine, altri contratti derivati, come quelli analizzati nell'ordinanza in commento, non hanno superato il giudizio di meritevolezza in quanto l'alea contrattuale non sarebbe stata oggetto di un'apposita negoziazione tra l'intermediario e l'investitore, con conseguente impossibilità in capo al soggetto debole di formulare un giudizio di

⁴¹ Cfr. Trib. Modena 23 dicembre 2011, con nota di V. Sangiovanni, Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevole di tutela, in *Contratti*, 2012, 3, pp. 130 ss.

⁴² Cfr. Trib. Treviso 26 agosto 2015, n. 1940, in *dirittobancario.it*; Trib. Verbania 27 luglio 2015, n. 449, in *dirittobancario.it*; App. Trento 3 maggio 2013, n. 141, in *dirittobancario.it* e Trib. Monza 17 luglio 2012, in *dirittobancario.it*.

convenienza economica dell'operazione⁴³.

Nel caso *de quo*, con riferimento a quest'ultima questione, l'ordinanza annotata conferma la linea di pensiero già seguita dalle Sezioni Unite del 2020 che ha risolto il contrasto nella giurisprudenza di merito, all'interno della quale si coglievano posizioni che propendevano a favore dell'essenzialità della determinazione o determinabilità del *mark to market*⁴⁴, e posizioni che escludevano che l'indicazione del *mark to market* rappresentasse uno degli elementi dell'oggetto del contratto, la cui mancanza o poca chiarezza possa comportare la nullità per indeterminatezza dell'oggetto⁴⁵.

Nonostante le pronunce precedenti della giurisprudenza di merito, le Sezioni Unite della Cassazione già con la sentenza del 2020 hanno infatti dettato principi puntuali in relazione al giudizio di meritevolezza dello *swap*, precisando infatti che non è sufficiente l'indicazione del *mark to market*, inteso come stima ad una certa data del valore effettivo del contratto, ma è necessario *“un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di scommesse razionali sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali”*⁴⁶ (accordo che rientrerebbe nella parte “variabile” del contratto).

⁴³ Cfr. Trib. Torino 17 gennaio 2014, con nota di F. Corazza, Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS, in Banca, borsa, tit. cred., 2016, 2, pp. 183 ss.; Trib. Milano 13 febbraio 2014, n. 2145, con nota di D. Maffei, Derivati OTC: anche il Tribunale di Milano attribuisce rilevanza decisiva all'indicazione, al momento della conclusione dello swap del *mark to market*, degli oneri probabilistici e del modello di calcolo, in *dirittobancario.it*, 9 aprile 2014; App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, con nota di G. Orefice, Il *mark to market* quale oggetto del contratto di interest rate swap, in *Contratti*, 2019, 2, pp. 139 ss.

⁴⁴ Cfr. App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Le Soc.*, 2019, 4, pp. 459 ss.; la sentenza stabilisce che la trasparenza sul rischio impone che l'accordo tra intermediario e investitore abbia ad oggetto, a pena di nullità, il valore finanziario (*mark to market*) e il differenziale di probabilità, nonché i criteri e il modello utilizzati per calcolarli. Si veda D. Foresta, Contratto di interest rate swap e modello di calcolo del *mark to market*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 5, pp. 572 ss.

⁴⁵ Cfr. App. Milano, Sez. III, 27 dicembre 2018, n. 5788 in *Le Soc.*, 2019, 4, pp. 461 ss.; R. Bencini, Contratti derivati: come valutarne la meritevolezza, in *D&G*, 2017, pp. 192 ss.; G. Sardo, Contratto di interest rate swap e "meritevolezza degli interessi" ex art. 1322 c.c., in *Corriere Giur.*, 2018, 3, pp. 341 ss.

⁴⁶ Si vedano A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, 10, pp. 1122 ss.; G. Calabrese, Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 5, pp. 1092 ss.

Per l'esito positivo del sindacato di meritevolezza dei contratti di *Interest Rate Swap*, assume un'importanza fondamentale la stipulazione eventuale della clausola c.d. *upfront*, diretta a compensare il rischio contrattuale iniziale che preveda il pagamento di una somma di denaro al soggetto che accetta le pattuizioni deteriori, al momento della stipulazione del contratto⁴⁷.

Secondo il ragionamento delle Sezioni Unite, la determinazione del *mark to market* non è da escludersi nel caso in cui le parti perfezionino un *interest rate swap non par*, caratterizzato da clausola di *upfront*: la misurazione e negoziazione dell'alea giuridica di un derivato costituisce oggetto costante del contratto nelle varie fasi del rapporto negoziale⁴⁸.

Al fine di sopperire allo squilibrio del rischio sotteso alla stipulazione, laddove un contratto di IRS può assumere valore negativo non soltanto nella fase di stipulazione ma anche durante tutto il ciclo di vita del negozio, potendo verificarsi in qualsiasi momento uno squilibrio tra i flussi di cassa tra l'intermediario e l'investitore, il contratto deve contenere i termini e le condizioni necessarie a determinare il valore al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo è disposto a subentrare nello stesso: il *mark to market* rappresenta il valore corrente di mercato scaturente "da una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima dei rapporti di debito e di credito delle parti"⁴⁹.

Ai fini del superamento del sindacato di meritevolezza, l'ordinanza annotata rammenta che è necessario che l'accordo riguardi anche "gli scenari probabilistici ed abbia ad oggetto la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa

⁴⁷ cfr. Cass., 28 luglio 2017, n. 18781; App. Torino, 10 gennaio 2018, www.dirittobancario.it; App. Brescia, 11 gennaio 2018, www.dirittobancario.it.

⁴⁸ Si vedano A. Sciarrone Alibrandi, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in dirittobancario.it, 25 giugno 2020; A. Tucci, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. e impr.*, 2017, 3, pp. 921 ss.; C. Angelici, *Alla ricerca del derivato*, Milano, 2016, pp. 172 ss.

⁴⁹ Cit. in T. N. Poli, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, pp. 1483 ss.

*misura dei costi pur se impliciti*⁵⁰ per una corretta funzione di gestione del rischio finanziario. Infatti, il semplice richiamo di un indice numerico di riferimento è insuscettibile di consentire il vaglio del sindacato di meritevolezza o il perseguimento di un interesse meritevole di tutela⁵¹. Secondo quanto ha stabilito la Suprema Corte già nella sentenza n. 8770/2020, ciò troverebbe conferma nel disposto normativo dell'art. 23, comma 5, d.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.) che statuisce che gli strumenti finanziari derivati non sarebbero equiparati ad una scommessa, nell'ottica di *"delimitare, con un criterio soggettivo, la causa dello swap, ricollegandola espressamente al settore finanziario"*⁵².

La responsabilizzazione dell'intermediario finanziario nei confronti dell'investitore poggia proprio su questo criterio; responsabilità legata all'art. 21 T.U.F. in quanto al cliente dovranno essere fornite raccomandazioni personalizzate per decidere in merito all'operazione da negoziare, e che dà origine, in caso di mancata cooperazione informativa dell'intermediario medesimo nei confronti del cliente, per i derivati *over the counter*, ad un vizio genetico del contratto in quanto comporta la mancata indicazione degli elementi che possono incidere sull'alea del contratto stesso⁵³.

A tutto questo è collegato un importante corollario, ossia quello della necessaria deduzione dei costi occulti nell'oggetto del contratto a pena di nullità. Prima ancora dell'ordinanza in commento, sono state le Sezioni Unite della Corte di Cassazione ad inserirsi in un orientamento inaugurato già nel 2013, quando la Corte d'Appello di Milano, con la sentenza n. 3459 del 2013, aveva definito essenziale l'indicazione di tutti

⁵⁰ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5.

⁵¹ Cfr. A. Tucci, I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite, in *Giur. it.*, 2020, 11, pp. 2403 ss.; A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, 10, pp. 1122 ss.; G. Calabrese, Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 5, pp. 1092 ss.

⁵² Cfr. Cass. civ., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.4.

⁵³ Cfr. T. Febbrajo, Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle Sezioni Unite, in *Giust. civ.*, 2008, pp. 74 ss.; G. Danusso, E. Frustaci, Contratti derivati e responsabilità erariale: gli ultimi orientamenti della Corte dei Conti, in www.dirittobancario.it, dove si richiama, tra le altre, Corte dei Conti, Sez. Basilicata, 20 gennaio 2022, n. 2 e la precedente Corte dei Conti, sezione centrale di Appello, 7 marzo 2019, n. 50.

i “costi impliciti” che comunque incidono sull’alea contrattuale; secondo i giudici di merito la mancata indicazione del *mark to market* consente all’intermediario di occultare il suo compenso, determinando così la nullità del contratto derivato per difetto di accordo sul requisito essenziale del compenso che, secondo quanto previsto dall’art. 1709 c.c., deve essere prioritariamente stabilito dalle parti⁵⁴.

Le Sezioni Unite della Cassazione, dunque, hanno definito gli *swap* negozi a causa variabile⁵⁵, statuendo che *“in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale il contratto dovrà considerarsi connotato da una irresolutezza in fondo che [lo] renderà nullo perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)”*⁵⁶.

Sulla base di ciò, per gli ermellini, non sarebbe sufficiente per escludere l’immeritevolezza dei contratti finanziari derivati, la semplice negoziazione degli stessi nei mercati regolamentati o, ancora, per i derivati *over the counter* la coerenza con la “logica collettiva del mercato”⁵⁷: il processo di negoziazione tra le due parti contrattuali non può prescindere da una rappresentazione di tutti gli elementi costitutivi e necessari alla misurazione del rischio che devono essere dedotti come oggetto all’interno del contratto ed in mancanza dei quali l’investitore non sarebbe in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato⁵⁸.

Una parte della dottrina sostiene che i contratti finanziari derivati, a prescindere

⁵⁴ Cfr. Corte App. Milano 18 settembre 2013, n. 3459, par. 3; M. Indolfi, Causa e autonomia privata nei contratti derivati, in F. Alcaro (a cura di), *Causa del contratto, contratto - Evoluzioni interpretative ed indagini applicative*, Milano, 2016, pp. 193 ss.

⁵⁵ Deve essere individuata in concreto la funzione perseguita dall’operazione; cfr. G. Gabrielli, Operazioni su derivati: contratti o scommesse?, in *Contr. e impr.*, 2009, 6, pp. 1114 ss.; M. Frisone, *Corte dei Conti: per gli swap serve la gara*, in *Plus24*, 16 maggio 2009.

⁵⁶ Cfr. Cass. civ., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.7.

⁵⁷ Ciò a dispetto di quanto sostenuto in dottrina; si vedano C. Angelici, *Alla ricerca del derivato*, Milano, 2016, pp. 64 ss.; l’Autore riconduce i derivati negoziati nei mercati regolamentati nell’ambito dei negozi astratti per la prevalenza della “logica collettiva del mercato” e delle sue esigenze rispetto a quelle individuali che hanno indotto le parti all’operazione. Distingue poi le operazioni in mercati regolamentati e le operazioni *over-the-counter* le quali possono essere equiparate alle operazioni negoziate nei mercati regolamentati sul presupposto che, seppure oggetto di contrattazioni individuali, siano coerenti con la “logica collettiva del mercato” quando tale coerenza è verificabile.

⁵⁸ Si veda S. Pagliantini, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., pp. 130-131.

dalla finalità di speculazione o di copertura, non possono essere ricondotti alle fattispecie del gioco e della scommessa previste dal Codice civile, basate su un rischio non mercantile e non monetizzabile, in virtù del quale lo spostamento della ricchezza tra le parti dipende esclusivamente dalla fortuna o dal caso fortuito *“poiché intermediario e investitore fanno oggetto di una valutazione di mercato il rischio dedotto nel contratto e, pertanto, lo monetizzano con la previsione di un vero e proprio prezzo di mercato”*⁵⁹.

L'iter motivazionale delle Sezioni Unite del 2020 e della Prima Sezione nell'ordinanza annotata, al netto delle opinioni dottrinali e giurisprudenziali contrastanti⁶⁰, sembrerebbe rientrare in questo filone di pensiero circa la natura giuridica del contratto finanziario derivato di *Interest Rate Swap*.

Fatte queste premesse, nel caso in esame, la società ricorrente ha lamentato che gli obblighi di informazione e di trasparenza imponevano alla banca di fornire una chiara indicazione dei reali costi dell'operazione che incidevano sull'oggetto del contratto *“sia sotto il profilo della pattuizione del compenso della banca, sia sotto il profilo dell'esatta determinazione delle alee rispettivamente assunte”*⁶¹. In un primo momento la Corte d'Appello ha escluso che la violazione di regole di condotta da parte dell'intermediario relative all'informazione sul contratto derivato potesse dar luogo alla nullità del negozio giuridico precisando che l'occultamento di costi a svantaggio del cliente [sia per una valutazione iniziale sfavorevole all'investitore (c.d. *mark to market* negativo), sia per l'erogazione apparente di somme come “indennizzo” per la posizione sfavorevole assunta dal cliente (*upfront*)] assumerebbe rilievo *“nella normalità dei casi, sul piano della violazione delle regole di condotta, sia in punto di obblighi informativi, sia, ove*

⁵⁹ Così T.N. Poli, Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, p. 1490; cfr. inoltre A. Sciarrone Alibrandi, Causa variabile e causa meritevole dei derivati, in *dirittobancario.it*, 25 giugno 2020; M. Garofalo, Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione, in *Riv. dir. civ.*, 2020, pp. 1359 ss.

⁶⁰ Cfr. G. Gabrielli, Operazioni su derivati: contratti o scommesse?, in *Contr. e impr.*, 2009, 6, pp. 1133 ss.; ex multis Cass. Civ., Sez. I, Sent. del 13 luglio 2018, n. 18724.

⁶¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5; cfr. A. Sciarrone Alibrandi, Causa variabile e causa meritevole dei derivati, cit.

l'intermediario collochi in contropartita diretta i prodotti derivati, in relazione al conflitto di interessi"⁶². Tale ragionamento non viene affatto condiviso dai giudici della Suprema Corte i quali, così come fatto nel 2020, hanno precisato che, come sopra ribadito, in tema di *Interest Rate Swap* è necessario accertare, ai fini della validità del contratto, se si è in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al *mark to market*, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo⁶³.

La Prima Sezione, con l'ordinanza n. 24654 del 10 agosto 2022, ha così stabilito che, in presenza di un'operazione negoziale caratterizzata da costi occulti, il derivato è da considerarsi nullo. Si tratterebbe pertanto, a detta dei giudici di legittimità, di una nullità che non è quella virtuale prevista all'art. 1418, comma 1, c.c. legata per lo più alla violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario⁶⁴, ma di una nullità che, incidendo sull'oggetto del contratto e quindi su elementi essenziali dello stesso, rientra in quella definita strutturale e disciplinata pertanto dall'art. 1418, comma 2, c.c.⁶⁵. Da

⁶² Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5.

⁶³ Cfr. Cass. Civ., Sez. U. 12 maggio 2020, n. 8770; si vedano A. Bartalena, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, pp. 1122 ss.; T.N. Poli, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corr. giur.*, 2020, pp. 1490 ss.

⁶⁴ Di cui si sono occupate due ben note pronunce delle Sezioni Unite Cass. Sez. U. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725; cfr. D. Gaudiello, *Nullità dei contratti derivati degli enti locali: i principi espressi dalle Sezioni Unite della Cassazione*, in www.dirittobancario.it, 18 maggio 2020; R. Natoli, *Tutto ciò che è reale, se non razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in www.dirittobancario.it; A. Perrone, *La Cassazione, i derivati e la lezione dimenticata di Cesare Vivante*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, pp. 57 ss.

⁶⁵ Si veda sul punto R. Bencini, *Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale*, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 12 ss.; P. de Gioia

qui ne è scaturita la necessità di riformare la sentenza impugnata che ha escluso in radice il vizio genetico degli *swap* oggetto di controversia.

6. Che in tema di contratti derivati ci si trovi di fronte ad una copiosa giurisprudenza (di merito e di legittimità), è indubbio: per tale motivo, quindi, dovrebbe essere possibile oramai enucleare se non un orientamento unico e costante quantomeno una serie di categorie e caratteristiche entro le quali poter ricondurre le varie casistiche sulle quali i giudici hanno avuto modo di pronunciarsi.

Nonostante ciò, sembrerebbe che la rilevanza che la Suprema Corte attribuisce ai concetti di *mark to market*, scenari probabilistici e costi impliciti (o costi occulti come nel caso dell'ordinanza qui commentata) in funzione dell'individuazione dell'alea che l'*Interest Rate Swap* mira a neutralizzare su basi razionali, è probabilmente incompatibile rispetto all'effettiva struttura di questa tipologia di derivato⁶⁶.

L'ordinanza in esame e la precedente sentenza a Sezioni Unite non hanno fornito alcun parametro di definizione dei concetti di *mark to market*, scenari probabilistici e costi occulti e per tale motivo resta ancora non chiaro cosa i giudici di legittimità abbiano inteso con tali concetti. Al fine di comprendere i limiti del presente approdo giurisprudenziale è opportuno approfondire, al contrario, il concetto di consapevole e razionale assunzione dell'alea che la Cassazione ha posto come parametro ineludibile per la valutazione della liceità della causa dello *swap*⁶⁷. Considerando dunque soltanto i derivati di copertura, tralasciando quelli con finalità speculative, quale sarebbe il fine che si vuole raggiungere attraverso il perfezionamento di un contratto derivato di *Interest Rate Swap*?

Carabellese, M. Lembo, I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal british statute), Un'analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo "Busto Arsizio V. Deutsche Bank", in *Società*, 2022, 5, pp. 603 ss.

⁶⁶ Cfr. R. Di Raimo, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in *Rass. dir. civ.*, 2014, pp. 308 ss.

⁶⁷ Cfr. G. De Nova, Il contratto alieno, Torino, 2008, pp. 37 ss.; P. Cucurachi, Sui derivati la Corte arriva tardi e male, in www.fchub.it.

A seguito delle nozioni esplicate nei paragrafi precedenti risulta agevole capire il funzionamento, nella prassi dei mercati, dei contratti derivati laddove è la parte debole del rapporto e dunque il cliente a tentare di neutralizzare il rischio dell'avverso andamento dei tassi di interesse rispetto agli scenari evolutivi costituenti l'orizzonte delle proprie aspettative⁶⁸. L'imprenditore che ha acceso un finanziamento su cui paga interessi a tasso variabile, può quindi estinguere il finanziamento a tasso variabile e attuare un nuovo finanziamento a tasso fisso o coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi di interesse con il perfezionamento di un IRS; caso quest'ultimo in cui il cliente, a scadenze predeterminate, sul finanziamento coperto continuerà a pagare interessi a tasso variabile e, al contempo, in virtù dell'IRS perfezionato, riceverà dalla banca interessi a tasso variabile calcolati sul medesimo nozionale, pagando alla stessa interessi sul capitale nozionale al tasso fisso pattuito dal contratto *swap*⁶⁹. In questo modo gli interessi calcolati a tasso variabile si annulleranno a vicenda e a carico del cliente resterà esclusivamente il costo degli interessi calcolati a tasso fisso sul nozionale.

Tali differenziali potrebbero essere negativi per il cliente anche per tutta la durata dell'IRS ma ciò non influisce su fatto che, dal momento di stipula dell'IRS e fino alla sua naturale scadenza, questi ha accettato di trasformare da variabile in fisso il costo in interessi del finanziamento sottostante allo *swap*⁷⁰.

In tal caso, il fatto che con valutazione *ex post* si possa essere in presenza di situazioni che abbiano visto flussi differenziali di interesse a debito della parte finanziaria, anche quando queste situazioni avrebbero potuto essere previste *ex ante* tramite appositi scenari probabilistici, non incide sul livello di consapevolezza e

⁶⁸ Si vedano S. Pagliantini, Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo, in Riv. Dir. Bancario, 2020, pp. 34 ss.; M. Danusso, Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza, 20 giugno 2020, www.dirittobancario.it.

⁶⁹ Cfr. A. M. Garofalo, Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli *swap* conclusi da clienti disinformati? in Nuova Giur. Civ., 2022, 2, pp. 472 ss.

⁷⁰ Cfr. M. Barcellona, Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza, Padova, 2015, 494 ss.; M. Barcellona, I derivati e la causa negoziale. Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche, in Contr. e impr., 2014, 4-5, pp. 886 ss.; S. Pagliantini, I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?, in Eur. dir. priv., 2015, 2, pp. 383 ss.

razionalità della controparte non finanziaria per confermare la meritevolezza e la liceità della causa dello *swap* concluso⁷¹, il quale avrà una *ratio* nella misura in cui il cliente, in linea con le sue aspettative di aumento dei tassi di interesse, giudicherà “*consapevolmente e liberamente che la trasformazione del costo in interessi del finanziamento che intende coprire da variabile in fisso, al livello pattuito con l’IRS, è coerente e sostenibile rispetto alla struttura di costi/ricavi, attuale e prospettica, posta a base del proprio bilancio*”⁷².

In ogni caso la scelta effettuata potrà essere giusta o errata in base alla concretizzazione o meno delle aspettative di rialzo dei tassi, situazione quest’ultima legata alle dinamiche del mercato in sé e che non ha nulla a che vedere con la presunta irrazionale assunzione in origine dell’alea del futuro andamento dei tassi. Con la realizzazione di un investimento non illogicamente incompatibile con la propensione al rischio, con la quantità e qualità del patrimonio, con l’orizzonte temporale e con la capacità di sopportare delle perdite del cliente, la scelta sarà sicuramente razionale, anche nel caso in cui il valore dell’*asset* dovesse rivelarsi solo successivamente inferiore a quello di origine⁷³.

Sulla base di tale ragionamento logico, quindi, appare evidente che non sarà di certo la conoscenza del *mark to market*, degli scenari probabilistici o dei costi impliciti ad orientare in maniera razionale la scelta dei clienti circa l’opportunità o meno di perfezionare un contratto di *Interest Rate Swap*; tali parametri potrebbero incidere sulla condotta del singolo soltanto nel caso in cui la controparte finanziaria decide di comunicargli tali informazioni per condizionarne il processo di formazione delle

⁷¹ Cfr. S. Pagliantini, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2022, 2, pp. 484 ss.; C. Cioffi, *L’expressio causae dei contratti derivati di copertura e la mancanza, l’opacità, l’irrealizzabilità e la falsità della loro causa*, in *Contratti*, 2021, pp. 565 ss.

⁷² Così R. Bencini, *Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale*, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, p. 3.

⁷³ Si vedano M. Garofalo, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, pp. 1435 ss.; M. Lembo, *Il recente orientamento giurisprudenziale in tema di contratti derivati anche in relazione alla disciplina comunitaria. Focus su scenari di performance e mark to market*, in *Dir. comm. int.*, 2021, pp. 16 ss.

aspettative circa l'evoluzione della curva dei tassi di interessi⁷⁴. Una scelta effettuata liberamente dall'investitore e conforme alla volontà di azzerare il rischio di aumento dei tassi di interesse, rinunciando ad un tasso variabile che potrebbe subire incrementi o decrementi nel corso del tempo, attraverso la sostituzione con un tasso fisso, in grado di stabilizzare per tutta la durata dell'IRS il costo in interessi di una certa passività, sarà sempre lecita⁷⁵.

In dottrina, nel recente orientamento della Corte di legittimità colpisce il fatto che gli obblighi informativi a carico degli intermediari ed in particolare quelli collegati agli "scenari probabilistici e all'alea legata ai costi impliciti, siano stati elevati ad "oggetto" del contratto; elementi che non solo le parti non negoziano concretamente, ma che nemmeno considerano nell'ambito delle valutazioni propedeutiche al contratto⁷⁶.

Situazione questa che, eludendo la disciplina del diritto civile dei contratti, appare confondere "una prospettiva de jure condendo con una prospettiva de jure condito"⁷⁷ in quanto le parti del rapporto non hanno considerato il reale oggetto dei contratti derivati stipulati nella prassi, ma hanno individuato, come oggetto del contratto, un elemento (quale ad esempio gli scenari probabilistici) che le stesse non valutano mai, ma che, secondo la Suprema Corte, dovrebbe essere valutato e negoziato⁷⁸.

⁷⁴ Cfr. R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁷⁵ È da individuare proprio nella scelta di sostituzione di un tasso variabile (incerto) con un tasso di interesse (certo) l'oggetto (definito e definibile) di qualsivoglia contratto di interest rate swap.

⁷⁶ Cfr. U. Patroni Griffi, Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dell'IRS, in Banca, borsa, tit. cred., 2021, pp. 60 ss.

⁷⁷ Così R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁷⁸ In dottrina viene fatto il paragone con la considerazione (erronea) secondo la quale l'oggetto del contratto di una compravendita immobiliare non sia il prezzo, né l'immobile compravenduto, ma un'analisi probabilistica di scenario sull'andamento futuro del mercato immobiliare, analisi che normalmente non realizzano né il venditore né il compratore; sul punto si veda U. Cherubini, D. Maffei, Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla sentenza SS.UU. 8770 del 2020, in Riv. dir. bancario, 2021, pp. 473 ss.

Secondo la disciplina civilistica del contratto, l'oggetto è costituito dalle prestazioni che le parti negoziano ed inseriscono nello stesso. La Suprema Corte, nel caso in esame, avrebbe dovuto preliminarmente riconoscere l'oggetto del contratto atipico nelle prestazioni che le parti effettivamente negoziano nella prassi e stabilire in seguito se tale oggetto fosse meritevole o meno di tutela. In caso di contratti derivati, l'accordo tra le parti si forma esclusivamente sui tassi di interesse che le parti si impegnano a scambiarsi reciprocamente: in concreto, nessuna delle due parti negozia o - anche semplicemente - considera gli scenari probabilistici o i costi impliciti al momento della stipulazione dell'accordo: non il cliente, che stipula i derivati solitamente con finalità di gestione del rischio⁷⁹ e neanche l'intermediario finanziario, il quale, a differenza forse di quanto ritiene la Corte di Cassazione, lucra soltanto sul differenziale tra il prezzo negoziato ed il prezzo dell'attività di copertura⁸⁰.

L'approdo della giurisprudenza di legittimità sul punto, seppur di notevole importanza e volto sempre di più a tutelare il cliente, sembrerebbe però arrecare un "disorientamento degli operatori" dal momento che *"la nuova norma, sostanzialmente statuita dalla Cassazione, è rimasta sostanzialmente indefinita"* creando anche un contrasto con la normativa secondaria di Consob⁸¹. Infatti, con l'avviso del 3 febbraio 2022, l'Autorità di vigilanza ha provveduto a revocare formalmente le Comunicazioni n. 9019104 e 00997996⁸², ritenute difficili da conciliare con *"la recente evoluzione della*

⁷⁹ Con una funzione inversa rispetto all'andamento di tasso desiderato. Tra l'altro, se nil derivato è correttamente strutturato in una funzione di copertura (assicurativa) il desiderio del cliente è quello di perdere la scommessa insita nello strumento, perché ciò significa che non si è materializzato il rischio temuto; cfr. A. Perrone, *La Cassazione, i derivati e la lezione dimenticata di Cesare Vivante*, in Riv. dir. banc., 2022, pp. 57 ss.

⁸⁰ Allo stesso modo della banca tradizionale che lucra sul differenziale tra tasso attivo riconosciuto sui depositi e tassi passivi richiesti sui finanziamenti; si veda C. Cioffi, *L'expressio causae dei contratti derivati di copertura e la mancanza, l'opacità, l'irrealizzabilità e la falsità della loro causa*, in Contratti, 2021, pp. 565 ss.

⁸¹ Si veda R. Lugaro, *Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità*, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁸² Cfr. Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, avente ad oggetto "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"; Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, avente ad oggetto "Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail".

disciplina europea in materia di prestazione di servizi di investimento e il conseguente rafforzamento dei presidi di investor protection”, ritenendo la disciplina contenuta in queste “direttamente o indirettamente assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normativo”⁸³.

Un intermediario che, sotto la vigenza delle stesse, abbia utilizzato un approccio deterministico fornendo dunque al cliente *retail* le risultanze di scenario su questo basate, si troverebbe oggi esposto al rischio di nullità di un derivato a seguito del capovolgimento di rotta di disciplina da parte della Cassazione rispetto all’opinione dell’Autorità di vigilanza⁸⁴.

La nullità dell’IRS, come prospettata dall’ordinanza in commento, sembra così del tutto illogica, per difetto di alea razionale e dunque di consapevole assunzione del rischio, in mancanza dei parametri causali individuati dalla Suprema Corte *in primis* con la sentenza n. 8770/2020 e confermati con l’ordinanza stessa; parametri che, senza ombra di dubbio potranno assumere rilievo nella fase genetica del contratto derivato e in quella successiva della sua esistenza (in quanto potrebbero aver condizionato o potrebbero condizionare il processo di formazione della volontà dell’investitore) ma non come causa di nullità del contratto derivato per indeterminabilità dell’oggetto, quanto più correttamente come eventuale causa di annullamento del contratto per vizio della volontà o come fonte di responsabilità precontrattuale o contrattuale per violazione delle regole di correttezza e trasparenza imposte in capo all’intermediario finanziario dall’art. 21 T.U.F⁸⁵.

Simili considerazioni renderebbero opportuno un chiarimento e una più corretta

⁸³ Cfr. Comunicazione Consob, 3 febbraio 2022.

⁸⁴ Si vedano D. Maffei, La scommessa irrazionale di swap e lo scopo di copertura, in *Persona e mercato*, 2022, pp. 193 ss.; R. Bencini, Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 1 ss.

⁸⁵ Cfr. A.M. Garofalo, Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati? in *Nuova Giur. Civ.*, 2022, 2, pp. 472 ss.; P. de Gioia Carabellese, M. Lembo, I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal british statute), Un’analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo “Busto Arsizio V. Deutsche Bank”, in *Società*, 2022, 5, pp. 600 ss.

interpretazione da parte della Suprema Corte del significato da attribuire ai concetti e principi di diritto emanati a partire dalla sentenza n. 8770/2020 e ripresi nell'ordinanza in esame, in un contesto in cui gli stessi giudici di legittimità hanno probabilmente *“svolto un percorso non necessario e tortuoso, inciampando in temi quali l'oggetto del contratto di swap, includendovi gli scenari probabilistici e le formule di mark to market, aderendo senza argomentazioni ad una recente dottrina minoritaria e creando un campo minato per la finanza italiana. Unico paese al mondo nel quale dovrebbero servire centinaia di pagine per descrivere previsioni economiche e finanziarie, magari anche strampalate (per ora non è richiesto che siano corrette ex post) e migliaia di pagine di formule e modelli matematico-statistici per misurare i numerosi elementi che concorrono alla formazione del prezzo del derivato (tra l'altro per calcolarne il valore in caso di estinzione anticipata che non è nemmeno prevista contrattualmente)”*⁸⁶.

Roberta Lo Conte

*Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia
nell'Università degli Studi “La Sapienza” di Roma*

⁸⁶ Così F. Caputo Nasseti, *Da Bologna a Roma passando per Bisanzio: i derivati in una recente pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, p. 355.