

CentroStuDePoli

STUDIO DE POLI  
VENEZIA

SEMINARIO DI STUDIO  
SU

**IL CONTENZIOSO IN MATERIA DI  
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI  
PROFILI SOSTANZIALI E PROCESSUALI**

**PROGRAMMA:**

**Prof. Avv. Marcello Maggiolo**  
*Sulla forma dei contratti quadro*

**Avv. Serena Latini**  
*Sulle finalità perseguite nella negoziazione in strumenti finanziari derivati*

**Avv. Claudia Marini**  
*Sull'inadeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari derivati*

**Avv. Antonella Lillo**  
*Sui concetti di "esperienza" e "competenza" nella dichiarazione di "operatore qualificato"*

**Avv. Marco Rossi**  
*Sulle commissioni implicite*

**Avv. Ilaria Della Vedova**  
*Sui giudizi in materia di strumenti finanziari derivati in presenza di clausole compromissorie*

**Avv. Riccardo Bencini**  
*Derivati e tutela cautelare atipica*

1. - L'argomento è *"la forma dei contratti quadro e il riflesso di una sua irregolarità sulla validità dei contratti specifici. In particolare, le ipotesi di mancata sottoscrizione del contratto da parte della banca; di conclusione del contratto mediante scambio di corrispondenza"*.

In sostanza, devo occuparmi di forma del contratto di investimento e di procedimenti di conclusione del contratto di investimento.

La espressione riassuntiva del tema serve a svelare una precomprensione, che è bene enunciare sin dall'inizio.

Si tratta di una precomprensione costante nelle analisi della disciplina dei servizi e dei contratti di investimento, dove si assiste a una netta scissione.

Da un lato ci sono interpretazioni che muovono in una prospettiva che si potrebbe definire commercialista/bancari sta; dall'altro lato interpretazioni che muovono in una prospettiva che si potrebbe definire civilistica.

Occorre avvertire che le due prospettive non corrispondono affatto a scelte ermeneutiche tendenzialmente favorevoli rispettivamente al prestatore di servizi di investimento, per la prospettiva commercialista, ed all'investitore, per la prospettiva civilistica.

Queste precomprensioni, queste prospettive, riguardano più in generale l'atteggiamento complessivo dell'interprete innanzi alle norme primarie e secondarie dedicate a servizi e attività di investimento, ed ai contratti in cui tali servizi e tali attività si traducono.

Intendo dire che si assiste a una divaricazione tra una lettura che valorizza l'autonomia della disciplina di settore, la lettura che ho definito bancarista/commercialista; e una lettura che subordina la disciplina di settore ai principi del diritto comune, la lettura che ho definito civilista.

Nel primo senso, favorevole all'autonomia, si tende a ragionare quanto più possibile all'interno della logica del mercato finanziario, aspirando a una ricostruzione delle relative norme legislative e regolamentari tendenzialmente impermeabile a principi e disposizioni del diritto comune (R. COSTI, M. COSSU).

Nell'altro senso, favorevole a un inserimento della disciplina di settore all'interno dei principi del diritto comune, si tende a privilegiare le scelte ermeneutiche più compatibili con quei principi, sul presupposto dell'unicità dell'ordinamento privatistico e della esigenza di ridurre le discrepanze tra i microsistemi che pure, senza dubbio, possono essere rilevati al suo interno (F. GALGANO).

Due opzioni ermeneutiche, due scelte di metodo.

Tra esse, debbo dichiarare subito la mia appartenenza all'opzione per descrivere la quale ho usato il termine 'civilistica'. Non solo per estrazione, ma anche e soprattutto per convinzione. Non è ovviamente il caso di spiegare fino in fondo le ragioni di questa convinzione. Ma per evitare discorsi completamente apodittici, dico sinteticamente che non mi preoccupa tanto

cosa possa dirsi dove si voglia interpretare la disciplina dei mercati finanziari in un modo che tendenzialmente prescinda dal diritto comune, soprattutto dal diritto comune dei contratti e della responsabilità civile. Mi preoccupa piuttosto il riflesso che queste affermazioni possano avere su altri settori, anche completamente diversi.

Questa lunga premessa serve a dare ragione del modo in cui affronterò gli argomenti affidatimi.

**2.** – Il titolo suggerito per queste riflessioni sottende varie questioni concrete, più volte sottoposte alla attenzione dei giudici: il contratto quadro non stipulato per iscritto; i singoli ordini di investimento impartiti in assenza di contratto quadro; la mancata consegna al cliente di una copia del contratto; la mancata evidenza giudiziale di un contratto sottoscritto dal soggetto abilitato; la conclusione del contratto mediante scambio di corrispondenza.

Segnalo una particolarità del titolo assegnato, la cui rilevanza dà ragione del modo in cui procederò: esso esordisce enunciando il concetto di forma, e declinando poi come particolari problemi di forma quelli della mancata sottoscrizione del contratto da parte della banca e quello della conclusione del contratto mediante scambio di corrispondenza.

Orbene, credo sia necessario procedere sulla base di una distinzione concettuale fondamentale, che si traduce in una scelta del metodo secondo cui procedere.

E cioè: ci sono problemi di forma, e ci sono problemi di conclusione del contratto. Sono problemi diversi, come diversi sono i concetti di forma e di conclusione del contratto, e sono problemi che nell'analisi vanno affrontati separatamente.

Occorre cioè dapprima chiedersi se e come il contratto di investimento sia concluso e, solo dove si possa rispondere affermativamente a questo interrogativo, occorre chiedersi se il contratto concluso sia valido o no (G.B. FERRI), e in particolare se sia valido alla stregua delle regole di forma contenute nella disciplina di settore: senza confondere i due piani.

**3.** – Cominciamo dal primo punto, dal procedimento di conclusione del contratto. Anche a questo riguardo, vanno evidenziati alcuni dati generali.

Il primo dato è che il contratto di investimento, e mi riferisco al contratto quadro, è un contratto per condizioni generali. Pertanto, almeno dove non siano ravvisabili regole di settore sul relativo procedimento di formazione, all'interno dell'art. 23 Tuf e degli artt. 37 e 38, Reg. Intermediari, esso dovrebbe ritenersi assoggettato alla regola dell'art. 1341, comma 1°, c.c., ed alla prescrizione sulla inefficacia delle clausole vessatorie non specificamente approvate per iscritto dell'art. 1341, comma 2°, c.c. Non vengono qui in considerazione le disposizioni del codice del consumo, che riguardano il contenuto delle clausole contrattuali e non il procedimento di conclusione del contratto.

Il secondo dato è che le tecniche di formazione del contratto sono varie e diverse. Varie e diverse sono le tecniche legislativamente previste da norme generali, quelle degli artt. 1326, 1327, 1333, 1341, c.c., ma anche da norme speciali, e pensiamo al dibattito sul diritto di recesso ed all'idea peraltro recessiva secondo la quale il contratto sarebbe concluso solo in

assenza di recesso e dopo la scadenza del relativo termine. Varie e diverse, ancora, sono le tecniche elaborate dalle parti in virtù di quella che viene chiamata la loro autonomia procedimentale. Sotto questo profilo, pensiamo alle cosiddette promesse condizionate a una prestazione, oppure alle clausole di apertura, le regole cioè che disciplinano la adesione a un contratto plurilaterale, secondo le più varie modalità determinate dai contraenti originari.

**4.** – In questa sede vengono in considerazione fenomeni di contrattazione per condizioni generali, clausole contrattuali unilateralmente predisposte.

In moltissimi casi di contratti conclusi per condizioni generali, il procedimento di conclusione del singolo contratto, il cosiddetto contratto individuale, è almeno in apparenza avviato non dal predisponente, ma dal destinatario delle condizioni generali.

L'aderente alle altrui condizioni generali viene cioè invitato dal predisponente a compiere il primo atto formale del procedimento di formazione, un atto che seppure impropriamente viene definito come proposta contrattuale.

Si pensi ai contratti di assicurazione, ai contratti bancari, ai contratti di trasporto.

Il documento contenente la dichiarazione definita come proposta è elaborato dal predisponente, assicuratore, banca o vettore, che sottopone il relativo testo all'aderente invitandolo a sottoscrivere. L'aderente sottoscrive allora il documento di proposta e lo sottopone al predisponente, trattenendone una copia.

Il tutto avviene spesso *inter absentes*, mediante scambio di corrispondenza.

La situazione a questo punto è quella di un testo denominato proposta contrattuale, corredato da condizioni generali, inviato dal predisponente all'aderente con l'invito a sottoscrivere, poi sottoscritto dall'aderente in veste di proponente, senza ulteriore dichiarazione del predisponente né sua sottoscrizione.

In questa situazione occorre dunque verificare innanzi tutto se e come il contratto sia concluso. Il problema va affrontato dapprima sul piano generale, per poi considerare l'incidenza della disciplina di settore sulle conclusioni che sarà possibile raggiungere.

**5.** – Sul piano generale, vengono in considerazione due diversi profili già anticipati nelle premesse del discorso: l'esistenza di varie tecniche di formazione del contratto, e l'autonomia procedimentale.

Cominciamo dalle tecniche di formazione del contratto. Sono più d'una, si diceva. Sono procedimenti diversi, realizzati mediante diverse serie di atti e comportamenti dei paciscenti, all'esito delle quali il contratto può dirsi concluso: e così lo scambio di proposta e accettazione (art. 1326 c.c.); lo scambio di proposta e inizio dell'esecuzione (art. 1327 c.c.); lo scambio di proposta e silenzio dell'oblato serbato per il tempo richiesto dalla natura dell'affare o dagli usi (art. 1333, comma 2°, c.c.). C'è poi la tecnica di conclusione del contratto per condizioni generali, di cui all'art. 1341 c.c.: clausole predisposte efficaci sulla base della loro mera

conoscibilità, e clausole vessatorie valide ed efficaci se e solo se vengano specificamente approvate dall'aderente.

Il quadro normativo mostra dunque diverse sequenze di atti e comportamenti, il cui succedersi consente di giungere alla conclusione del contratto. Ciascuna sequenza è necessaria e sufficiente a se stessa: vale a dire, che in linea generale per affermare l'avvenuta conclusione occorre rispettare la serie di atti e comportamenti previsti per l'uno o l'altro procedimento.

Di qui una conclusione fondamentale: data una tecnica di formazione del contratto, ad essa sono estranei requisiti prescritti dalla legge per altre tecniche di formazione del contratto. Sarebbe possibile fare vari esempi, che ometto concentrandomi sul punto più significativo in questa sede: vale a dire, che dato un procedimento di conclusione del contratto per condizioni generali, non è corretto applicare ad esso regole che riguardano altri procedimenti.

E così, in particolare, dato un procedimento di conclusione del contratto per condizioni generali, occorre abbandonare la logica del contratto concluso mediante scambio di proposta e accettazione. Occorre cioè sfuggire alla tentazione di sostenere che, se un atto del procedimento viene convenzionalmente qualificato come proposta, per concludere il contratto sia poi indispensabile un'accettazione conforme, ai sensi dell'art. 1326 c.c.

A queste primo ordine di considerazioni si aggiunge il secondo profilo enunciato poc'anzi, e cioè la cosiddetta autonomia procedimentale. Alle parti è cioè data la possibilità di intervenire sulle sequenze previste dalla legge, mediante accordi o mediante atti unilaterali, per regolare il procedimento secondo i loro interessi. Basti pensare, tra i casi specificamente previsti, alla imposizione di una forma per l'accettazione (art. 1326, comma 4°, c.c.). Di questa autonomia procedimentale è stato detto che essa può giungere ad individuare tecniche di formazione atipiche (F. GAZZONI), o almeno che può aggravare o semplificare le tecniche tipiche, rispettivamente inserendo requisiti ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge, od eliminando requisiti legali (A.M. BENEDETTI).

Dato quindi, in particolare, un procedimento di conclusione del contratto per condizioni generali, è possibile che la sequenza prevista dalla legge sia in qualche modo plasmata dalle parti o da una delle parti per soddisfare interessi contingenti.

**6.** – Sulla base di queste considerazioni, veniamo alla fattispecie rappresentata da un testo di proposta contrattuale corredato da condizioni generali, inviato dal predisponente con l'invito a sottoscrivere, poi sottoscritto dall'aderente, senza ulteriore dichiarazione del predisponente né sua sottoscrizione.

Si diceva che l'aderente è qualificato come proponente.

Sulla scorta di quanto detto, a questo punto possiamo però escludere che alla conclusione del contratto sia richiesta un'accettazione conforme ai sensi e per gli effetti dell'art. 1326 c.c.: non lo richiede la tecnica di conclusione del contratto per condizioni generali, e non lo richiede specificamente né l'una, né l'altra parte del singolo contratto.

C'è un testo negoziale condiviso, imputabile al predisponente che lo ha sottoposto all'aderente, ed imputabile all'aderente che ha sottoscritto le condizioni generali avendo avuto modo di leggerle, ed ha eventualmente sottoscritto specificamente anche le clausole vessatorie.

Manca, certo, la sottoscrizione del predisponente: ma la sottoscrizione del predisponente non appartiene al procedimento di formazione se non è prevista dalla legge, come per il caso dell'art. 1341, comma 2°, c.c. per l'aderente a clausole vessatorie, o voluta dalle parti o da una parte, come per il caso in cui sia richiesta una specifica sottoscrizione per l'accettazione in virtù di quanto concesso all'art. 1326 c.c.

La sottoscrizione può mancare, e il fatto non deve stupire. Basta solo pensare a cosa sia la sottoscrizione. La sottoscrizione, la apposizione di una firma in calce a un testo, è lo strumento giuridico mediante il quale si imputa il testo al soggetto che appone il segno identificativo. Se allora mediante la firma il sottoscrittore si appropria del contenuto della dichiarazione, la firma serve a risolvere un problema di imputazione.

Ma per ciò solo la firma non è indispensabile dove non sia prescritta.

Il testo non firmato, la dichiarazione non sottoscritta, possono essere imputate anche in altro modo, così come è possibile imputare a un soggetto una determinata volontà negoziale che sia espressa non mediante un testo scritto, ma mediante un comportamento concludente.

In particolare, dove il contratto nasca per effetto di una dichiarazione (convenzionalmente qualificata come proposta) sottoscritta dal soggetto cui il testo contenente le condizioni generali è stato inviato dal predisponente, il problema dell'imputazione del contenuto contrattuale è risolto quanto all'aderente per effetto della sottoscrizione, anche delle clausole vessatorie, e quanto al predisponente per effetto della stessa predisposizione con successivo invio delle clausole predisposte, anche vessatorie.

**7.** – Questo discorso sulla sottoscrizione consente di passare alla questione della forma del contratto.

Resto ancora su di un piano generale, per dire che la sottoscrizione non riguarda la forma, perché la forma è il modo esteriore di esprimere la volontà, e la sottoscrizione è altro dalla volontà espressa, essendo invece lo strumento tecnico di imputazione di una volontà manifestata in una certa forma.

Di conseguenza, dove la volontà sia espressa in forma scritta e sia risolto il problema della sua imputazione, mediante sottoscrizione o anche mediante un mezzo diverso dalla sottoscrizione, un eventuale requisito di forma scritta, così come quello espresso a pena di nullità relativa per il contratto di investimento ai sensi dell'art. 23 Tuf, deve ritenersi soddisfatto.

**8.** – Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, può darsi conto anche della questione relativa all'obbligo di consegnare al cliente una copia dei contratti redatti per iscritto (art. 23, comma 1°, Tuf). Dico subito che la consegna non sembra appartenere al procedimento di

conclusione, perché il dato testuale fa riferimento a una copia del contratto, dando per scontato quindi che il contratto è già concluso.

La regola impone dunque un obbligo di consegna, di cui si è discusso in ordine alla sanzione applicabile al caso di sua inosservanza.

Secondo taluno, la sanzione della nullità sarebbe estesa a tutte le prescrizioni dell'art. 23, comma 1°, Tuf, e quindi anche all'obbligo di consegnare al cliente un esemplare del contratto, la cui inosservanza ne provocherebbe quindi la nullità (A.A. DOLMETTA, B. INZITARI e V. PICCININI). Altri restringe invece la portata della nullità comminata all'art. 23, comma 1°, Tuf alle ipotesi di contratto stipulato in forma non scritta, e nell'inosservanza dell'obbligo di consegnare al cliente un esemplare del contratto ravvisa un inadempimento dell'intermediario (G. ALPA; D. DI SABATO; R. COSTI e L. ENRIQUES), che potrebbe in tal caso essere costretto ad un adempimento, sia pur tardivo, e al risarcimento dell'eventuale danno (V. SANGIOVANNI; F. DEL BENE).

Volendo seguire questa seconda linea interpretativa, si dovrebbe aggiungere la possibilità che il cliente chieda la risoluzione del contratto di investimento per inadempimento da parte dell'intermediario all'obbligo di consegna, salvo in ogni caso il risarcimento del danno. E tenendo presente questa eventualità, e il carattere relativo di una nullità in ipotesi determinata dalla mancata consegna di un esemplare del contratto, sul piano sostanziale della tutela offerta al cliente le due ipotesi non hanno esiti sensibilmente diversi.

**9.** – A tutti questi discorsi si collega un altro tema sotteso al titolo di questa conversazione, quello cioè del riflesso prodotto dalle irregolarità formali del contratto quadro sui singoli ordini di investimento.

A questo proposito, serve appena ricordare che la disciplina dettata per i contratti di investimento all'art. 23 Tuf ed agli artt. 37 e 38 Reg. Intermediari allude solo indirettamente alla struttura negoziale delle operazioni di investimento. In effetti, il contratto di investimento è in realtà una cornice contrattuale, denominata contratto quadro o *master agreement*, di cui si discute molto sulla natura di contratto normativo, quadro, mandato, contratto atipico: (*ex multis*, A. DI AMATO; F. DURANTE; M. LOBUONO; M. DELLA CASA; Cass., sez. un. 19 dicembre 2007, nn. 26274 e 26275; App. Brescia, 20 giugno 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). Nell'ambito di questa cornice viene regolato ed al suo interno viene svolto il servizio di investimento prescelto dal cliente.

E il concreto svolgimento del servizio di investimento consiste in attività compiute dall'intermediario che in gran parte sono sollecitate da ordini o istruzioni del cliente. Gli ordini o le istruzioni del cliente si collocano quindi nella fase esecutiva del contratto di investimento, e sono a loro volta seguiti da una ulteriore attività esecutiva dell'intermediario, che a quegli ordini o istruzioni ottempera, attività la quale a sua volta consiste massimamente nel compimento di negozi giuridici su strumenti finanziari.

Rispetto ai singoli ordini dell'investitore, occorre innanzi tutto rilevare che la loro natura negoziale non può revocarsi in dubbio per il fatto di consistere in un momento attuativo dell'accordo quadro (GENTILI). È invero del tutto pacifico, ed è il risultato di un dibattito

dedicato massimamente alla contrattazione per preliminare, che non ci sia incompatibilità tra adempimento e negoziabilità.

Piuttosto, conviene ricordare il dibattito relativo alla essenzialità del contratto quadro, dell'interrogativo cioè in ordine alla eventualità che sia legittimo evitarne la stipula per compiere invece singole ed isolate operazioni di investimento.

A fronte della tesi secondo la quale il compimento di operazioni singole sarebbe compatibile con l'assetto normativo attuale (B. INZITARI e V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 2, nota 1; Trib. Roma, 29 luglio 2005), parte della giurisprudenza ipotizza invece la necessità della stipulazione di un contratto quadro, con la conseguenza che in sua assenza eventuali ordini di investimento sarebbero nulli (App. Milano, 13 giugno 2003; Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007; Trib. Firenze, 18 ottobre 2005).

Parte della dottrina ha sostenuto questa seconda ipotesi sulla base del rilievo che, senza contratto quadro, i singoli ordini sarebbero atti contrattuali destinati a perfezionarsi secondo lo schema della proposta seguita dall'inizio di esecuzione, di cui all'art. 1327 c.c., schema che però, in assenza di dichiarazione di accettazione da parte dell'intermediario, non sarebbe compatibile con il requisito formale dell'art. 23, comma 1°, Tuf. Si aggiunge poi che soltanto il contratto quadro potrebbe contenere le indicazioni prescritte dalle norme dell'art. 37 s. Reg. Intermediari (L. SCODITTI).

Ecco allora la rilevanza delle considerazioni svolte sulla pluralità delle tecniche di conclusione del contratto.

Nulla vieta cioè che l'isolata e singola operazione di investimento venga disposta sulla base di un atto contrattuale che rispetti lo schema non dell'art. 1327, c.c., ma dell'art. 1326 c.c. o altro: al cui interno potrebbero quindi collocarsi le dichiarazioni esecutive degli obblighi di cui all'art. 37 s. Reg. Intermediari.

Di fronte agli argomenti addotti, sembra allora più convincente l'orientamento secondo il quale sussiste, più che la necessità di un contratto quadro, l'esigenza che nella singola operazione siano rispettati tutti i requisiti prescritti dalla legge nel presupposto dell'esistenza del contratto quadro (Trib. Novara, 18 gennaio 2007; BELFIORE).

Di conseguenza, anche le irregolarità formali del contratto quadro potrebbero ripercuotersi sui singoli ordini di investimento nei limiti in cui, caduto il contratto quadro per effetto della nullità comminata dalla legge, l'ordine singolo non rispetti, come normalmente non rispetta, i requisiti anche formali prescritti a pena di nullità.

**10.** – Altro discorso riguarda un eventuale assoggettamento del singolo ordine di investimento alla prescrizione formale dell'art. 23 Tuf sia pure in presenza di un contratto quadro della cui validità non si dubiti. C'è quindi un contratto quadro rispettoso di ogni prescrizione formale e sostanziale, e il problema si concentra sulla esigenza che il singolo ordine di investimento sia anch'esso scritto.



L'impressione è che qui il problema non ci dovrebbe essere, e che ci sia soltanto per effetto di una stagione di interpretazioni giurisprudenziali programmaticamente favorevoli alla posizione dell'investitore deluso.

Una serie di dati letterali e funzionali depongono infatti nel senso della non estensione del precetto formale all'ordine di investimento.

Sul piano letterale, l'art. 37, comma 2°, lett. c Reg. Intermediari prevede che il contratto (da intendersi il contratto quadro) "*indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*", lasciando intendere che tra le modalità possano sussistere anche modalità di forma, che non sarebbe quindi imposta. L'art. 57 Reg. Intermediari prevede che gli ordini impartiti telefonicamente siano registrati su nastro magnetico o altro supporto equivalente, e conservati dall'intermediario, lasciando quindi intendere che ordini non scritti siano validi ed efficaci.

Ancora sul piano letterale, le due norme appena menzionate lasciano intendere che quando l'operazione di investimento si scinde nelle due fasi del contratto quadro e degli ordini di investimento, ed al di là del fatto che anche questi ordini sono atti negoziali, la disciplina di settore sceglie una terminologia precisa, quella di ordini di investimento o di istruzioni. Ai quali non si addice quindi la nozione di "*contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*", di cui all'art. 23, Tuf.

Sul piano funzionale, va ricordato come la regola di forma sia deputata a rimediare l'asimmetria informativa tra intermediario ed investitore (DE POLI). La *ratio* della regola formale dovrebbe guidare l'interpretazione. Soddisfatta cioè l'esigenza di trasparenza all'atto della stipula del contratto quadro, cessa la ragione di applicare la prescrizione formale ai singoli ordini o istruzioni (DELLA VEDOVA).

**11.** - È salva naturalmente la previsione di una forma volontaria per ordini ed istruzioni, ai sensi del combinato disposto degli artt. 1352 e 1324 c.c., previsione da collocare nel quadro della definizione delle modalità di conferimento degli stessi, secondo quanto previsto all'art. 37, comma 2°, lett. c, Reg. Intermediari.

In tal caso, e in ossequio alla prescrizione codicistica in materia di patti sulla forma, deve presumersi che la forma pattuita sia prescritta a pena di nullità (INZITARI e PICCININI, DURANTE).

Deve altresì ritenersi che la scelta convenzionale della forma non possa essere revocata per fatti concludenti, che in particolare la giurisprudenza ha talora ravvisato nella mancata contestazione di investimenti eseguiti sulla base di ordini impartiti in forma non scritta (Trib. Pescara 30 giugno 2006).

La ragione non muove peraltro sul piano interpretativo, come ritiene la dottrina secondo la quale la inerzia dell'investitore non sarebbe sicura manifestazione della volontà di concludere un patto uguale e contrario al precedente (B. INZITARI e V. PICCININI).

Viene piuttosto in considerazione il principio formale del *contrarius actus*: se cioè per il patto sulla forma è prescritta la scrittura (art. 1352 c.c.), la risoluzione del patto sulla forma per mutuo consenso di intermediario ed investitore non può avere effetto se non riveste quella stessa forma scritta.

*Le finalità perseguite nella negoziazione in strumenti finanziari derivati: in particolare, i mobili confini del concetto di copertura, le ipotesi di contratto che partono di copertura e si trasformano, a seguito delle rinegoziazioni, in strumenti finanziari di recupero delle perdite del primo contratto. Effetti sul piano del rapporto contrattuale.*

## Relazione

di Serena Latini – studio Tosetto Weigmann e associati – Torino

[www.studiotosetto.it](http://www.studiotosetto.it)

### **1. Premessa**

Nel vasto panorama dei derivati finanziari, per effettuare un'indagine mirata su uno specifico aspetto della loro disciplina è bene, innanzi tutto, circoscrivere l'ambito dell'esame, cercando di guadagnare in profondità quel che si perde in ampiezza. Le considerazioni che si svolgeranno, pertanto, faranno riferimento precipuo agli *swap* e, in particolare, a quelli su interessi e divise. Come è noto, lo *swap* consiste, secondo la definizione della Corte di legittimità <sup>(1)</sup>, nel negozio "attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (generalmente tassi di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Di regola, alla scadenza o alle scadenze concordate, viene effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di una compensazione volontaria. Il contratto di *swap* comporta necessariamente un profitto o una perdita a seconda della fluttuazione dei tassi di interesse e/o di cambio ed è sempre sorretto da un

---

<sup>(1)</sup> Cass. 19 maggio 2005, n.10598.

*intento speculativo (così House of Lords Gran Bretagna, 24/01/1991, Hazell C. Hammersmith)”.*

Inoltre, il taglio pratico che si vuol dare all’indagine comporta che assuma rilievo preminente l’analisi delle decisioni giurisprudenziali, che costituiscono il riferimento al quale l’operatore del diritto si deve rapportare.

## **2. La causa del contratto e l’eccezione di giuoco**

Gli *swap* non hanno avuto vita facile. Essi, creati agli inizi degli anni settanta, ancora negli anni novanta erano guardati con sospetto e la loro funzione economico-sociale - cioè la loro causa giuridica, secondo la tradizionale definizione dello specifico elemento negoziale - è stata valutata diversamente a seconda del motivo o - se si preferisca un termine meno connotativo - dello scopo pratico perseguito nella specie.

Il Tribunale di Milano, in un primo tempo, ha osservato come il contratto di *swap* non corrisponda "*obiettivamente ed in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito*", qualora sia stipulato "*non per la necessità di coprire effettivi rischi di impresa, ma solo per collegare l'attribuzione di un vantaggio patrimoniale alla sorte*". In tal caso, il contratto è da "*qualificare come ipotesi di 'scommessa' non azionabile ex art. 1933 c.c.*", ferma restando l'inapplicabilità della disposizione agli *swap* che "*assolvano una funzione di sicurezza e garanzia economica, perché collegati con effettivi rapporti obbligatori (di prestito o di import/export) sottostanti*" <sup>(2)</sup>.

---

<sup>(2)</sup> Trib. Milano 24 novembre 1993 e 26 maggio 1994, in BBTC, 1995, I, 80. La fattispecie esaminata nella seconda delle pronunzie indicate, peraltro, si riferisce non a uno *swap* ma ad un’opzione. Cfr. anche Trib. Lanciano 6 dicembre 2005, in Giur. comm., 2007, 1, 131.

Nel momento storico in cui il Giudice milanese ha espresso le considerazioni riferite, la riconduzione dello *swap* alla categoria degli strumenti finanziari era effettuata attraverso l'assimilazione ai valori mobiliari di cui all'art. 1, comma 2, l. n. 1 del 1991 <sup>(3)</sup>, ora abrogata, considerando che la norma citata - accedendo ad una nozione aperta di "strumento finanziario", comprensiva anche degli scambi su valute, rispetto alla definizione tradizionale di "valore mobiliare" che lo identificava con i titoli di massa, agganciati al carattere della negoziabilità degli stessi - avesse introdotto una definizione di valore mobiliare collegata non più alla sua struttura o natura cartolare, bensì alla finalità perseguita dalle parti, rilevando il carattere finanziario dello strumento adoperato con caratteristiche tali da poter interferire sull'allocazione degli strumenti e del risparmio <sup>(4)</sup>.

L'art. 23 della menzionata l. 1/1991 disponeva che l'art. 1933 c.c. - in forza del quale è negata l'azione per ottenere il pagamento di un debito di gioco o di scommessa - non fosse applicabile ai "*contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute*". L'ambiguità del tenore letterale della norma aveva ingenerato difficoltà di esegesi, spingendo gli interpreti a una serie di *distinguo* sull'ambito di applicazione <sup>(5)</sup>.

---

<sup>(3)</sup> "Ai fini della presente legge i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interessi e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute, sono considerati valori mobiliari".

<sup>(4)</sup> Cass. 19 maggio 2005, n.10598; cfr. anche Cass. 14 novembre 1997, n. 11279; Cass. 5 aprile 2001, n. 5052.

<sup>(5)</sup> cfr. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in BBTC 1995, I, 82.

Un ulteriore riferimento normativo agli *swap* è stato individuato nell'art. 1, comma 2, lett. f) del d. lgs. 1 settembre 1993, n.385 (TUB) che contempla, tra le altre, le operazioni in strumenti finanziari a termine e contratti su tassi di cambio e di interesse <sup>(6)</sup>.

Infine, l'art. 1, comma 2, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) ha annoverato espressamente gli *swap* tra gli strumenti finanziari. Il successivo art. 23 TUF ha esplicitato l'esclusione del disposto dell'art. 1933 c.c. "*agli strumenti finanziari derivati*" - tra cui, appunto, gli *swap* (cfr. art. 1, comma 2) - a condizione che essi si pongano nell'ambito della prestazione dei servizi d'investimento.

E proprio la sussunzione, diretta o desunta, dello specifico strumento negoziale all'interno dei dettati normativi in materia finanziaria e la sua inclusione nelle attività alle quali sono legittimate le banche hanno indotto il riconoscimento della liceità e dell'apprezzabilità degli interessi espressi nel contratto di *swap* <sup>(7)</sup>. Questo, pertanto, in forza della normativa vigente rientra nell'ambito dell'attività prevista dall'ordinamento, circostanza che vale ad escluderlo da quel giudizio di scarsa meritevolezza che è sotteso alla disciplina dettata per il gioco e la scommessa <sup>(8)</sup>. "*Le leggi, la giurisprudenza interna, le circolari e le comunicazioni di Consob, Banca d'Italia, Ministero del Tesoro e le norme comunitarie hanno reiteratamente ed esplicitamente definito e qualificato il contratto di swap, ne hanno fissato le caratteristiche e le funzioni, ne hanno chiarito contenuto ed effetti, ne hanno disciplinato le modalità operative. Tutto*

---

<sup>(6)</sup> App. Milano 26 gennaio 1999, ne *I contratti*, 2000, 255.

<sup>(7)</sup> Trib. Milano 11 maggio 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 79; Ferrario, in nota a App. Milano 26 gennaio 1999, cit.

<sup>(8)</sup> App. Milano 26 gennaio 1999, cit.; Perrini, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. del commercio internazionale* 1999, 1, 63.

*ciò ha forgiato una struttura negoziale che respinge la applicabilità alla specie delle regole proprie dei contratti di gioco o di scommessa, qualificati come strumenti di azzardo e di alee fini a se stesse e svincolate da qualsiasi funzione che caratterizza i contratti di swap. Non si tratta certo dell'alea della scommessa o del gioco d'azzardo che non ha né corrispettivo né finalità di migliorare un utile o ridurre una perdita senza impegnare la propria esperienza o conoscenza della materia tanto che la mera speculazione dei giochi d'azzardo non ha nulla a che vedere con la gestione e i rischi dei contratti di swap".<sup>(9)</sup>*

Del resto, già nel vigore della l. 1/1991 e del successivo d. lgs. 415/1996 secondo un'indicazione giurisprudenziale *“non avrebbe senso che, debitamente disciplinata la attività delle società di intermediazione mobiliare, questa medesima attività, avente ad oggetto tipologie negoziali riconosciute dal legislatore come perfettamente lecite, possa rimanere vulnerata da chi, eccedendo quanto previsto dall'art. 1933 cod. civ. voglia ‘scaricare’ ogni rischio, connesso all'attività sui mercati mobiliari, sulla controparte negoziale che pretenda l'esecuzione di quanto direttamente deriva dalla esecuzione del contratto stipulato”* <sup>(10)</sup>.

Il quadro normativo attuale, pertanto, consente di ritenere superata la discussione sull'assimilabilità dello *swap* al gioco o alla scommessa, quando all'operazione partecipi un intermediario autorizzato <sup>(11)</sup>. Invece, è stato dichiarato nullo lo *swap*

---

<sup>(9)</sup> Lodo 26 marzo 1996, in BBTC, 1996, II, 669.

<sup>(10)</sup> Trib. Torino 10 aprile 1998, ne I contratti, 1999, 45.

<sup>(11)</sup> Secondo Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, *“l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c., nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento concernente gli strumenti finanziari derivati, disposta dal D.Lgs. n. 415 del 1996, art. 18, comma 4, sta proprio a significare che l'attività degli intermediari finanziari non è assimilabile all'attività di una casa da gioco autorizzata e ciò proprio per l'esistenza di dettagliate disposizioni normative che impongono all'intermediario*

stipulato da un soggetto privo delle autorizzazioni richieste ai fini dell'esercizio dell'attività d'intermediazione mobiliare e non iscritto nel relativo albo, come pure il contratto concluso da una società di intermediazione non iscritta <sup>(12)</sup>.

In questa prospettiva, alle norme che, nel tempo, hanno escluso l'applicabilità dell'art. 1933 è stata riconosciuta portata "dichiarativa", muovendo dalla considerazione che i contratti ai quali esse si riferiscono siano di natura commutativa e che non vi sarebbe quindi bisogno di affermare per legge la non applicabilità o, meglio, per i quali la non applicabilità discende non dalla norma specifica che la esclude ma dalla natura stessa del contratto <sup>(13)</sup>.

Si può aggiungere che l'assimilabilità alla scommessa è esclusa anche dal rilievo che, nel caso degli *swap*, il rischio non viene creato artificialmente dalle parti ma preesiste al contratto e l'esecuzione della prestazione è subordinata ad un evento che prescinde dall'influenza dei contraenti.

### **3. La ricostruzione unitaria della causa del contratto**

Lo *swap*, dunque, è - oggi - un contratto "nominato", pur solo nel senso che è espressamente previsto dalla legge, ma atipico, in quanto privo di disciplina normativa <sup>(14)</sup>. L'ordinamento l'ha accolto, collocandolo tra gli strumenti finanziari, con una definizione che ad esso attribuisce autonomia di scopo dal punto di vista giuridico-finanziario <sup>(15)</sup>.

---

*finanziario di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"*

<sup>(12)</sup> Cass. 6 aprile 2001, n. 5114; Cass. 15 marzo 2001, n. 3753; Cass. 7 marzo 2001, n. 3272.

<sup>(13)</sup> Caputo Nasseti, Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Giuffrè, 1997, pag. 67.

<sup>(14)</sup> Racugno, *Lo swap*, in BBTC, 2010, I, 39; Irrera, *Swaps*, in D. disc. priv., sez. comm., XV, Torino, 1998, 318.

<sup>(15)</sup> Trib. Bologna 10 dicembre 2009, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 2078/2010



Come abbiamo visto, si tratta di un contratto, per così dire, polifunzionale, atto a soddisfare diverse esigenze: coprire rischi, accedere a diverse fonti finanziarie, abbassare il costo di posizioni debitorie, attuare finalità speculative, conseguire utili a integrazione del risultato della gestione. Esso, pertanto, si presta ad essere utilizzato indifferentemente sia da chi voglia assicurarsi una copertura dai rischi connessi alla variazione dei tassi o dei cambi, sia da chi, pur non avendo in concreto alcuna necessità di cautela, voglia invece profittare delle opportunità offerte proprio dalla mobilità del mercato.

Nei confronti dell'istituto, dunque, si pone la questione, di carattere generale, di individuare quale sia la causa tipica costante pur nella varietà di manifestazioni contrattuali e di verificare se questa sia soggetta a differenti valutazioni da parte dell'ordinamento in diretta dipendenza della effettiva utilità che i contraenti si prefiggano di trarne. Si vedrà, così, se gli *swap* con finalità speculativa meritino lo stesso trattamento giuridico riservato a quelli con finalità di copertura o debbano invece essere diversamente considerati, secondo l'iniziale impostazione della giurisprudenza milanese dalla quale abbiamo preso le mosse.

Vale forse la pena di ricordare preliminarmente che, secondo l'indicazione di Consob<sup>(16)</sup>, le operazioni su strumenti finanziari derivati effettuate nell'ambito di servizi di negoziazione e raccolta ordini ordinate da clienti possono essere considerate di copertura quando

- i) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente,

---

<sup>(16)</sup> Comunicazione DI/99013791 del 26 febbraio 1999.

- ii) vi sia elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato,
- iii) siano adottate procedure e misure di controllo idonee ad assicurare il concreto verificarsi delle condizioni indicate.

Ricordata la specificità dei contratti di copertura, il successivo passaggio consiste nel verificare se essi appartengano alla stessa *species*, oltre che allo stesso *genus*, dei contratti che non abbiano tale finalità e se la diversa prospettiva reagisca sulla loro funzione e sulla loro disciplina.

L'indagine può muovere dalla esperienza empirica secondo al quale *“i contratti di swap non vengono solitamente stipulati direttamente fra i soggetti titolari delle diverse posizioni debitorie/creditorie che intendono garantirsi; ma, piuttosto, con una banca o altro intermediario finanziario operante in proprio sul mercato e detentore di un vasto portafoglio di operazioni di segno opposto. Difficilmente, infatti, i soggetti interessati alla stipulazione di un particolare tipo di contratto potrebbero concluderlo direttamente con una controparte che abbia esattamente un'esigenza uguale e contraria senza l'ausilio di un intermediario finanziario. Quest'ultimo, invece, stipulando diversi contratti con numerosi clienti, è in grado di gestire tutte le posizioni bilanciandole tra loro; assumendosi, comunque, in proprio i rischi di mancato pagamento di una controparte. Infatti, non ha alcuna rilevanza giuridica sui diversi contratti conclusi dall'intermediario il fatto che lo stesso li abbia o non stipulati contraendo obbligazioni diametralmente opposte che gli consentano di neutralizzare i rischi. In sostanza, ogni contratto ha una sua*

*specifica valenza e non può essere inficiato da elementi esterni al rapporto contrattuale” (17).*

L’intermediario, quindi, si pone sul mercato come elemento di raccordo, come interfaccia (necessaria, come si è visto, a pena di nullità) di una pluralità di parti diverse, portatrici di interessi diversi e con diverse finalità.

E proprio questa funzione esercitata dall’intermediario implica e comporta il riconoscimento di un paradigma contrattuale indipendentemente dal diverso atteggiarsi della volontà in ogni singolo rapporto: *“se, da una parte ci può essere uno speculatore, dall’altra parte ci potrà essere, probabilmente, un altro speculatore; certamente, dietro all’incrociarsi delle singole contrattazioni, si troverà, alla fine, un operatore economico che si vuole coprire dai rischi di cambio [o d’interesse, n.d.r.] e che non potrebbe, in concreto, farlo se non vi fossero, appunto, degli speculatori che, per speranza di guadagno, sono disponibili ad assumere in proprio i rischi che l’imprenditore intende evitare”* (18). In sostanza, dunque, *“non è dato sapere a quale finalità siano predisposte le operazioni rispetto agli altri soggetti che rimangono sconosciuti e rispetto ai quali la Sim o la banca svolge il ruolo di intermediaria, essendo al contrario probabile, proprio in relazione alla funzione tipica dei contratti per cui è causa, che a soggetti che operano per intenti puramente speculativi si contrappongono soggetti che con il meccanismo dei contratti in parola intendono assicurare le proprie operazioni commerciali dai rischi dei cambi”* [o dei tassi, n.d.r.] (19).

---

(17) Squillace, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in Giur. comm., 1996, n. 1, pp. 79 ss.

(18) Trib. Milano 20 febbraio 1997, in BBTC, 2000, II, 82.

(19) App. Milano 26 gennaio 1999, ne I contratti, 2000, 255.

Dalle indicazioni della giurisprudenza si desume quindi che, anche qualora il singolo contratto sia stipulato dal singolo contraente per fini meramente speculativi, esso, grazie proprio all'intervento dell'intermediario che funge da collettore delle diverse esigenze espresse sul mercato, non costituisca uno strumento di azzardo fine a se stesso ma risponda all'esigenza diffusa di neutralizzazione di un rischio, valutario o finanziario, effettivo e congenito nel sistema degli scambi, non artificialmente creato *ioci causa* ed estraneo alla possibilità d'influenza delle parti. E quel rischio immanente viene trasferito, attraverso la figura dell'intermediario, dall'operatore economico, che lo subisce, allo speculatore, che lo ricerca.

E' stato rilevato che lo *swap* “è un contratto che consente di trasformare un rischio in un altro rischio e non un'assicurazione che elimina un rischio dietro pagamento di un premio. Ad esempio, nel caso di un debito a tasso variabile ristrutturato via *swap* in debito a tasso fisso il derivato trasforma il 'rischio di importo della passività iniziale' (quali saranno gli interessi futuri da pagare?) nel 'rischio di valore della passività finale' (quale sarà il valore futuro da pagare se volessi estinguere anticipatamente o ristrutturare il debito?)”<sup>(20)</sup>.

Attraverso l'uso dei derivati, pertanto, in una situazione mercatale corretta si ottengono maggior efficienza e maggiore liquidità, attraverso un'utile gestione del rischio globale. Lo strumento, utilizzato in maniera corretta e senza deviazioni funzionali, consente un'allocazione ottimale del rischio che viene trasferito ai soggetti meglio in grado di sopportarlo o di gestirlo.

---

<sup>(20)</sup> Mottura, *Non è scontato che i derivati danneggino i Comuni*, in *Milano Finanza* del 27 ottobre 2009

Se questo è il fine - meritevole di tutela - al quale tende l'uso dello strumento finanziario, la causa del contratto che lo incorpora si individua nello scambio dei flussi di pagamento, che ha una sua intrinseca funzione e una sua specifica valenza, secondo quanto siamo venuti dicendo <sup>(21)</sup>.

Esula dalla definizione indicata il riferimento al rischio della variazione del parametro considerato per la determinazione dei flussi, che è idoneo a incidere sulla portata economica delle reciproche prestazioni ma non sulla struttura causale del contratto. L'incertezza che ne deriva incide, infatti, sull'aspetto patrimoniale del negozio, non su quello genetico. Le prestazioni delle parti sono predeterminate e restano invariate nel corso del rapporto. Quel che varia, invece, è il contenuto economico di quelle prestazioni, in diretta dipendenza della mutevolezza, nel tempo, del valore (tasso di cambio o d'interesse) preso a riferimento <sup>(22)</sup>. Del resto, il fatto che il risultato economico finale dipenda da circostanze future è comune a tutti i contratti a termine.

Il rischio, come si è detto, non è artificialmente creato dalle parti ma immanente e reale. Esso non si inserisce nel contenuto del contratto ma rimane ad esterno a quest'ultimo, pur se correlato con il suo svolgimento e con le sue conseguenze. Quel rischio, insomma, è connotativo del contratto di *swap*, proprio in relazione alla peculiare struttura di quest'ultimo, e fa quindi parte dell'alea normale che ad esso inerisce, in quanto connesso con lo svolgimento esecutivo del rapporto. E nei contratti a prestazioni corrispettive a esecuzione continuata o periodica o differita, ciascuna parte assume su di sé il rischio degli eventi che alterino il valore

---

<sup>(21)</sup> E. Rimini, *Contratti di swap e operatori qualificati*, in Giur. comm., 2004, 5, 530; Caputo Nasseti, Profili civilistici cit.; Bruno, a commento di Trib. Salerno 26 settembre 2008, in Corriere

economico delle rispettive prestazioni, entro i limiti rientranti nell'alea normale del contratto, che deve essere tenuta presente dai contraenti al momento della stipulazione per gli eventi non imprevedibili alla stregua della dovuta diligenza<sup>(23)</sup>.

Dalla definizione della causa, oltre al rischio, esula anche ogni riferimento a un fine ulteriore e, per la realizzazione dell'effetto tipico del negozio, non occorre l'effettivo collegamento ad una realtà sottostante<sup>(24)</sup>.

Infatti, lo scopo perseguito dalle parti - sia esso di protezione o di speculazione - viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé e resta relegato nell'ambito dei motivi che hanno spinto ciascun contraente alla stipula del negozio. Nell'un caso e nell'altro, *“ciò che muta non è lo schema dell'operazione ma la modalità con cui tale operazione si inserisce nell'economia individuale delle parti”*. Se è vero che gli operatori che operano su mercati possono qualificarsi - sulla base delle ragioni economiche che li spingono - in *hedgers* - che perseguono finalità di copertura -, speculatori - che non hanno posizioni da tutelare - e arbitraggisti - che speculano sulle differenze di prezzo tra diversi mercati -, vero è anche che le finalità di ciascuno *“non possono costituire la causa del contratto, altrimenti si avrebbe non un solo contratto ma tre diversi contratti (e chissà quanti altri ancora, non potendosi limitare a priori i motivi delle parti) tra loro autonomi e con causa differente”*<sup>(25)</sup>. E di motivo parla anche la giurisprudenza, con

---

del merito, 2009, 258; Trib. Bologna 10 dicembre 2009, cit.

<sup>(22)</sup> cfr. Caputo Nasseti, op. cit., pp. 49 e ss.

<sup>(23)</sup> Cass. 23 novembre 1999, n. 12989; Cass. 25 maggio 2007, n. 12235.

<sup>(24)</sup> Trib. Milano 20 febbraio 1997, cit.; lodo 26 marzo 1996, cit.

<sup>(25)</sup> Caputo Nasseti, op. cit., p. 53. Cfr. anche Bruno, op. cit.

riferimento all'eventuale finalità speculativa di un'operazione finanziaria, ribadendone la legittimità sotto il profilo causale <sup>(26)</sup>.

Del resto, nel campo finanziario l'intento speculativo deve essere interpretato e valutato in un'accezione diversa da quella che lo connota nelle relazioni comuni.

*“Per quanto attiene alla speculazione non si deve dimenticare che essa prescinde dalle pattuizioni dei contraenti essendo essenzialmente legata a fenomeni insiti nell'economia reale (come l'oscillazione di un tasso) con la conseguenza che l'atto speculativo non mira all'artificiale creazione di un rischio diversamente inesistente ma deve intervenire su una realtà economica alla quale un soggetto sarebbe comunque soggetto. Ne discende che diventa necessario rimodulare il concetto di speculazione rispetto alla accezione prettamente scolastica che emerge dagli studi privatistici specialmente per chi si è formato sino agli anni 80-90”* <sup>(27)</sup>. E, in proposito, è stato messo in luce che l'intento speculativo è insito e connaturato al contratto di *swap* <sup>(28)</sup>

In correlazione alle diverse finalità alle quali può tendere il contratto di *swap* la giurisprudenza ha ritenuto di modulare l'intensità degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario <sup>(29)</sup>, con il connesso problema dell'identificazione dei tratti caratteristici dell'operatore qualificato - ora del cliente professionale - e del conseguente grado di tutela dovuto; ma si tratta di questione diversa, e con diversa valenza, rispetto a quella che riguarda l'individuazione e la definizione della

---

<sup>(26)</sup> Trib. Cuneo 9 febbraio 2009, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 1606/2009.

<sup>(27)</sup> Lembo, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 354.

<sup>(28)</sup> cfr. Cass. 10598/2005, cit. alla nota (5)

<sup>(29)</sup> Trib. Vicenza 29 gennaio 2009, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 2125/2010.

funzione tipica del contratto, in sé e per sé considerato, nella sua connotazione oggettiva e indipendente dalla qualità soggettive dei contraenti.

L'analisi svolta, dunque, porta a concludere che il contratto di *swap* abbia causa unica e costante, quali che siano i motivi che muovano una parte, o entrambe. Su questa base, in giurisprudenza è stato esplicitato che lo *swap* “*a prescindere dalle sue caratteristiche ha una causa lecita e tipica*” <sup>(30)</sup>.

#### **4. Le rinegoziazioni.**

Accade spesso, nella pratica, che durante il corso della vita di uno *swap* la situazione del mercato si evolva in senso tale da rendere penalizzante, e a volte gravemente penalizzante, per la parte mantenere la posizione contrattuale assunta. Frequente, in tali casi, è il ricorso al meccanismo della rinegoziazione o rimodulazione del contratto. In questa sede, si ipotizza una situazione fisiologica, non patologica, nella quale cioè lo strumento sia utilizzato in modo corretto e non distorsivo, piegato all'interesse esclusivo o precipuo dell'intermediario (come pure a volte accade). Il riferimento è quindi a un modello teorico di correttezza, lasciando alla casistica l'analisi delle singole fattispecie deviate rispetto al paradigma.

Per la descrizione del fenomeno è utile per l'operatore rifarsi alla ricostruzione fattane dalla giurisprudenza: “*rinegoziare il contratto di swap significa modificare i parametri di riferimento del contratto precedente. Possono essere variati tanto l'entità del nozionale, quanto i tassi parametro, così come, infine, la durata del contratto. Alla rinegoziazione si giunge, di solito, al momento*

---

<sup>(30)</sup> Trib. Verona 3 marzo 2010, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 2286/2010.



*dell'estinzione di un precedente contratto di swap, allorquando maturi in favore dell'istituto di credito un diritto ad ottenere il corrispettivo del valore negativo del derivato ovvero la perdita potenziale che lo strumento finanziario presenta in quel momento (pari al c.d. mark to market). Come alternativa al pagamento di somme di danaro, talvolta ingenti, il cliente può estinguere il precedente rapporto e concludere un nuovo contratto di swap avente caratteristiche diverse dal primo. In questi casi il valore del contratto è generalmente compensato, sotto il profilo contabile, dalla banca attraverso il rilascio di una somma di ammontare corrispondente (c.d. up front), operazione attraverso al quale la perdita subita non viene estinta ma viene posticipata, ossia trasferita tutta al nuovo contratto che parte già con un valore negativo da recuperare” (31).*

In proposito la giurisprudenza ha preso ripetutamente posizione. In quello che consta essere il primo precedente in materia (32) si dice che “*proprio il cattivo esito del primo contratto swap stipulato tra le parti ha giustificato una rinegoziazione dei rapporti, pur essendosi considerati nel nuovo assetto anche gli esiti negativi della prima operazione (attraverso il c.d. up front)*”.

Ancora più esplicitamente, si è detto (33) che “*dentro a un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro*

---

(31) cfr. Trib. Verona 3 marzo 2010, cit. A questo proposito, per chiarezza può non essere inutile ricordare che un contratto può essere *par* o *non par*. I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti siano agganciate al livello dei parametri di riferimento correnti al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le parti. I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per uno dei due contraenti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso la messa a disposizione di una somma di denaro in favore della parte svantaggiata, che accetta condizioni più penalizzanti; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*.

(32) Trib. Cuneo 9 febbraio 2009, cit.

(33) Trib. Bologna 14 dicembre 2009, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 2078/2010.

*calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo), la variante della clausola up front - o pagamento anticipato che dir si voglia - sconta ovviamente l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene il pagamento anticipato; ma non muta la funzione economico-giuridica del contratto; essa resta lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti - correndo il rischio della loro differenza - si sono obbligate a scambiarsi. Il contratto dal punto di vista economico non è destinato funzionalmente a produrre un debito ma, al contrario, a produrre un guadagno e - nella sua funzione economica - è uno strumento di investimento di risorse, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una somma (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento e che verrà a maturazione per tutto il tempo di durata del contratto) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. Ovviamente questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso d'interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è - si ripete - un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello swap la clausola up front, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'up front è solo la modalità di pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto”.*

---

Dunque, secondo l'impostazione riferita, la ricostruzione del profilo causale del negozio che abbiamo sopra delineato resta valida anche nel caso di rinegoziazione.

Ma la soluzione della giurisprudenza non è unanime. Si profila infatti anche un differente orientamento, che conduce a conclusioni opposte. Una recente ordinanza (<sup>34</sup>), infatti, ha rilevato – allo stato, con delibazione sommaria in sede cautelare suscettibile di approfondimento nel giudizio di merito - che l'incorporazione nel regolamento contrattuale di passività pregresse e di ulteriori costi trasformi lo schema negoziale - che viene riconosciuto valido nella sua forma originaria, cioè nel suo schema tipico prima che esso sia modificato dalla rinegoziazione - incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio e determini pertanto la nullità del contratto per difetto di causa.

Alla soluzione riferita il Giudice perviene facendo leva sul concetto di causa concreta, cioè di causa come funzione economico-individuale del contratto, contrapposta alla causa oggettiva, intesa come funzione economico-sociale.

Come è noto, tradizionalmente la causa del negozio è stata intesa in quest'ultimo senso ed individuata nello scopo obiettivo del negozio, riconosciuto rilevante dal diritto al fine della tutela apprestata, e perciò ontologicamente distinto dallo scopo particolare che ciascuna delle parti persegue (<sup>35</sup>).

---

(<sup>34</sup>) Trib. Bari 15 luglio 2010, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, 2360/2010; richiama Trib. Monza 31 agosto 2009, che non risulta pubblicata. In senso contrario, per la reiezione della domanda cautelare volta ad ottenere la sospensione degli effetti di un contratto di *swap*, cfr. Trib. Ascoli Piceno (ord.) 14 ottobre 2004, *ibidem*, I, 627/2004.

(<sup>35</sup>) di recente, cfr. Cass. 13 febbraio 2009, n. 3646.

E' emerso però di recente <sup>(36)</sup> un indirizzo giurisprudenziale che, *“sul presupposto della obsolescenza della matrice ideologica che configura la causa del contratto come strumento di controllo della sua utilità sociale”*, ricostruisce la causa stessa come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, in una dimensione quindi di funzione individuale del negozio, indipendentemente dallo schema tipizzato giuridicamente.

La stessa giurisprudenza ha poi avuto cura di precisare che la causa è *“sintesi (e dunque ragione concreta) della dinamica contrattuale, si badi, e non anche della volontà delle parti. Causa, dunque, ancora iscritta nell'orbita della dimensione funzionale dell'atto ma, questa volta, funzione individuale del singolo, specifico contratto posto in essere, a prescindere dal relativo stereotipo astratto”* <sup>(37)</sup>.

Per questa via, cioè, non si intende dare risalto alla motivazione della parte, esteriorizzandone, per così dire, il “foro interno”. In considerazione della sottile ambiguità dell'argomentazione, può essere opportuno riportare testualmente l'indicazione dottrinarica secondo la quale *“per ragione che concretamente giustifica il contratto non si deve intendere l'interesse personale di ciascuna delle parti inteso come tale, nell'ottica quindi della soddisfazione del bisogno dell'individuo, mutevole da soggetto a soggetto e da caso a caso, quanto piuttosto l'interesse sociale che il singolo contratto intende perseguire. Si tratta pur sempre quindi di un interesse (e di un giudizio sull'interesse) economico-sociale, perseguito però non da un tipo contrattuale preconfezionato e cristallizzato una*

---

<sup>(36)</sup> a partire da Cass.8 maggio 2006, n. 10490.; cfr. anche Cass. 20 dicembre 2007, . 26958; Cass. 12 novembre 2009, n. 239441.

<sup>(37)</sup> così Cass. 10490/2006, cit.

*volta per tutte, ma valutato «nel particolare contesto di circostanze e finalità e interessi in cui quelle parti lo hanno programmato»”(38).*

Per connotare la causa del contratto sul piano concreto, pertanto, l’interesse della parte deve uscire dalla sua sfera meramente volitiva e obiettivarsi nello strumento contrattuale, *“divenendo interesse che lo stesso è volto a soddisfare”*. La causa resta dunque nell’alveo della concezione obiettiva perché essa *“non è la sintesi dei motivi subiettivi, ma della dinamica contrattuale e, quindi, non può essere utilizzata per dare rilievo all’inespresso, a ciò che non risulta dal contratto nemmeno tacitamente”* (39).

Muovendo dal presupposto che abbiamo sopra individuato - cioè, l’irrelevanza del motivo che abbia spinto una o entrambe le parti a contrattare, dovendosi individuare la causa del contratto nello scambio di flussi tra le parti - occorre verificare se l’assetto contrattuale del singolo rapporto, quando sia stato trasformato dalla rinegoziazione, esprima una causa concreta - nella prospettiva indicata - connaturata al *genus*, ovvero costituisca una deviazione, rispetto ad essa, tale da precludere il raggiungimento dello scopo tipico che - come si è visto - l’ordinamento ritiene in sé meritevole di tutela.

Il contratto rinegoziato è stato definito *“un ibrido contrattuale che, visto dal lato del cliente, poggia su piedi d’argilla”* (40). E esso, secondo l’impostazione critica riferita, esplicherebbe da un lato la funzione di finanziamento e, dall’altro lato, la

---

(38) Ungari Transatti, *La Cassazione sposa la tesi della causa in concreto del contratto* in Riv. notariato 2007, 1, 184; il riferimento è a Roppo, *Il contratto*, in Tratt. dir. priv. a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2001, p. 364

(39) Izzi, *La causa del contratto come funzione economico-individuale*, in Giust. civ., 2007, 9, 1988.

funzione di operazione su derivati volta però alla copertura non di rischi futuri ma del debito di finanziamento. Per questa via, il contratto rinegoziato recherebbe con sé *“difformità tali rispetto all’oggetto della prestazione dedotta nello svolgimento del servizio di investimento da escludere che la banca abbia effettivamente eseguito la prestazione dovuta”* <sup>(41)</sup>.

Accedendo alla teoria proposta, parrebbe che la conseguenza da trarre dovrebbe essere non la nullità ma la risolubilità del contratto stesso. Ad ogni buon conto, ragionando in termini di effettività della prestazione a carico dell’intermediario, sembra che l’indagine debba vertere sulla entità della prestazione a carico di quest’ultimo, per verificare se la stessa abbia una reale consistenza economica, e quindi una effettiva pregnanza contrattuale, ovvero se il “corridoio” nell’ambito del quale si colloca l’obbligazione della banca risulti talmente angusto da impedire, di fatto, che si realizzi la causa del negozio, cioè lo scambio dei pagamenti.

In questa prospettiva, l’indagine si sostanzia nella valutazione di ammissibilità della possibile sproporzione economica delle due prestazioni contrapposte.

In proposito, e trattando l’argomento in maniera estremamente sintetica, si rileva che *“l’ordinamento italiano non conosce un principio di necessaria equivalenza delle prestazioni; onde l’eventuale squilibrio economico di queste, quando non rientra in altre figure portanti all’invalidità del contratto (come la rescissione), non ne inficia la validità”* <sup>(42)</sup>. Del resto, l’errore sul prezzo della prestazione non

---

<sup>(40)</sup> Inzitari, *Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri nella nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), II, 168/2009.

<sup>(41)</sup> Inzitari, *op. cit.*, p. 26.

<sup>(42)</sup> Cass. 26 marzo 1996, n. 2635

è errore essenziale, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1428 c.c., e non è causa di annullabilità del contratto, qualunque sia l'entità della sproporzione tra le reciproche prestazioni, salvo che non si traduca in un errore su di una qualità essenziale della cosa <sup>(43)</sup>.

In sostanza, ed entro certi limiti, l'ordinamento rimane indifferente rispetto all'eventuale squilibrio economico delle prestazioni concordate dalle parti che sono libere di determinare l'entità dei rispettivi obblighi anche al di fuori - e anche ampiamente al di fuori - dei criteri di corrispettività e di proporzionalità.

Questi ultimi potrebbero valere, semmai con riferimento a un'indagine sulla eventuale rescindibilità del negozio per lesione o risolubilità per onerosità eccessiva, argomenti questo che, in relazione agli *swap*, paiono particolarmente delicati, in quanto coinvolgono l'indagine sulla natura aleatoria o commutativa del tipo contrattuale, e si presentano troppo ampi per essere qui affrontati di sfuggita.

Rimanendo invece nell'ambito del concetto di causa, pare possa mutuarsì anche nel settore dei derivati l'applicazione del criterio secondo il quale la sproporzione tra il valore economico delle prestazioni trova un limite nella simbolicità e nella mera apparenza, con la conseguenza che, di fronte alla consistenza meramente simbolica o irrisoria di un'obbligazione in rapporto all'altra sinallagmaticamente correlata, viene meno la funzione stessa del contratto. *“Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo swap con una prestazione simbolica non è uno swap, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto e cioè lo scambio*

---

<sup>(43)</sup> Cass. 25 marzo 1996, n. 2635.

*di due flussi di pagamento*”<sup>(44)</sup>. Questo, dunque, è il limite fisiologico della possibilità di modificare, attraverso successivi e forse anche plurimi passaggi, le condizioni contrattuali inizialmente previste.

L’individuazione della linea di confine è, ovviamente, non determinabile a priori. Dal punto di vista giuridico, la determinazione del limite è rimessa all’equo apprezzamento del giudice mentre, dal punto di vista economico, la valutazione della congruità dello scambio spetta, come sempre, al mercato, capace di esprimere a livello aggregato il parametro di riferimento per l’individuazione del punto di equilibrio contrattuale, altrimenti di difficile definizione e anche suscettibile di arbitrio<sup>(45)</sup>.

---

<sup>(44)</sup> Caputo Nasseti, *op. cit.*, pag. 41.

<sup>(45)</sup> Gilotta, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.* 2007, 1, 131.



*L'inadeguatezza per tipologia, frequenza, dimensione, i rapporti con gli obiettivi di investimento, la propensione al rischio, la situazione finanziaria.*

di Claudia Marini – Studio De Poli – Venezia

[www.studiodepoli.it](http://www.studiodepoli.it)

L'indagine condotta avrà ad oggetto, come anticipato nello stesso titolo di questo progetto di relazione, la valutazione di adeguatezza che, nella vigenza del Regolamento Intermediari adottato con la delibera 1 luglio 1998 n. 11522, l'intermediario era tenuto a svolgere in occasione della prestazione di un servizio di investimento e, per quanto interessa in questa sede, in occasione della negoziazione in strumenti finanziari derivati.

Le ragioni della trattazione dell'indagine sull'adeguatezza in ottemperanza alle prescrizioni del previgente Regolamento muovono dalla maggior frequenza dei casi sottoposti all'esame dei professionisti e della giurisprudenza, rispetto ai casi regolati dalla nuova disciplina, oltre che dalla probabile maggior labilità derivante dalla precedente regolamentazione.

Le fonti normative di questo esame sono le disposizioni contenute negli articoli 28, primo comma, lett. a) e 29, primo e secondo comma, del Regolamento Consob 11522/1998.

Com'è noto, l'art. 28 nel disciplinare gli oneri informativi gravanti in capo all'intermediario prescrive che questo assuma dall'investitore le informazioni riguardanti la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio.

Il successivo art. 29, nella sua sostanza, impone all'intermediario di condurre un esame circa l'adeguatezza delle "operazioni" individuando quattro cause che possono dar luogo ad inadeguatezza – tipologia, oggetto, frequenza e dimensione – e precisando che l'indagine deve essere guidata con riferimento alle informazioni acquisite dall'investitore, ovverosia al suo "profilo", che assurge a parametro di riferimento per la misurazione dell'adeguatezza stessa.

Le problematiche che sono emerse con riguardo al tema dell'adeguatezza in giurisprudenza sono molteplici: l'onere di informare per iscritto l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione (prescritto al terzo comma dell'art. 29), il grado di specificità di tale informazione, l'ammissibilità dell'utilizzo di documentazione standardizzata da parte dell'intermediario e, da ultimo, gli oneri probatori delle parti in materia di nesso di causalità del danno occorso all'investitore in presenza di una operazione inadeguata.

Il modesto obiettivo di questo progetto di relazione è, però, quello di cercare di indagare nel concreto le modalità in cui può manifestarsi l'inadeguatezza nell'ambito di operazioni in strumenti finanziari derivati.

Sembra d'obbligo una considerazione iniziale in ordine alla difficoltà di ricondurre una operazione in strumenti finanziari derivati dentro la categoria delle "operazioni di investimento". Le operazioni in strumenti finanziari derivati non comportano infatti l'impiego di un capitale iniziale, come, diversamente, avviene nelle ipotesi di investimento in strumenti azionari od obbligazionari, piuttosto che nell'acquisto di quote di fondi o di azioni di Sicav.

In tali ultimi casi l'indagine dell'adeguatezza trova riscontri sufficientemente oggettivi: l'intermediario potrà "misurare" il patrimonio impiegato nell'investimento rispetto al complessivo patrimonio dell'investitore, e potrà così valutarne la "dimensione". Potrà parametrare la tipologia e l'oggetto dell'investimento valutando la coerenza con l'esperienza e le conoscenze dell'investitore. Avrà a disposizione le informazioni riguardanti l'emittente

degli strumenti per verificare la compatibilità degli stessi con la propensione al rischio e gli obiettivi di investimento del cliente.

Sembra ragionevole pensare, invece, che in caso di operazioni in strumenti finanziari derivati la valutazione condotta dall'intermediario non rientri dentro questi schemi che sono invece abbastanza comuni alle normali forme di investimento.

Il primo quesito che sembra opportuno porsi è quello di comprendere come possa essere inquadrato il concetto di adeguatezza. In parte il suo significato è stato anticipato nelle righe precedenti: pur in assenza di una sua definizione normativa, è intuibile che essa deve essere intesa come una coerenza delle operazioni poste in essere rispetto a determinati criteri di riferimento, che sono appunto quelli in relazione ai quali l'intermediario è tenuto ad acquisire le informazioni prescritte dall'art. 28, primo comma, lett. a) del Regolamento.

Una conferma di una simile interpretazione arriva dall'interpretazione giurisprudenziale, come ravvisabile nei quesiti affidati ai consulenti tecnici, ai quali pur non essendo demandata la formulazione del giudizio di adeguatezza - trattandosi di una valutazione logico deduttiva, e dunque impossibile da condursi in sede di accertamento strettamente tecnico -, viene chiesto di confrontare l'operazione di investimento - nel nostro caso in derivati - e la sua coerenza con la struttura finanziaria dell'investitore (patrimonio, indebitamento), con l'eventuale pregressa operatività nel mercato mobiliare.

È inoltre possibile trovare una conferma del significato di adeguatezza così come appena indicato nella regolamentazione della prestazione dei servizi di investimento intervenuta successivamente al recepimento della direttiva Mifid. Pur consapevoli dell'irretroattività delle nuove disposizioni, nondimeno sembra possibile ravvisarvi una chiave di lettura della disciplina previgente, avendo esse introdotto non solo una nuova regolamentazione, ma talvolta essendo intervenute nel senso di una specificazione di alcuni concetti o termini che erano rimasti prima non esplicitati.

Questo sembra essere il caso anche del concetto di "adeguatezza": parola che nel nuovo Regolamento Intermediari (delibera 16190 del 29 ottobre 2007) è contenuta nella rubrica dell'art. 40, e che viene successivamente rappresentata come:

- la corrispondenza delle caratteristiche del servizio (ma, applicando i medesimi criteri di valutazione, nella vigenza del Reg. Consob 11522/98 parleremo di "operazione") agli obiettivi di investimento del cliente;
- la capacità del cliente di sopportare finanziariamente i rischi connessi all'investimento, compatibilmente con gli obiettivi di investimento;
- la capacità del cliente, per la sua esperienza e conoscenza, di comprendere i rischi derivanti dall'operazione.

Peraltro, anche con la comunicazione DIN/9019104 del 2 marzo 2009 (terzo livello di attuazione della Direttiva Mifid) la Consob ha ancora una volta utilizzato l'espressione "*compatibilità*" rispetto a "*caratteristiche*" "*bisogni*" del cliente.

Parole chiave dunque nel valutare l'adeguatezza sono coerenza e compatibilità.

Passando all'esame delle problematiche sottese al giudizio di adeguatezza, sembra a chi scrive che il presupposto di tale valutazione sia primariamente l'individuazione da parte dell'intermediario degli obiettivi di investimento del cliente.

Sotto un profilo strettamente pratico, appare ragionevole pensare che la prima indagine dell'intermediario abbia ad oggetto questo parametro, e che solo dopo che siano stati fatti oggetto di valutazione, di acquisizione e di condivisione con il cliente sia possibile valutare la compatibilità dello strumento con la propensione al rischio, la situazione finanziaria, l'esperienza e la conoscenza da parte del cliente.

In tale contesto, assume senz'altro una portata rilevante la tradizionale distinzione circa le finalità che gli strumenti finanziari derivati tendono a realizzare: la finalità di copertura, quella speculativa e, infine, quella di arbitraggio.

Tralasciando quest'ultima ipotesi, è sulle prime due finalità che sembra opportuno concentrare l'attenzione con l'obiettivo di tentare di definirne i confini e valutare se, al di là della classica distinzione appena operata, siano ravvisabili obiettivi di investimento diversi (ossia non rientranti in questa rigida bipartizione) e, tuttavia, meritevoli di considerazione nella valutazione di adeguatezza di uno strumento.

La questione può porsi infatti in tutti quei casi in cui il cliente abbia concluso un contratto che non realizzi una funzione di "copertura", così come tipicamente definita e, allo stesso tempo, non possa ritenersi che l'intento dell'investitore sia semplicemente quello di ottenere un profitto indipendentemente da una posizione finanziaria di riferimento.

A questo punto, è opportuno soffermarsi sui due concetti di "copertura" e di "speculatività".

Manca, invero, nella disciplina relativa ai servizi di investimento ed agli strumenti finanziari una definizione propria di "copertura" e di "speculatività". La distinzione tuttavia è ampiamente accolta e la stessa Consob, in sede di terzo livello di attuazione della Direttiva Mifid (ancora nella comunicazione del 2 marzo 2009 n. 9019104), fa espresso riferimento a tali finalità senza addivenire ad una loro definizione.

Una distinzione più chiara, nell'ambito della negoziazione in strumenti finanziari derivati, è notoriamente contenuta negli IAS 39.

Sulla scorta delle definizioni in essi contenute, una finalità di copertura si individua allorché si intenda proteggere il valore di singole attività o passività, o un insieme di queste, da andamenti avversi di mercato, attraverso una riduzione o un trasferimento dell'esposizione al rischio. Si parla, in generale, anche di immunizzazione del rischio.

Diversamente, la finalità speculativa si ravvisa quando l'operatore agisca con lo scopo di ottenere profitti dalle variabili di mercato con cui esso opera.

Sinteticamente, quindi, le due finalità si distinguono dal momento che la finalità di copertura mira a neutralizzare un rischio finanziario esistente; viceversa, la finalità speculativa tende a far insorgere un rischio che prima non esisteva.

È il caso di dire che tali finalità coincidono sicuramente con gli obiettivi di investimento del cliente. Ma i quesiti che si intendono porre sono: *i)* se l'obiettivo di investimento possa anche discostarsi da questa classificazione, recepita a livello di prassi ma non definita a livello legislativo; *ii)* se sia corretta quell'interpretazione che, appunto, assegna meritevolezza alla finalità di copertura privando di legittimità quella speculativa.

La risposta al primo quesito si impone allorché si verifichi l'ipotesi, già sopra accennata, di un derivato sia utilizzato senza l'obiettivo di neutralizzare un rischio derivante da una posizione finanziaria, e tuttavia lo scopo che ha condotto l'investitore a concludere una operazione in derivati fosse quella di gestire una determinata posizione finanziaria.

Ma a questo punto il problema che ci si deve ulteriormente porre è se una funzione di copertura possa essere intesa in senso "lato", o se sia invece corretta una interpretazione in senso restrittivo della stessa.

Secondo le teorie commercialistiche, la copertura si realizza allorché sussista un rischio da coprire e la strategia adottata sia aderente a tale rischio. Nel classico caso della presenza di un rischio di oscillazione dei tassi di interesse derivante da un indebitamento a tasso variabile, la copertura sarà realizzata allorché lo strumento ricalchi specularmente l'operazione da coprire, eliminando o comunque riducendo il rischio.

Vero è però che – sebbene contengano una definizione degli strumenti esclusivamente ai fini della loro rappresentazione in bilancio – gli IAS 39, allorché si riferiscono ai derivati di copertura, fanno riferimento ad uno strumento il cui *fair value* o i cui flussi finanziari si prevede compensino le variazioni di *fair value* e dei flussi finanziari di un elemento coperto. È quindi definito elemento coperto un'attività, una passività o un impegno che: a) espone l'impresa al rischio di variazioni nel *fair value* o nei flussi finanziari futuri e b) è designato come coperto.

Dunque, è di copertura quell'operazione che incida nella gestione del rischio compensando le variazioni di *fair value* o di flussi finanziari dell'elemento coperto con il *fair value* e i flussi finanziari dello strumento scelto.

Ma allora, è lecito chiedersi se non rientri all'interno di una copertura quell'operazione che, a fronte di una passività finanziaria che comporti un rischio per l'impresa, consenta di intervenire con una compensazione di flussi finanziari, ma senza l'obiettivo specifico di neutralizzarli (ma semplicemente con quello di ridurli).

Ma, nell'ipotesi in cui si accedesse ad una interpretazione restrittiva del concetto di copertura, un simile utilizzo di uno strumento finanziario derivato non rientrerebbe nell'anzidetta finalità.

Si porrebbe dunque la questione se si tratti di una finalità meramente speculativa, o se, invece, la risposta al quesito debba propendere per l'abbandono della tradizionale bipartizione, onde ammettere la possibilità che determinate operazioni possano essere mosse da intenti diversi da quelli tipicamente noti e, ciò nonostante, possa ugualmente discendere un'adeguata di adeguatezza da parte dell'intermediario.

Pare a chi scrive di poter optare per la soluzione che favorisca l'indagine dell'effettiva volontà manifestata dall'investitore, anche al di là della possibilità di far rientrare le ragioni che lo hanno condotto all'operazione all'interno delle "macrocategorie" rappresentate dalla finalità di copertura e dalla finalità speculativa.

A ben vedere, sembra possibile concludere che il giudizio di adeguatezza risulta, anch'esso, strettamente ancorato e dipendente dalle modalità di gestione del flusso informativo tra cliente e intermediario, intendendosi per "flusso informativo" non già quell'onere di segnalazione di cui al terzo comma dell'art. 29 del Reg. Consob, bensì la necessità che lo scambio di informazioni tra le parti sia completo e, soprattutto, che sia presente una componente di condivisione delle scelte.

Alla luce di queste considerazioni non sembrerebbe possibile negare l'adeguatezza di un'operazione con la quale l'imprenditore non intendesse coprirsi da un rischio preciso, allorché l'esigenza che ha condotto alla conclusione di un'operazione in derivati – come si diceva prima – sia stata specificamente oggetto di condivisione tra le parti.

Parimenti, non sembra che potrà negarsi meritevolezza giuridica e, astrattamente, una inadeguatezza di un'operazione quando risulti manifesto l'intento del cliente di compiere operazioni finalizzate semplicemente a realizzare un profitto ossia, secondo la terminologia comunemente utilizzare, di carattere speculativo. Ancora una volta, però, la condizione dovrà essere quella della condivisione del cliente.

E sarà ragionevolmente su questo aspetto che dovrebbe spostarsi l'onere probatorio gravante in capo all'intermediario: per escludere l'inadeguatezza di uno strumento non sarà sufficiente la ricostruzione della vicenda da parte di quest'ultimo in termini di verosimiglianza. Esso dovrebbe, ad avviso di chi scrive, provare specificamente quali fossero le esigenze manifestate dal cliente e l'esatta comprensione e accettazione da parte dello stesso di soddisfare quelle esigenze attraverso l'operazione in derivati posta in essere.

Si tratta, invero, di una questione che assume rilevanza al momento di avvio dell'operatività in derivati ma che si presta ad essere oggetto di particolare valutazione con riguardo alle

operazioni di rinegoziazione. A questo proposito, sono note le contestazioni di quegli imprenditori che, avendo concluso un contratto con l'obiettivo di coprirsi da un rischio – e dando per supposto che la soluzione trovata fosse idonea a realizzare una copertura efficace, e, dunque, che il primo contratto fosse adeguato – si trovi nella condizione di voler rinegoziare l'operazione, o di raccogliere il suggerimento dell'intermediario in tal senso. Quello che viene generalmente contestato all'intermediario è che il contratto che costituisca la rinegoziazione di quello originariamente teso a coprire un rischio perda la finalità di copertura e diventi speculativo per il solo fatto che con lo stesso si tenterà di recuperare il valore negativo con cui è stato chiuso il precedente contratto e che, per effetto della chiusura stessa, è divenuto una perdita.

Dinanzi a queste contestazioni, la giurisprudenza è giunta a negare la stessa validità delle operazioni dal momento che l'intervenuta negoziazione di un derivato avrebbe modificato la natura dell'operazione – che sarebbe divenuta speculativa pur essendo stata originata come operazione di copertura – in quanto non sarebbe stata compatibile con gli obiettivi di investimento.

Ma questa opinione potrebbe ben essere smentita, dando ovviamente per supposto che la condotta dell'intermediario sia stata irreprensibile dal punto di vista della completezza delle informazioni fornite e, in particolar modo, della condivisione delle strategie con l'investitore: in questo caso potrebbe pensarsi ad un intervenuto mutamento delle esigenze del cliente, e ad una correlata modifica degli “obiettivi di investimento”, ed esso potrebbe aver compreso le caratteristiche dell'operazione e voluto che la rinegoziazione fosse astrattamente diretta a recuperare le perdite cristallizzate in precedenza.

Si sarebbe, nuovamente, di fronte ad un caso in cui non sarebbe possibile una distinzione netta tra “finalità di copertura” e “finalità speculativa”: esse potrebbero infatti convivere, e non per questo l'operazione dovrebbe necessariamente essere ritenuta inadeguata se non addirittura illecita sotto il profilo della meritevolezza di tutela degli interessi coinvolti.

Resta inteso che, comunque, la valutazione dell'intermediario non potrà ritenersi così esaurita, e dovrà sempre tener presente le altre linee guida necessarie per la formulazione del giudizio di adeguatezza, ed in relazione alle quali entreranno in gioco variabili tanto oggettive quanto soggettive

Sarà, ad esempio, una variabile oggettiva la misurazione della compatibilità dello strumento con la situazione finanziaria. Indagine che sembra essere funzionale alla valutazione dell'adeguatezza sotto il profilo della “dimensione”.

E, a questo proposito, sembra di potersi ravvisare un'ipotesi di inadeguatezza:

- dello strumento che le parti abbiano inteso porre in essere per tutelare il cliente da un rischio e tuttavia non sia correttamente correlato a tale rischio. Tale è il caso del cd. “eccesso di copertura”, ove i valori di riferimento del derivato sono superiori a quelli dell'elemento coperto;
- dello strumento che, indipendentemente dalle finalità per cui esso è sorto, sia suscettibile di generare a carico del cliente oneri finanziari che esso non sia in grado di sostenere. A questo proposito però non deve essere dimenticato che, sebbene la valutazione della correttezza dell'operato della banca venga ricostruita dopo l'operazione, il giudizio di adeguatezza è un giudizio prognostico, sicché non sarà corretto un esame che tenga conto degli effettivi risultati di un'operazione (i quali dipendono da variabili successive e incontrollabili), ma delle potenzialità dell'operazione al momento della sua conclusione.

Peraltro, la capacità dello strumento di creare oneri finanziari gravosi a carico del cliente va commisurata alla propensione al rischio che questo abbia manifestato.

Ancora una volta, a questo riguardo, la soluzione nella valutazione di adeguatezza dell'operazione avrà riguardo alla qualità delle informazioni e ad una integrale condivisione con il cliente della scelta dello strumento.

Ad avviso di chi scrive, infatti, dovrà escludersi la sussistenza di una inadeguatezza tutte le volte in cui i rischi insiti nell'operazione siano stati completamente rappresentati al cliente, e siano stati da questo compresi e, soprattutto, accettati.

La discriminante sarà, a questo punto, non l'astratta compatibilità dell'operazione con la propensione al rischio manifestata (ad esempio nelle dichiarazioni rese in sede di assunzione di informazioni, ove il cliente potrebbe aver dichiarato di avere una propensione al rischio "alta"), quanto piuttosto la concreta accettazione del rischio da parte dello stesso, con la conseguente sussistenza in capo all'intermediario di un onere più stringente di quello di dover provare una mera verosimiglianza.

A non diversa soluzione credo si possa giungere, poi, con riguardo al giudizio di adeguatezza in relazione ai parametri di esperienza e conoscenza degli strumenti finanziari da parte dell'investitore.

Alla luce dell'indirizzo di lettura dato dalla nuova regolamentazione in materia, si ritiene che l'esperienza e la conoscenza debbano essere vagliate dall'intermediario nel senso di individuare quale sia il grado di capacità del cliente di comprendere le caratteristiche ed i rischi dell'operazione.

Se così non fosse, per il cliente che non abbia mai operato in strumenti finanziari derivati la prima operazione in questo senso dovrebbe intendersi sempre inadeguata: proprio le caratteristiche di questo strumento finanziario non consentono di assimilarlo alle altre forme di investimento, e non sarebbe quindi possibile per il cliente la maturazione di una "esperienza" che potesse rendere adeguata l'operazione.

Ma si tratta di una conclusione non razionale: non potrà pensarsi che un'operazione conforme agli obiettivi di investimento del cliente e della quale il cliente abbia compreso la natura possa ritenersi inadeguata per il semplice fatto che egli non aveva mai operato in precedenza in derivati.

Per altro verso, l'intermediario che concluda un'operazione in derivati con un cliente che abbia già concluso in precedenza altre operazioni in derivati con altro soggetto potrebbe limitarsi a ritenere adeguata l'operazione stante la precedente esperienza dell'investitore.

Ma una simile conclusione non potrebbe ritenersi plausibile laddove il cliente si riveli incapace di comprendere gli elementi essenziali dell'operazione. La pregressa esperienza, infatti, può dar luogo al solito giudizio di verosimiglianza, ma l'asimmetria che caratterizza il rapporto tra investitore ed intermediario non sembra dover risparmiare quest'ultimo dalla specifica indagine – e conseguentemente dall'onere della prova – della effettiva comprensione dell'operazione e, in particolare, dei rischi ad essa sottesi, al di là della loro astratta comprensibilità sulla base di una ricostruzione di tipo deduttivo.

*I concetti di “esperienza” e “competenza” e la sottoscrizione della dichiarazione di “operatore qualificato” alla luce delle più recenti pronunce giurisprudenziali. Gli oneri di allegazione e di dimostrazione in capo al cliente per superare il valore probatorio della dichiarazione stessa. In particolare, il caso di successione di più dichiarazioni nel corso del tempo.*

di Antonella Lillo – studio Barel Malvestio & Associati - Treviso

La disciplina di riferimento in materia di “operatore qualificato” era contenuta nell’articolo 31 del previgente Regolamento Consob n. 11522/1998, il quale, al secondo comma, disponeva che: *“Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché 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 disposizione in oggetto, con l’individuazione ad opera della Consob di determinate categorie di soggetti definiti “operatori qualificati”, traeva a sua volta fondamento dalla normativa primaria di cui all’articolo 6, secondo comma, del Testo Unico il quale attribuiva alla Consob, sentita la Banca d’Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l’esperienza professionale dei medesimi, il compito di dettare le regole di comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori nonché gli obblighi informativi da tenere nella prestazione dei servizi.

Quel che, in particolare, ha destato un ampio dibattito, specie in ambito giurisprudenziale, è la previsione di chiusura della norma, secondo la quale rientra nel novero degli operatori qualificati *“ogni società o persona*

*giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni di strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”.*

Analizzando nel dettaglio il dato testuale, gli elementi costitutivi della fattispecie di operatore qualificato, sono due: (i) l'essere una società o una persona giuridica<sup>1</sup>; e (ii) l'essere in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari.

Soffermandosi, in particolare, sul secondo elemento, l'articolo 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998 individua le nozioni di “competenza” ed “esperienza”. La dottrina che si è occupata della questione ha individuato alcuni parametri di riferimento<sup>2</sup>, qualificando la “competenza” come la conoscenza teorica della materia, ed individuando nell'esperienza – intuitivamente - l'aver già compiuto operazioni in strumenti finanziari.

Si deve notare, tuttavia, che la previsione regolamentare di operatore qualificato è stata ritenuta per certi aspetti lacunosa con riferimento a tali nozioni, in quanto il regolamento non contiene alcuna indicazione su quale livello di conoscenza ed esperienza sia richiesto né come esse siano documentabili. In ogni caso, la locuzione “specifiche” contenuta nella previsione regolamentare, ha fatto ritenere la dottrina<sup>3</sup> che sia necessario che sia la competenza, sia l'esperienza non siano meramente occasionali; in tal senso, si è ritenuto necessario che il soggetto cliente – società o persona giuridica, si è detto - abbia maturato, nel tempo e non in via occasionale, attraverso le proprie strutture, un bagaglio di conoscenze professionali tali da avere un'approfondita conoscenza del mercato

---

<sup>1</sup> Una considerazione, sia pure a margine dell'argomento trattato, merita il profilo soggettivo della disposizione in commento: si è visto che il riferimento è a “società o persone giuridiche”, nulla prevedendosi laddove l'attività imprenditoriale venga esercitata, anziché in forma societaria, come ditta individuale e pur ravvisandosi a tutt'oggi realtà imprenditoriali non irrilevanti svolte in tale forma. Ebbene, a tale riguardo, pare di poter ravvisare una analogia di funzione tale da non rendere impossibile immaginare una applicazione della disposizione di chiusura dell'art. 31 Reg. Consob 11522/98 anche a tal fattispecie. Qual è infatti la *ratio* di tale previsione? Quella, all'evidenza, di garantire i terzi che con l'ente vengano in contatto – ed in particolare l'intermediario – circa l'effettiva competenza ed esperienza dell'ente stesso in materia di strumenti finanziari, richiedendo che la relativa dichiarazione venga rilasciata dal legale rappresentante dell'ente, in quanto – si ripete in giurisprudenza (cfr. App. Milano, 12 ottobre 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)) – soggetto maggiormente titolato a renderla. Se così è, parimenti deve ritenersi che nel caso della ditta individuale tale dichiarazione possa essere resa, validamente ed efficacemente, dal titolare della ditta stessa, essendo egli all'evidenza il soggetto titolato ad attestare le qualità della ditta e ad impegnarla. Diversamente opinare vorrebbe dire applicare trattamenti, a nostro avviso, ingiustificatamente differenti a soggetti che esercitano la stessa attività imprenditoriale, per il solo fatto che questa sia esercitata in forma individuale anziché societaria. Né si obietti che ciò sarebbe evitato dalla prima parte dell'art. 31 che consente alle persone fisiche di essere operatori qualificati documentando determinati requisiti di professionalità, posto che tali requisiti ben possono difettare negli stessi organi di gestione delle società commerciali. Ci pare, dunque, che un'interpretazione costituzionalmente orientata – che voglia, cioè, evitare di regolare diversamente casi a nostro avviso simili – possa giustificare il riconoscimento del carattere di operatore qualificato anche a quegli imprenditori-ditte individuali che dichiarino, per iscritto, la propria competenza/esperienza ex art. 31 Reg. Consob 11522/98.

<sup>2</sup> SANGIOVANNI, *Commento a Trib. Verona 22 giugno 2007*, in *I Contratti*, n. 12/2007.

<sup>3</sup> SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).



finanziario e dei prodotti che intendono trattare nel rapporto con l'intermediario. Così, non è sufficiente una semplice conoscenza degli strumenti finanziari, ma è necessario che sussista un'esperienza concreta e dunque che la società (o persona giuridica) abbia già posto in essere operazioni con strumenti finanziari analoghi a quelli con i quali intende operare; non potendosi tuttavia, a tal fine, negare rilievo anche alla particolare esperienza in materia di strumenti finanziari del legale rappresentante dell'ente, ancorché essa non trovi riscontro, in ipotesi, nell'operatività storica della società.

Inoltre, è necessario che entrambi i requisiti di competenza ed esperienza siano presenti in capo al soggetto che con la propria dichiarazione si presenta all'intermediario come operatore qualificato. E dunque, la mancanza di uno solo di questi due requisiti fa sì che non si possa attribuire lo *status* di operatore qualificato.

Come brevemente accennato in premessa, la principale problematica affrontata dalla giurisprudenza e che ha determinato un profondo dibattito nel corso degli anni passati, è stata rappresentata dalla valutazione del valore da attribuire all'autocertificazione posta in essere dal rappresentante legale di una società (o persona giuridica) di essere operatore qualificato.

In dettaglio, nel corso del tempo a partire dall'anno 2004 si sono registrati tre diversi orientamenti giurisprudenziali, riassumibili come segue:

- (i) un primo orientamento, fatto proprio in particolare dalla giurisprudenza ambrosiana, valorizza il dato formale della sussistenza di una dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante, ritenendola sufficiente di per sé sola ad attribuire lo *status* di operatore qualificato, in quanto rilasciata da un soggetto (il legale rappresentante) che, per il ruolo che riveste all'interno della società, può essere considerato come un soggetto di particolare affidabilità; in presenza di questi presupposti, pertanto, la dichiarazione rilasciata esonera l'intermediario dal compiere ogni ulteriore indagine al riguardo (in tal senso, si sono pronunciati nel senso dell'autosufficienza della dichiarazione resa dal legale rappresentante Trib. Milano 3 aprile 2004, App. Milano 12 ottobre 2007, Trib. Forlì 11 luglio 2008, Trib. Venezia 25 ottobre 2007, Trib. Milano 20 luglio 2006, Trib. Isernia 22 maggio 2005, Trib. Rimini 25 marzo 2005, Trib. Milano 6 aprile 2005, Trib. Mantova 12 luglio 2004, Trib. Cuneo 9 febbraio 2009);

- (ii) un secondo orientamento, diametralmente opposto al precedente, ritiene invece la dichiarazione resa dal legale rappresentante insufficiente ad attribuire lo *status* di operatore qualificato e, per tale motivo, riversa in capo all'intermediario l'onere di verificare l'effettivo possesso in capo alla società della specifica competenza ed esperienza dichiarate dal legale rappresentante. Ciò in quanto si tratterebbe di una mera valutazione del legale rappresentante della società, come tale non impegnativa e la cui correttezza andrebbe attentamente vagliata dall'intermediario. Pertanto, è compito dell'intermediario verificare che chi rilascia la dichiarazione sia effettivamente in possesso di quella competenza ed esperienza tali da qualificarlo come operatore qualificato, a prescindere dalla dichiarazione attestante il possesso di tali elementi da parte del legale rappresentante (in tal senso, si sono pronunciati App. Milano 13 novembre 2008, App. Venezia 16 luglio 2008, App. Trento 5 marzo 2009, Trib. Vicenza 29 gennaio 2009, Trib. Rovigo 3 gennaio 2008, Trib. Torino 18 settembre 2007, Trib. Novara 18 gennaio 2007, Trib. Verona 22 giugno 2007);
- (iii) un terzo orientamento, sviluppatosi più recentemente, attribuisce all'intermediario l'onere di fornire al soggetto dichiarante una serie di informazioni preventive relative al significato della dichiarazione che si intende rendere e delle conseguenze derivanti dalla stessa in termini di protezione; nonché di accertarsi che il soggetto comprenda l'avvertimento reso e le conseguenze che derivano dalla sua scelta. Una volta adempiuto tale onere, l'intermediario non sarà poi tenuto a verificare l'esistenza in capo al soggetto dichiarante della specifica competenza ed esperienza richieste, salvo tuttavia che l'intermediario sia in possesso di informazioni che dimostrino la reale situazione di ignoranza del soggetto dichiarante tale da non consentirgli di comprendere appieno gli effetti della dichiarazione resa (in tal senso si sono pronunciati Trib. Milano 15 ottobre 2008, Trib. Catania 18 febbraio 2009).

Nel dibattito giurisprudenziale è intervenuta, come noto, la Corte di Cassazione, che con sentenza n. 12138 del 26 maggio 2009, ha ritenuto la dichiarazione resa dal legale rappresentante di una società di per sé valida ed efficace, esonerando in tal modo l'intermediario dal compiere ogni verifica di sorta, salvo che la società dichiarante non dimostri che la

discordanza tra la dichiarazione resa e l'effettiva competenza ed esperienza era conosciuta o agevolmente conoscibile dall'intermediario.

In tal modo, la Corte ha attribuito un rilievo fondante alla dichiarazione in parola riconoscendo nel contempo, in capo al legale rappresentante che rilascia la dichiarazione, la responsabilità degli effetti che ne derivano.

Ciò porta a escludere qualsiasi obbligo in capo all'intermediario di compiere specifici accertamenti e indagare sull'effettiva sussistenza dei requisiti (competenza ed esperienza) presupposti dalla dichiarazione medesima, con la conseguenza che *"...in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari – pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo – esoneri l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova che il giudice – nell'esercizio del suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione e apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti – può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri..."*.

La Corte di Cassazione ha mantenuto, tuttavia, salva la possibilità per il soggetto dichiarante di dimostrare la mancanza dei presupposti oggetto della dichiarazione, con l'attribuzione a costui dell'onere di provare, con elementi di prova specifici, la discordanza tra la situazione reale e quella dichiarata e la relativa conoscenza o agevole conoscibilità di tale discordanza da parte dell'intermediario stesso.

### **La posizione della giurisprudenza di legittimità: l'onere di allegazione e prova in capo al cliente**

L'esperienza giudiziale – sia quella relativa al contenzioso civile avanti al Giudice Ordinario, sia quella, per quanto noto, delle Corti arbitrali - non pare tuttavia, ad oggi, aver considerato con adeguata attenzione la valenza sul piano strettamente processuale della dichiarazione di cui si discute; in particolare, non paiono appaganti le conclusioni raggiunte in tema di

distribuzione fra le parti e contenuto dell'onere di allegazione e prova, in presenza di una (o più d'una) dichiarazione scritta di competenza ed esperienza in strumenti finanziari, rilasciata ai sensi dell'articolo 31 Regolamento Consob 11522/98.

L'orientamento espresso dalla giurisprudenza di legittimità con la recente sentenza 12138/2009 - ed oggi seguito pressoché alla lettera, com'era logico attendersi, da parte preponderante della giurisprudenza di merito – parrebbe, *prima facie*, smentire tale affermazione; apparentemente chiara e risolutiva è quella parte di motivazione – di tale rilievo da essere riportata, alla lettera, nei massimari – in cui si legge che *“la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari...esoneri l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova che il giudice può porre a base della propria decisione anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri”*.<sup>4</sup>

Senonché, alle parole non sembrano seguire i fatti, se si considera che la stessa Corte di Cassazione, dato atto della mancanza di qualsiasi allegazione e prova, sul punto, da parte della società attrice – mancanza che dovrebbe dunque coerentemente condurre, per sé sola, al rigetto della domanda ai sensi dell'articolo 2697 c.c. – ha ritenuto poi di svolgere una puntuale (quanto, si deve ritenere, superflua) verifica degli elementi addotti dall'intermediario a sua difesa.

Nello stesso senso si è vista operare, come anticipato, la più recente giurisprudenza di merito.

Quel che si ravvisa è, in altre parole, una certa riluttanza dei Giudici a far rigorosa applicazione del principio che addossa al cliente l'onere di dimostrare, contro quanto dichiarato, la propria incompetenza ed inesperienza e, soprattutto, la loro conoscibilità da parte dell'intermediario. Pare di poter dire che ciò sia il frutto di una insufficiente analisi della natura giuridica della dichiarazione *de qua* e, per conseguenza, dei rimedi che l'ordinamento offre al cliente che voglia superarne gli effetti.

---

<sup>4</sup> A seguito del principio enunciato dalla Suprema Corte, i primi successivi pronunciamenti della giurisprudenza di merito hanno riconosciuto validità alla dichiarazione resa escludendo qualsiasi verifica in capo all'intermediario, salvo l'onere in capo al soggetto dichiarante di addurre elementi di prova concreti per invalidare la dichiarazione resa (Trib. Torino 23 novembre 2009, Trib. Torino 30 novembre 2009, Trib. Udine 13 aprile 2010, Trib. Bari 15 luglio 2010, Trib. Rimini 12 ottobre 2010)

## La dichiarazione di operatore qualificato: sua natura giuridica

Riprendendo nozioni istituzionali – ma necessarie, come vedremo, a inquadrare correttamente la fattispecie di cui si discute – è ben nota la fondamentale ripartizione degli atti giuridici (leciti) in atti negoziali (o negozi giuridici), dichiarazioni di scienza (o di verità), atti giuridici in senso stretto e atti reali (o operazioni materiali)<sup>5</sup>.

Prescindiamo, ai fini del nostro esame, dalla considerazione delle ultime due categorie che non hanno, all'evidenza, contenuto e forma di dichiarazione e soffermiamoci sulle prime due.

Gli atti negoziali sono costituiti, secondo l'insegnamento tradizionale, da manifestazioni di volontà dirette ad ottenere determinati effetti giuridici, nei quali le modificazioni delle situazioni giuridiche sono direttamente legate alla volontà di chi pone in essere l'atto.

Di contro, sono dichiarazioni di scienza (o di verità) quegli atti che hanno la funzione di affermare ciò che è, o che si sa; di primario rilievo, fra questi, è la confessione, quale dichiarazione di un fatto sfavorevole al dichiarante.

Ebbene, in quale categoria si può collocare la dichiarazione che ci occupa? Dottrina e giurisprudenza, come detto, non sembrano aver preso in particolare considerazione la questione.

Alcune sentenze di merito hanno operato una qualificazione – netta ma, per la verità, non motivata – in termini di dichiarazione di scienza<sup>6</sup>; di contro si è ravvisata in dottrina, una sostanziale difficoltà definitoria<sup>7</sup>.

Quanto alla posizione della Corte di Cassazione, essa si è limitata ad affermare che non si tratta di dichiarazione confessoria “*in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo*” (pag. 14, sentenza 12138/2009).

Possiamo prendere le mosse da tale osservazione per porre un punto (si crede) certo: la dichiarazione di operatore qualificato non è una dichiarazione confessoria<sup>8</sup> e ciò non solo per la ragione, appena riferita ed affermata dalla Suprema Corte, che essa non ha ad oggetto un fatto obiettivo, ma presenta, invece, un contenuto sostanzialmente valutativo

---

<sup>5</sup> TRABUCCHI, Istituzioni di Diritto Civile, Padova, 2005, 85 e ss.

<sup>6</sup> Tribunale di Novara, 18 gennaio 2007, n. 23 in [www.altalex.com](http://www.altalex.com).

<sup>7</sup> SANGIOVANNI, *Commento a Cass. Civ. 12138/2009*, in [www.tidona.com](http://www.tidona.com): “*si giunge alla amara conclusione che la dichiarazione di operatore qualificato non solo non è una dichiarazione di volontà (questo è fuor di dubbio), ma non è nemmeno una dichiarazione di scienza. Si tratta della mera esposizione di un giudizio od opinione personale*”.

<sup>8</sup> A voler diversamente opinare, la dichiarazione soggiacerebbe comunque agli stretti limiti di revocabilità previsti dall'art. 2732 c.c.: errore di fatto o violenza.

(essendo, com'è evidente, quantomeno la dichiarazione di “competenza” di chicchessia, frutto di un giudizio più o meno condivisibile), ma anche per l'ulteriore motivo che il “fatto” (in realtà, il giudizio) dichiarato non è, come vuole l'articolo 2730 c.c. in tema di confessione, sfavorevole al dichiarante e favorevole all'altra parte.

Infatti, se è vero che in una prospettiva per così dire “patologica”, e cioè nell'ambito di contenzioso, la dichiarazione di competenza ed esperienza può produrre effetti (pratici) sfavorevoli al dichiarante è altrettanto vero che essa, per sua natura, sfavorevole non è ed anzi può produrre – sul presupposto della sua rispondenza al vero – un vantaggio per ambo le parti: *“è infatti intuitivo che trattare un investitore esperto alla stessa stregua di un cliente ordinario può risolversi nell'applicazione di regole del tutto inutili e, per tale via, in un dannoso dispendio di risorse, tanto per l'intermediario, quanto per l'investitore: il primo sconterà gli oneri inevitabilmente conseguenti alla necessità di assicurare il rispetto di regole pervasive e dalla portata a volte molto circostanziata; il secondo subirà gli svantaggi derivanti, ad esempio, da un rallentamento nell'esecuzione delle operazioni o dall'incremento dei costi dell'intermediario”*<sup>9</sup>.

Ciò precisato, lo stesso argomento svolto dalla Suprema Corte vale a escludere, a nostro avviso, che la dichiarazione in parola possa essere sussunta nella categoria generale delle dichiarazioni di scienza, di cui, come pure si è detto, quella confessoria è una *species*; si è visto, infatti, che per l'insegnamento tradizionale, è dichiarazione di scienza la dichiarazione che ha la funzione di affermare ciò che è o ciò che si sa; insopprimibile è dunque il riferimento a una realtà fattuale, poiché anche “quel che si sa” non è frutto di un giudizio, ma resta una circostanza, sia pure, in ipotesi, di cui si è indirettamente venuti a conoscenza.

E', dunque, condivisibile – *in parte qua* – quell'opinione che ritiene di escludere la dichiarazione *ex* articolo 31 Regolamento Consob 11522/98 dal novero delle dichiarazioni in parola.

Resta da esaminare, dunque, se si possa ricondurre tale atto alla ulteriore categoria degli atti negoziali.

E' bene chiarire, a tale riguardo, che la posizione negativa da taluno assunta, sul presupposto che dichiarazione di volontà (termine usato, pare di capire, come sinonimo di atto negoziale) sia esclusivamente *“la dichiarazione diretta alla conclusione di un contratto avente un certo*

---

<sup>9</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 147.

*contenuto*” (cfr. SANGIOVANNI, *op. cit.*) non pare condivisibile, essendo quella degli atti negoziali categoria di portata ben più ampia, che non si esaurisce certo nelle dichiarazioni contrattuali.

Atti negoziali, ripetiamo nozioni istituzionali, sono quelle manifestazioni di volontà dirette a ottenere determinati effetti giuridici, nei quali le modificazioni delle situazioni giuridiche sono direttamente legate alla volontà di chi pone in essere l’atto.

Ebbene, non può negarsi, a nostro avviso, che nella dichiarazione di operatore qualificato sia presente – o debba essere presente - assieme alla componente valutativa, una componente volitiva posto che con essa – che si inquadra, per regola, nel complesso delle trattative e dei contatti volti alla conclusione di un contratto su strumenti finanziari – il legale rappresentante della società cliente vuole, dando atto di competenza ed esperienza della società rappresentata, l’applicazione dello statuto, e delle regole meno stringenti, dell’operatore qualificato.

Volizione, dunque, non solo del rilascio della dichiarazione in sé, ma anche dei suoi effetti giuridici, in piena coerenza con la definizione data di “atto negoziale”.

Un ulteriore argomento a sostegno della conclusione raggiunta è poi, a nostro avviso, l’individuazione, operata dalla normativa regolamentare, del legale rappresentante della società/persona giuridica, quale soggetto deputato a rilasciare, per iscritto, la dichiarazione in parola.

E’ ricorrente, nella giurisprudenza di merito, l’affermazione secondo la quale la scelta del legale rappresentante deriverebbe dal fatto che egli, meglio degli altri, conosce la realtà sociale, e sarebbe, dunque, “*il più titolato ad esprimersi in merito*”.

Tale affermazione, tuttavia, non soddisfa.

Non soddisfa poiché è dato di comune esperienza - dato che di certo al legislatore secondario, anche per la sua particolare preparazione in materia, non può essere sfuggito – che, quantomeno nelle società di capitali a base sociale non ristretta, il legale rappresentante può non essere affatto il soggetto più informato in merito alla concreta operatività finanziaria della società e alle risorse, tecniche e umane, di cui essa dispone in tale settore.

Conoscenza che, invece, possiedono (o dovrebbero possedere) senz’altro altre figure del *management* aziendale, quali, ad esempio, il direttore generale o il direttore finanziario.

Ciò detto, per quale ragione, dunque, si è voluto che fosse, precisamente, “*il legale rappresentante della società*” a rilasciare la dichiarazione “*di operatore qualificato*”?

A tale domanda, per quanto sin qui detto, pare di poter così rispondere: perché il legale rappresentante è, per definizione, il soggetto legittimato a esprimere nei confronti dei terzi, e dunque dell’intermediario finanziario, la volontà della società e a impegnarla<sup>10</sup>.

La scelta, insomma, non pare casuale e sta a dimostrare una considerazione privilegiata, da parte della Consob, del momento volitivo della dichiarazione rispetto a quello (ri)cognitivo, fornendo un ulteriore, significativo elemento in favore della classificazione della dichiarazione *ex* articolo 31 Regolamento Consob 11522/98 *sub specie* di atto negoziale.

### **I rimedi processuali a disposizione del cliente: in particolare, l’azione di annullamento**

Assunto, a fondamento della nostra analisi, questo punto fermo, possiamo tornare all’esame della posizione assunta dalla più recente giurisprudenza di merito, sulla scorta del *dictum* della Suprema Corte, circa i rimedi concessi al cliente che voglia privare d’effetto la dichiarazione resa ai sensi dell’articolo 31 Regolamento Consob 11522/98.

Sul punto, occorre dire, la Cassazione giunge alla conclusione senza, tuttavia, esporre l’*iter* logico seguito; semplicemente, il cliente dovrebbe soddisfare “*l’onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti (competenza ed esperienza, ndr) e la conoscenza da parte dell’intermediario delle circostanze medesime*”.

Non è dato capire, tuttavia, quale sia lo strumento processuale richiesto a tal fine; si vuole forse intendere che sia sufficiente la semplice deduzione, al di fuori di qualsiasi specifica domanda proposta e coltivata dalla parte, della discordanza fra il vero e il dichiarato?

Un tanto non è, a nostro avviso, sostenibile e ciò risulta vieppiù evidente se si accetta la classificazione della dichiarazione in parola quale atto negoziale.

---

<sup>10</sup> In tale senso, ci pare assolutamente corretta ed opportuna, l’osservazione svolta nella ormai non più recente sentenza del Tribunale Milano del 20 luglio 2006 – Est. Puliga – (in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)), secondo la quale “*il dato normativo...riconduce(ndo) in sostanza alla responsabilità di chi amministra, ed esprime nella realtà giuridica la volontà della società, gli effetti di una tale dichiarazione, come avviene nella generalità della gestione, ordinaria o straordinaria che sia*”.



Qui, di fatto, siamo in presenza di una dichiarazione materialmente resa da un soggetto abilitato a rappresentare, di fronte ai terzi, la società e dunque tale da ingenerare un affidamento particolarmente qualificato nella controparte.

Né si dimentica che vige in materia contrattuale, come perspicuamente ricordato in Tribunale di Mantova, 9 giugno 2005, *“un dovere per le parti di comportarsi secondo le regole della correttezza, ai sensi anche dell’art. 1175 c.c., implicante, alla stregua del principio di autoresponsabilità, l’obbligo di non rilasciare dichiarazioni non veritiere e tali da poter trarre in inganno la controparte”*<sup>11</sup>.

Sul punto, si è detto, la Corte di Cassazione ha taciuto, ma si dubita che una simile impostazione sia coerente col sistema.

Al contrario pare di poter affermare – se si accetta la natura negoziale della dichiarazione di operatore qualificato – che incomba sulla società cliente l’onere di farla oggetto di una specifica domanda giudiziale.

Quale essa possa essere è intuibile; esclusi

- la nullità dell’atto per vizio di forma (stiamo, evidentemente, considerando l’ipotesi di dichiarazione correttamente resa per iscritto dal legale rappresentante);
- la nullità cd virtuale, per violazione di norme imperative, secondo l’insegnamento delle sentenze cd gemelle della Suprema Corte del dicembre 2007;
- la risoluzione per inadempimento, poiché essa presuppone, come noto, che ci si trovi in presenza di una alterazione dell’equilibrio tra le attribuzioni patrimoniali di un contratto a prestazioni corrispettive e ciò può dirsi, semmai, del contratto cd “quadro” o dello specifico contratto d’investimento, non già di una dichiarazione unilaterale;
- ancora, i rimedi risarcitori, poiché il danno risarcibile – sia a titolo contrattuale, sia precontrattuale – è, in ipotesi di prestazione di servizi d’investimento, frutto dell’operazione (in tesi) viziata e non di una dichiarazione (al più) prodromica, qual è quella in discorso; la quale, in sé e per sé considerata, non è suscettibile di produrre alcun danno.

Non resta che concludere per l’ipotesi di annullamento e, in particolare, di annullamento per errore, pur non potendosi escludere l’ipotesi del dolo, sulla quale, tuttavia, qui non ci soffermeremo<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Tribunale di Mantova, 9 giugno 2005, rel. Bernardi, in *www.ilcaso.it*.

<sup>12</sup> Per ragioni di economia di trattazione ci limitiamo a considerare l’ipotesi di annullabilità per errore, ma le stesse considerazioni valgono – attesa la parziale sovrapposibilità della disciplina – anche per il caso d’annullabilità per dolo.

Dunque, ci pare di poter sostenere che il cliente – società o persona giuridica - che voglia superare l'effetto di minor tutela scaturente dal rilascio della dichiarazione “di operatore qualificato” debba ritualmente proporre in giudizio, a tal fine, espressa domanda di annullamento per errore.

Per tale via, crediamo, si può giungere, di fatto, (i) agli stessi esiti, in tema di allegazione e prova, cui giunge, nella più volte citata sentenza 12138/2009, la Corte di Cassazione nonché (ii) ad alcune ulteriori conseguenze, proprie dell'istituto dell'annullabilità, che rendono meno “evanescente”, sul piano dell'efficacia, la dichiarazione di operatore qualificato, e che subito andremo ad illustrare.

L'affermazione *sub* (i) discende, ovviamente, dalla considerazione delle regole dettate in materia di azione di annullamento per errore; l'errore, come noto, deve essere rilevante, e cioè essenziale e riconoscibile.

Sotto il profilo dell'essenzialità viene in rilievo non solo l'errore derivante dalla falsa rappresentazione, da parte del dichiarante – in questo caso, il legale rappresentante della società o della persona giuridica – della “competenza ed esperienza”, ma anche, pare di poter dire, l'errore di diritto di cui al n. 4 dell'articolo 1429 c.c., ovvero l'errore del dichiarante sugli effetti giuridici della dichiarazione stessa, che in tesi l'abbia determinato a rilasciarla.

Quanto alla riconoscibilità, il riferimento, è ovviamente, alla regola dell'articolo 1431 c.c., e dunque a un criterio di normale diligenza che tuttavia va parametrato, come vuole la norma, anche alla qualità dei contraenti e ciò non solo nel senso di pretendere, da parte dell'intermediario operatore professionale, un *quid pluris* di attenzione, ma anche di bilanciare tale considerazione con la natura “qualificata” della dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante della società o della persona giuridica, e dunque del particolare affidamento che essa può ingenerare nella controparte.

Tutto ciò deve poi coordinarsi con le ordinarie regole in materia di allegazione e prova nel processo, per cui incombe su chi affermi l'annullabilità del negozio per errore di dedurre e dimostrare l'esistenza dell'errore, il suo carattere essenziale e la sua riconoscibilità in capo alla controparte; ricordandosi altresì che tale regime non è mutato dall'articolo 23 del TUF che si applica, *expressis verbis*, ai soli giudizi risarcitori in materia di prestazione di servizi d'investimento, e non anche alle azioni costitutive, qual è quella che ci occupa.

Dunque: spetta alla società cliente provare che la dichiarazione è frutto di errore – perché essa non corrisponde al vero (pur nei limiti del suo contenuto valutativo) – e che la banca poteva riconoscere tale errore.

La conclusione pare coerente con quanto ritenuto dalla Corte di Cassazione: gli oneri di allegazione e prova gravano sul cliente che intenda superare gli effetti della dichiarazione “di operatore qualificato”; e l’applicazione della regola sulla distribuzione dell’onere della prova, di cui all’articolo 2697 c.c., merita rigorosa applicazione, evitandosi quelle incertezze (frutto, a nostro avviso, di una non chiara ricostruzione della fattispecie) che hanno portato i Giudici, anche di legittimità, a valorizzare, anziché la mancata prova da parte dell’attore, la prova contraria (a rigore superflua) offerta dal convenuto.

Venendo ora agli specifici oneri di allegazione e prova dell’erroneità della dichiarazione, occorre dire che la varietà delle fattispecie concrete rende pressoché impossibile stabilire *a priori* un elenco di elementi che potranno essere valorizzati dal cliente; a titolo esemplificativo si possono citare (considerando l’ipotesi di cliente-società di capitali):

- i dati di bilancio, e in particolare una struttura finanziaria elementare, o comunque non complessa;
- l’assenza di un collegio sindacale e/o di eventuali revisori dei conti;
- la mancanza di una pregressa operatività in strumenti finanziari da parte della società (non solo con riferimento ad eventuali contratti su strumenti finanziari derivati);
- l’incompetenza in materia – non solo per gli studi compiuti, ma anche per l’attività concretamente svolta – del legale rappresentante della società;
- la mancanza, nell’organigramma aziendale, di soggetti con specifica competenza in ambito finanziario/contabile;
- l’insussistenza di operazioni straordinarie di natura finanziaria;
- l’assenza di operazioni su mercati esteri, che comportino rischi valutari da “coprire”;
- l’assenza di rapporti di gruppo con soggetti con specifica esperienza e competenza in materia di strumenti finanziari.

Si tratta ovviamente di elementi la cui rilevanza è affidata alla concreta valutazione del Giudice e che possono trovarsi, nella pratica, variamente combinati fra loro.

Quanto alla riconoscibilità, il discorso è semplice: si tratta, infatti, in quasi tutti i casi, di dati cui l’intermediario ha facile accesso, in quanto

desumibili dal bilancio della società o – in caso di rapporti già consolidati fra la banca ed il cliente – dalla quotidiana operatività della società e dai continui contatti che si instaurano, nella prassi, fra gestore e cliente *corporate*.

Ove gli elementi addotti non fossero, peraltro, risultanti da documenti pubblici in possesso dell'intermediario, graverà sul cliente l'onere di una puntuale dimostrazione della loro conoscenza o conoscibilità da parte della banca, se del caso anche a mezzo di prove orali, al fine di consentire al Giudice di valutare effettivamente la riconoscibilità, che altrimenti rischia di divenire un'affermazione apodittica, fondata sull'assunto che l'intermediario è operatore professionale, che per definizione riconosce – o può riconoscere – l'errore.

Quanto poi a quelle ulteriori conseguenze cui si è fatto cenno *sub* (ii), il richiamo alla disciplina codicistica dell'azione di annullamento non è privo di conseguenze, anche pratiche, di un certo rilievo.

Si consideri, anzitutto, il termine per l'esercizio dell'azione; laddove, infatti, il generico riferimento all'inefficacia della dichiarazione contraria al vero appare, anche nell'orientamento della giurisprudenza di legittimità, del tutto svincolato da qualsiasi termine decadenziale o prescrizione, l'applicazione del capo XII del libro IV del Codice Civile comporta, inevitabilmente, la prescrizione quinquennale dell'azione, soltanto mitigata dal secondo comma dell'articolo 1442 c.c., a mente del quale il termine, in caso di annullabilità per errore (o per dolo) decorre dalla scoperta dell'errore da parte del soggetto legittimato ad agire.

La scoperta dell'errore non potrà essere *sic et simpliciter* collegata alle perdite subite ma dovrà esserci una deduzione – e la relativa prova – di circostanze tali da consentire la collocazione in un preciso momento storico della scoperta dell'errore poiché quello costituisce il *dies a quo* dell'azione di annullamento.

Altra conseguenza è quella derivante da una possibile applicazione (eventualmente, in via analogica) del disposto di cui all'articolo 1444 c.c. in tema di convalida di negozio annullabile.

## **Il caso di successione di più dichiarazioni nel corso del tempo**

A tal proposito si ritiene possa venire in rilievo il caso di pluralità di dichiarazioni “di operatore qualificato” rilasciate, nel corso del tempo, da uno stesso soggetto.

Invero, si è visto che non è infrequente una certa prassi che in diversi casi è stata adottata dagli intermediari, di richiedere a una medesima società il rilascio di più dichiarazioni attestanti la qualifica richiesta, tipicamente in concomitanza con l'effettuazione dell'operazione in strumenti finanziari della quale si intende trattare e, pertanto, con il rilascio di una dichiarazione per ogni singola operazione da effettuare.

Si tratta di una mera prassi che, seppur diffusa, non trova origine nel dettato normativo, il quale, nel porre la disciplina per l'acquisto della qualità di operatore qualificato da parte di società e persone giuridiche (non rientranti, s'intende, nel novero degli operatori finanziari, qualificati *ex suiibus*) non sembra imporre una reiterazione della dichiarazione in parola.

Dall'esame della giurisprudenza di merito che negli anni ha trattato l'argomento si evince che non è stata di norma attribuita alcuna particolare rilevanza a tale specifica circostanza.

Un argomento di discussione potrebbe essere rappresentato, tuttavia, dalla considerazione sul se il reiterato rilascio di tale dichiarazione da parte di un soggetto qualificabile come operatore qualificato non possa essere considerato come un elemento di autosufficienza della medesima.

In particolare, la presenza di una molteplicità di dichiarazioni rilasciate di volta in volta da un soggetto in corrispondenza con ogni singola operazione da porre in essere, potrebbe essere interpretata come convalida della originaria dichiarazione eventualmente ritenuta non valida ad attribuire la qualifica di operatore qualificato in quanto mancante del requisito oggettivo della specifica competenza ed esperienza richieste dal Regolamento Consob, realizzando in tal modo una sanatoria dell'atto potenzialmente annullabile; più ancora, la convalida potrebbe riguardare un'eventuale, originario errore circa gli effetti della dichiarazione, ovverosia circa la disapplicazione dell'ordinario statuto di protezione del cliente.

Va da sé che ove il cliente ritenesse di essere incorso in errore riconoscibile nel rilasciare ogni singola dichiarazione sarà onerato di impugnarle tutte.

LE CC.DD. COMMISSIONI IMPLICITE O OCCULTE: LICEITÀ E ILLICEITÀ DELLE STESSE;  
RICADUTE SUL DOVERE DI TRASPARENZA E SU QUELLO DI OPERARE NELL'INTERESSE DEL  
CLIENTE. RICADUTE SUL PIANO CONTRATTUALE

*Progetto di relazione*  
di

Marco Rossi

Studio tributario e legale associato Rossi Rossi & Partners – Verona

[www.studiorrp.it](http://www.studiorrp.it)

## CONCLUSIONI

Normalmente si suole porre le conclusioni (appunto) a conclusione di un discorso ma, in questo caso, voglio anticiparle per tentare di dimostrare che, in questo decennio di studio appassionato del diritto finanziario e in particolare dei prodotti derivati, non mi sono ingannato così ingenuamente.

Ecco le quattro conclusioni che cercherò di difendere, anche se sono sicuro che sapranno farlo da sole con la forza dell'evidenza:

- 1) Gli *swap*, al momento della loro stipula, per definizione hanno sempre valore nullo;
- 2) L'eventuale *mark to market* negativo di uno *swap* deve essere riequilibrato con il pagamento di un *up front* di pari valore, altrimenti si viene a formare una cd. commissione occulta (o costo occulto) (di cui si avrebbe evidenza immediata se si chiudesse la posizione subito dopo la stipula);
- 3) Tali commissioni (se occulte, ovverosia non dichiarate al cliente) sono illegittime in quanto contrarie a ogni dovere di buona fede gravante su chiunque (e, in particolare, sulle banche), di trasparenza e di agire sempre nell'interesse del cliente oltre che a quello di contenere i costi a carico degli investitori;

- 4) L'applicazione occulta di commissioni implicite comporta la possibilità di configurare il reato di truffa (nella sua declinazione contrattuale), con la conseguente nullità/annullabilità civilistica del contratto.

## DIFESA DELLE TESI

### 1) Gli *swap*, al momento della loro stipula, per definizione hanno sempre valore nullo

Se è pur vero che un buon vino non ha bisogno di etichette così come un concetto efficace non ha bisogno di esempi, altrettanto vero è che un'etichetta può attestare la qualità del vino e un esempio appropriato può persuaderci della validità di un concetto.

Inizierò, quindi, con un esempio.

#### *Esempio 1:*

v'invito a partecipare a una scommessa a "testa o croce" con una moneta simmetrica contro di me.

Chi perde dovrà pagare all'altro 100 euro. In quest'ipotesi vi aspettereste (*rectius* ci aspetteremmo) di avere il 50% di probabilità di vincere o di perdere.

La scommessa è equa?

La risposta è sì.

Infatti, il suo *Valore Atteso* (VA) è pari a zero.

Il VA di un evento incerto è dato dalla media ponderata dei valori associabili a ciascuna modalità dell'evento stesso, ove il sistema dei pesi è rappresentato dalle probabilità associate a ogni evento:

Applichiamo tale concetto alla scommessa del “testa o croce” e verifichiamo se davvero la scommessa è “alla pari”.

Gli esiti possibili sono due:

- 1) vincere (+100 euro);
- 2) perdere (-100 euro).

Le probabilità di vincere o perdere sono entrambe del 50% (ovverosia 0,5).

Quindi:

<b>Esito</b>	<b>Valore dell'esito</b>	<b>Probabilità</b>	<b>Valore Atteso (VA)</b>
Vittoria	+ 100 €	0,5	+ 50
Sconfitta	-100 €	0,5	-50
Totale probabilità degli esiti dei lanci e Valore Atteso (VA)		1,00	Zero (0)

*Esempio 2:*

Ammettiamo ora che io vi chieda 70 euro di *fee* per partecipare alla scommessa dell'*Esempio 1*.

La scommessa sarebbe ancora equa per voi?



Evidentemente no.

Infatti, il *VA* sarebbe negativo per voi di € 70:

Ove:

la *fee* di - € 70 è sicura al 100% (1), mentre le probabilità di vincita/perdita (restano sempre al 50% (0,5).

Esito	Valore dell'esito	Probabilità	Valore Atteso (VA)
<i>Fee</i>	-70 €	100%	- 70
Vittoria	+ 100 €	0,5	+ 50
Sconfitta	-100 €	0,5	-50
Totale probabilità degli esiti dei lanci e Valore Atteso (VA)		1,00	-70

E' però altrettanto evidente che, in quanto soggetti consapevoli<sup>(1)</sup>, voi non partecipereste mai a questa scommessa (mio malgrado) in quanto vi accorgereste subito della sua iniquità.

---

(1) Ho citato la consapevolezza delle parti non a sproposito in quanto tale concetto è (a mio avviso molto opportunamente) richiamato dalla normativa contabile per definire il *fair value* di uno strumento finanziario. Lo IAS 39 stabilisce che «*Fair value is the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction*» (Il valore equo è il corrispettivo al quale un bene può essere scambiato, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili in una transazione equa). Occorre ricordare, inoltre, che il concetto di valore equo (*fair value*) è stato così esplicitamente recepito dal nostro legislatore (articolo 2427 *bis* del Codice civile "Informazioni relative al valore equo "fair value" degli strumenti

*Esempio 3:*

Dopo che mi avete riferito che non partecipereste mai a una scommessa *unfair* come quella di cui all'*Esempio 2*, vi sorrido (e già questo dovrebbe preoccuparvi) e v'invito a partecipare alla stessa scommessa a "testa o croce" con una moneta asimmetrica contro di me, come nell'*Esempio 1*: chi vince riceve dall'altro 100 euro e viceversa.

Partecipereste?

A rigor di logica dovrete rispondermi di sì in quanto la scommessa sembra equa come sopra all'*Esempio 1*.

Eppure, dopo 100.000 lanci (o dopo un numero sufficientemente elevato di lanci), vi accorgete (oltre al fatto che ora non sorrido solamente, ma rido) che io ho vinto circa nel 80% dei casi, in (apparente) violazione della Legge dei grandi numeri (o teorema di Bernoulli), secondo la quale (e in termini colloquiali) al crescere del numero delle simulazioni effettuate, la media osservata degli esiti si avvicina sempre di più alla media teorica (50%).

Eppure non vi ho chiesto alcuna *fee* esplicita, come nell'*Esempio 2*.

Cos'è successo?

---

*finanziari*"). Il comma 3 dell'articolo 2427 *bis* stabilisce testualmente che «Il *fair value* è determinato con riferimento:

a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato».

Il comma 5 del medesimo articolo (oggi abrogato dall'art. 1, comma 3, D.Lgs 3/11/2008, n. 173) stabiliva che « Ai fini dell'applicazione del presente articolo e dell'articolo 2428, comma 2, numero 6-bis) per la definizione di strumento finanziario, di strumento finanziario derivato, di *fair value* e di modello e tecnica di valutazione generalmente accettato, si fa riferimento ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell'Unione europea».

Ho semplicemente cambiato senza dirvelo (ovverosia in modo occulto) le probabilità associate agli esiti della scommessa, utilizzando una moneta asimmetrica a differenza di quella simmetrica utilizzata nell'*Esempio 1*.

La moneta asimmetrica (truccata) che ho utilizzato è stata strutturata (ipotizzandone la possibilità materiale) per fornire i seguenti esiti: testa nel 80% dei casi e nei restanti 20% croce.

Evidentemente io ho scelto testa e quindi per voi il Valore Atteso era negativo:

La scommessa, pertanto, non era equa per voi ed era, invece, favorevole per me.

<b>Esito</b>	<b>Valore dell'esito</b>	<b>Probabilità</b>	<b>Valore Atteso (VA)</b>
Vittoria	+ 100 €	0,2	+ 20
Sconfitta	-100 €	0,8	-80
Totale probabilità degli esiti dei lanci e Valore Atteso (VA)		1,00	-60

*Esempio 4:*

Ammettiamo ora che non abbia alcuna intenzione d' approfittare di voi come nell'*Esempio 3* e vi dica apertamente, prima d'iniziare la scommessa, che userò una moneta asimmetrica ovverosia truccata, che fornirà i medesimi esiti dell'*Esempio 3* (80% a mio favore e 20% a vostro favore).

Anche in questo caso (in quanto controparti consapevoli e, in questo caso, debitamente informate) è plausibile pensare che non partecipereste alla scommessa (tralasciando il complesso argomento della propensione soggettiva al rischio).

Possiamo sussumere le scommesse degli esempi appena visti in due macrocategorie:

1) Scommesse **eque** (*fair*):

Scommessa dell'*Esempio 1*.

2) Scommesse **non eque** (*unfair*):

Possiamo ulteriormente suddividere le scommesse non eque, così:

- a. Scommessa esplicitamente ed evidentemente non equa: quella dell'*Esempio 2*;
- b. Scommessa implicitamente e occultamente non equa: quella dell'*Esempio 3*;
- c. Scommessa implicitamente ma evidentemente non equa: quella dell'*Esempio 4*.

Per maggiore chiarezza:

Equa	Non eque		
<i>Esempio 1</i>	Esplicitamente ed evidentemente	Implicitamente e occultamente	Implicitamente ma evidentemente
	<i>Esempio 2</i>	<i>Esempio 3</i>	<i>Esempio 4</i>

Molti dei derivati stipulati tra banche e clienti (imprese ed enti locali) sono assimilabili, nel loro funzionamento finanziario<sup>(2)</sup>, alla scommessa dell'*Esempio 3*.

<sup>(2)</sup> Non, invece, dal punto di vista giuridico posto che l'art. 23 TUF esclude esplicitamente l'applicabilità ai derivati dell'articolo 1933 cod. civ. Il motivo di tale discostamento tra funzionamento finanziario e disciplina giuridica risiede nel fatto che gli swap rappresentano, dal punto di vista giuridico, delle speculazioni

In questi casi, l'intermediario finanziario (avendo a propria disposizione dati e tecnologia per stimare dal mercato le probabilità della "scommessa derivato") struttura una regola di *payoff* del derivato in modo che il suo VA (Valore Atteso) Scontato (VAS) sia negativo per il cliente e favorevole per sé. Poiché il Valore Atteso dipende dall'intreccio delle probabilità e dalla struttura del *payoff*, mentre nell'esempio della moneta è (praticamente) impossibile modificare la moneta in modo che essa restituisca gli esiti probabilistici sperati, nei derivati la banca può opportunamente strutturare a suo vantaggio le regole del *payoff* in quanto solo essa è in grado di estrarre dal mercato le probabilità degli esiti.

In altre e più semplici parole, modificando la struttura (e quindi gli algoritmi che ne governano il *payoff*) del derivato, la banca ottiene, a priori, maggiori probabilità di guadagnare nel futuro (e, simmetricamente, il cliente di perdere).

Non bisogna dimenticare che gli swap (assieme ai *futures*, ai *forwards* e ai *forward rate agreements* e diversamente, invece, dalle *options*) sono contratti lineari in quanto il loro valore finale (*payoff*) dipende in modo lineare dall'attività sottostante. Gli swap, proprio per tale loro natura, consentono di eliminare completamente il rischio mentre i derivati non lineari

---

(meritevoli di tutela nel nostro ordinamento) e non delle semplici scommesse. Nelle speculazioni la valutazione del rischio è fondata su basi razionali o razionalizzabili mentre nelle scommesse la valutazione del rischio si fonda su basi del tutto irrazionali, tanto che non è possibile determinare un prezzo razionale. Tuttavia la conferma che, dal punto di vista strettamente finanziario, i derivati siano assimilabili alle scommesse ci deriva dallo stesso articolo 23 Tuf, il quale precisa che l'articolo 1933 del Codice civile non si applica ai derivati solo quando essi sono stipulati «*Nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento*». La stessa giurisprudenza (soprattutto ambrosiana), prima dell'introduzione del principio dell'inapplicabilità ai derivati dell'articolo 1933 del Codice civile, aveva riconosciuto l'assimilabilità (dal punto di vista del funzionamento) dei derivati alle scommesse. Non bisogna dimenticare, infatti, che in ogni derivato è immancabilmente insita una presa di posizione delle parti su un evento futuro e incerto (speculazione), così come confermato anche dalla Corte di Cassazione, sentenza 19 maggio 2005, n. 10598 «Un giudice straniero l'ha definito come "il contratto attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una, o più date prefissate, due somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (generalmente tassi di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Di regola, alla scadenza o alle scadenze concordate, viene effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di una compensazione volontaria. Il contratto di swap comporta necessariamente un profitto o una perdita a seconda della fluttuazione dei tassi di interesse e/o di cambio ed è sempre sorretto da un intento speculativo (così House of Lords Gran Bretagna, 24/01/1991, Hazell C. Hammersmith)».

consentono di eliminare solo la parte negativa del rischio (*downside risk*) ma ne lasciano inalterata la parte positiva (*upside risk*).

Anche per questo motivo il costo dei derivati lineari è per principio nullo mentre i derivati non lineari costano.

Ad esempio quando si compra un'opzione (per esempio un *interest rate cap* sui futuri tassi d'interesse) si sostiene un costo iniziale (il premio) a fronte di benefici futuri.

Mentre lo swap potrà avere in futuro un valore positivo o negativo, il *cap* non potrà mai avere un valore negativo.

Per comprendere tale differenza si può pensare all'opzione (derivato non lineare) come a una scommessa in cui gli esiti per il cliente possono essere solamente due: vittoria di 100 euro (in caso di testa) oppure nulla (in caso di croce). In quest'ipotesi, entrare nella scommessa avrebbe un costo immediato di 50 euro in quanto la scommessa può portare solo a esiti positivi e mai negativi.

Nello swap, invece, la scommessa avrebbe un *payoff* diverso: un guadagno di 100 euro in caso di testa e una perdita di 100 euro in caso di croce.

Il concetto del valore nullo dei derivati è un concetto fondamentale in finanza e significa che, al momento della stipula, il valore attuale dei flussi attesi che dovranno essere pagati da una parte contrattuale è pari al valore attuale dei flussi attesi che dovranno essere pagati dall'altra parte.

Per un IRS *plain vanilla fixed to floating*, per esempio, ciò significa che lo *swap rate* (ovverosia il tasso fisso pagato da una parte) è determinato in modo tale che il valore attuale dei flussi che verranno pagati sulla gamba fissa è pari al valore attuale dei flussi attesi sulla gamba variabile del derivato.

La Consob (nell'Allegato 3 al Regolamento 11552/98, parte B, n. 4.1) ha ribadito questo concetto fondamentale:

Alla stipula del contratto, il valore di uno *swaps* è sempre nullo ...

Come pure ha fatto la migliore dottrina internazionale finanziaria:

Gli *swaps* sui tassi di interesse hanno un valore nullo, o prossimo a zero, nel momento in cui vengono negoziati (J. C. HULL)

All'origine, il valore dello *swap* è nullo (M. RUBINSTEIN)

Lo stesso dicasi per la dottrina giuridica italiana:

Il valore di mercato dello *swap* al momento in cui viene concluso deve essere pari a zero ...

Se così non fosse vorrebbe dire che i pagamenti che una delle due parti si impegna a fare sono maggiori di quelli che riceverà dalla controparte. Il contratto di *swap*, quindi, risulterebbe non equo per uno dei due contraenti (MATTIELLO, REBECCA, SPILLER, TRIBAN).

Se il discorso si tiene su un piano strettamente finanziario è evidente che un contratto Irs, al momento della sua sottoscrizione, dovrebbe dare a ciascuna delle parti il 50% delle probabilità di "vittoria", cioè il mark-to-market iniziale dell'operazione dovrebbe essere nullo. Quando questo non avviene, al fine di riequilibrare il contratto, la parte che ha

maggior probabilità di guadagnare deve pagare all'altra una somma (l'up-front) (M. TRUDU)

Tale valore nullo (al momento della stipula) viene comunemente detto *mid-market price* e rappresenta il *benchmark transaction price* per ogni transazione in derivati.

Le banche hanno cercato di "aggirare" tale principio fondamentale, affermando che, nel momento in cui viene stipulato un derivato, esse sostengono dei costi, i quali giustificano un *mtm* negativo per i clienti.

I costi richiamati dalle banche rientrano nelle seguenti categorie:

- *hedging costs (bid-ask o bid-offer spread)*. Di solito le società non finanziarie non entrano direttamente in contatto per la stipula di uno *swap* ma ognuna di esse tratta con un intermediario, il quale, al fine di coprire il rischio, vende (*bid*) e acquista (*ask*) i due derivati di segno opposto stipulati con le due società a due prezzi diversi. Di solito, il differenziale tra i due prezzi denaro-lettera (*bid-ask spread*) si aggira intorno a 3-4 bp (0,03% – 0,04%);

- *cost of credit (credit risk)*: si tratta dei compensi richiesti dalla banca per compensare il *credit risk* ovvero il rischio che la controparte contrattuale fallisca. Osservo, però, che se si volesse prendere in considerazione questo rischio sarebbe doveroso calcolare anche quello gravante sulla banca (facilmente calcolabile, in molti casi, con i *CDS spreads*) e non solo quello gravante sulla società cliente (molto spesso difficile da calcolare in quanto si tratta di società non quotate). Inoltre, la banca dovrebbe tenere in conto eventuali garanzie offerte dal cliente;

- costi amministrativi;



- *profit margin*: si tratta del profitto richiesto dalle banche per entrare in una operazione derivata;

- *origination*: si tratta dei costi di creazione del prodotto derivato.

**2) L'eventuale *mark to market* negativo di uno *swap* deve essere riequilibrato con il pagamento di un *up front* di pari valore, altrimenti si viene a formare una cd. commissione occulta (o costo occulto)**

Assunto come principio di base quello della necessità di stipulare un derivato al *fair value* è evidente la constatazione che quasi mai i derivati scambiati nei mercati OTC in Italia lo sono stati a valore nullo.

Quasi sempre gli *swap* hanno avuto per il cliente un *mtm* negativo al momento della stipula.

In realtà tale circostanza non avrebbe nulla di patologico qualora la parte avvantaggiata dalle condizioni contrattuali (*id est* la banca) provvedesse ad accreditare alla parte svantaggiata (cliente) una somma di denaro (detta *up front*) pari al valore del *mtm*. In questo caso, l'*up front* costituirebbe il primo *cash flow* positivo per il cliente, che andrà ad aggiungersi agli eventuali altri flussi di cassa attesi della gamba del derivato che questi dovrà pagare.

In questo modo, il contratto derivato viene finanziariamente riequilibrato e torna a essere una “scommessa equa”.

In caso contrario, la parte avvantaggiata (normalmente la banca) continua a rimanerle all'insaputa del cliente, il quale è convinto di stipulare un contratto *fair*.

Si parla, quindi, di costi (o commissioni) impliciti (perché inglobati nel contratto) e occulti (perché non dichiarati al cliente) applicati dalle banche.

Tale fenomeno del *mispricing* dei derivati si è formato con modalità diverse tra enti locali e imprese. Ai primi è stata pagata una parte dell'*up front*, che gli enti locali (strozzati dal Patto di stabilità) hanno utilizzato illecitamente per spese correnti, mentre alle seconde non è mai stata accreditata alcuna somma.

Occorre sottolineare che tale meccanismo è stato applicato a ogni stipula originaria di derivato ma anche nei successivi *unwinding*, creando un fenomeno di progressione cumulativa delle commissioni occulte.

**3) Tali commissioni (se occulte) sono illegittime in quanto contrarie a ogni dovere di buona fede gravante su chiunque e, in particolare, sulle banche oltre che ai doveri di trasparenza e di agire sempre nell'interesse del cliente.**

La difesa del sistema bancario, il quale afferma che, con la stipula dei derivati, le banche sostengono dei costi e si assumono dei rischi che vanno retribuiti, è assolutamente condivisibile in principio.

Ritengo che nessuno possa fondatamente pensare che le banche si debbano assumere costi e rischi senza essere compensate e senza poter pretendere un profitto dall'attività svolta.

Mi spingo oltre affermando che tali compensi (commissioni) possono anche essere implicitamente inglobati nel contratto swap.

Il problema riguarda la trasparenza. Occorre cioè che il cliente ne sia consapevole (e con ciò ritorniamo alla definizione stessa di *fair value* di cui allo IAS 39).

Affinché questi costi (o compensi), seppur impliciti, possano essere considerati leciti è necessario che la banca li renda palesi alla controparte cliente e soprattutto che su di essi vi sia l'incontro della volontà delle parti (l'accordo di cui all'articolo 1325 del codice Civile).

La questione, pertanto, non è che tali costi siano espliciti o siano *embedded* (impliciti) ma che siano dichiarati al cliente ovvero sia che il cliente ne sia consapevole (non occulti).

Mi sembra evidente che l'occultamento da parte delle banche di tale elemento essenziale (il prezzo e quindi il rischio del derivato) è contrario al principio di buona fede contrattuale, di trasparenza e di operare sempre nel migliore interesse del cliente, riducendo i costi.

Su quest'ultimo aspetto, l'applicazione di costi occulti sembra violare apertamente l'articolo 26 Regolamento Consob 11522/98 (rubricato "*Regole generali di comportamento*"), applicabile anche nei confronti degli operatori qualificati (o dichiaratisi tali), secondo cui le banche hanno l'obbligo di operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile.

#### **4) L'applicazione occulta di commissioni implicite comporta la possibilità di configurare il reato di truffa (nella sua declinazione contrattuale), con la conseguente nullità civilistica del contratto**

Qualora la banca non abbia dichiarato alla controparte la presenza di tali commissioni implicite, si possono configurare diversi problemi sul piano civilistico:

1. La nullità del contratto per difetto di accordo su uno dei suoi elementi essenziali (il prezzo), ai sensi degli articoli 1418 e 1325 n. 1 del Codice civile;

2. La nullità del contratto per indeterminatezza dell'oggetto, ai sensi degli articoli 1418 e 1325 n. 2 del Codice civile. Sul punto (e in tema di opzioni) il Tribunale di Brindisi ha affermato che è nullo per indeterminatezza del suo oggetto il contratto d'opzione in cui non viene specificato il premio;
3. La configurabilità del reato di truffa (contrattuale) aggravata e quindi la nullità/annullabilità del contratto;
4. La responsabilità risarcitoria (e/o la risoluzione dei contratti swap) per la violazione da parte delle banche degli obblighi di trasparenza e di agire nell'interesse del cliente;

1. Sul primo aspetto le banche sono solite affermare che solamente la nuova disciplina (post MiFID) ha previsto un preciso obbligo di *unbundling* del prezzo, col conseguente obbligo di specificare i costi per commissioni e il *fair value* del prodotto derivato, mentre nella precedente disciplina l'articolo 32 Regolamento Consob 11522/98 prevedeva, al 5 comma: «*Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione*».

In realtà, proprio l'articolo 32 imponeva alle banche (e non si potrebbe pensare diversamente se non a rischio di abrogare implicitamente il principio di buona fede e quello della necessità del consenso delle parti per la consapevole conclusione di un contratto) di specificare l'eventuale valore negativo del derivato nonché la loro disponibilità a concluderlo senza retrocedere al cliente alcun *up front*.

Solo in questo caso il cliente avrebbe potuto esprimere un consenso informato.

2. Sul secondo punto non mi sembra vi siano aspetti che potrebbero essere oggetto di contesa, visto che è principio assodato nel nostro ordinamento giuridico quello in base al quale il consenso delle parti di un rapporto sinallagmatico debba formarsi necessariamente sugli elementi essenziali di un contratto (com'è il "prezzo" di uno strumento finanziario derivato).

3. Sul terzo aspetto osservo che, secondo giurisprudenza costante, il reato di truffa (nella sua specie contrattuale) può configurarsi anche nel caso di silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di un soggetto, che abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con l'ordinaria diligenza.

Sul punto Cass. pen., sez. II 30-10-2009, n. 41717 *«Gli artifizii o i raggiri richiesti per la sussistenza del reato di truffa contrattuale possono consistere anche nel silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con ordinaria diligenza»* e Cass. pen., sez. II 02-11-2005, n. 39905 *«In materia di truffa contrattuale, anche il silenzio, maliziosamente serbato su alcune circostanze rilevanti sotto il profilo sinallagmatico da parte di colui che abbia il dovere di farle conoscere, integra l'elemento oggettivo del raggio, idoneo a determinare il soggetto passivo a prestare un consenso che altrimenti avrebbe negato»*.

Quand'anche fosse vera la tesi sostenuta dal sistema bancario, occorrerebbe fare i conti con quanto stabilito dalla giurisprudenza di legittimità (Cass. pen., sez. II 22-12-2008, n. 47623), secondo la quale *«Sussiste il reato di truffa "contrattuale" anche nell'ipotesi in cui venga pagato un giusto corrispettivo a fronte della prestazione truffaldinamente conseguita, posto che l'illecito si realizza per il*

*solo fatto che la parte sia addivenuta alla stipulazione del contratto, che altrimenti non avrebbe stipulato, in ragione degli artifici e dei raggiri posti in essere dall'agente».*

Con specifico riferimento alla truffa contrattuale collegata alla stipula di derivati finanziari, i primi due precedenti che hanno ravvisato la truffa nella stipula di tali contratti sono quelli della Corte d'Appello di Milano, in cui si parla di “truffa auto-evidente” e di “patacche” in riferimento al rapporto *profit & loss* di alcuni contratti derivati nonché della Corte di Cassazione, che ha confermato nel merito la sussistenza del reato, salvo dichiararne l'estinzione per intervenuta prescrizione.

4. E' evidente che l'applicazione occulta di costi comporta la violazione del principio di buona fede nella trattativa e nella stipula del contratto nonché la violazione dei principi generali di comportamento imposti dalla normativa di settore.

Nei primi tre casi sopra esposti, la conseguenza è la nullità del contratto anche se non mancano voci contrarie in riferimento alla terza ipotesi del contratto truffaldino, per il quale si parla di annullabilità del contratto (ai sensi dell'articolo 1439 del Codice civile).

A dire il vero, proprio con riferimento a un contratto truffaldino, la giurisprudenza ha ritenuto applicabile la sanzione più grave (Cass. civ., sez. II 15-06-1999, n. 5917).

Nel quarto caso, invece, in base all'insegnamento della Corte di Cassazione a Sezioni Unite (26724 e 26725 del 19/12/2007) si potrà configurare una responsabilità risarcitoria della banca e/o la risoluzione degli eventuali contratti derivati ancora in corso di esecuzione.

Tralascio, perché esorbitante dall'obiettivo di questa breve relazione e nell'auspicio di un nuovo incontro, l'analisi della possibilità che, per mezzo di commissioni occulte, si possa configurare il reato di usura.

## **Ulteriori conclusioni**

In fregio a quanto sopra esposto rilevo che:

- a) Trovo assolutamente legittima la pretesa delle banche di vedersi corrisposto un compenso sia per l'attività svolta sia per gli eventuali rischi che esse si assumono con la stipula dei derivati;
- b) Tuttavia la legge impone alle banche di esplicitare il reale costo (e quindi il rischio) che ha il singolo contratto, al fine di raccogliere l'assenso (informato) del cliente, in modo che questi possa decidere se stipulare il contratto a quel costo/rischio e di valutare se i costi richiesti dalla banca siano accettabili o meno (e/o concorrenziali rispetto ad altri istituti di credito);
- c) In mancanza di tale esplicitazione, il contratto diviene opaco (grazie alla profonda asimmetria informativa tra le parti) e viene a mancare il consenso di una delle parti del rapporto;
- d) Da ciò può discendere anche la configurabilità di un comportamento penalmente rilevante da parte degli istituti di credito, che sfruttano l'asimmetria informativa (anche con modalità semplicemente omissive).

## *Giudizi in materia di strumenti finanziari derivati e clausole compromissorie*

### *Progetto di relazione*

di Ilaria Della Vedova - Studio De Poli – Venezia

[www.studiodepoli.it](http://www.studiodepoli.it)

**La premessa.** In questi ultimi anni si è assistito ad un crescendo nella litigiosità tra investitori ed intermediari in relazione alla contrattazione in strumenti finanziari derivati. Non è infrequente che cause di questo tipo vengano devolute alla cognizione di un Collegio Arbitrale in forza di clausole compromissorie inserite nei contratti quadro predisposti dalle banche. In alcuni casi, possono sorgere questioni di natura processuale se l'investitore ha sottoscritto, in costanza di rapporto, più contratti quadro e, dunque, se non vi è un'unica clausola compromissoria in forza della quale si possano azionare in giudizio tutte le domande che l'investitore intende proporre contro la banca. In particolare, potrebbe non essere possibile attivare un unico procedimento per la definizione di tutte le controversie aventi ad oggetto i vari contratti su strumenti finanziari derivati stipulati tra investitore ed intermediario.

**I contratti quadro e le clausole compromissorie.** Com'è noto, nella prestazione di servizi di investimento l'intermediario e il cliente concludono generalmente, all'atto dell'instaurazione del rapporto, un contratto, con il quale il cliente conferisce all'intermediario un incarico gestorio generale, accettando nel contempo che i futuri rapporti e le modalità di espletamento degli incarichi conferitigli dal cliente vengano disciplinati nei termini fissati dal prestatore dei servizi, puntualmente riprodotti nel documento che suggella l'accordo. Invero, quelli tra cliente ed intermediario sono tendenzialmente rapporti di durata, nel corso dei quali diversi e numerosi possono essere gli ordini impartiti dal cliente all'intermediario: è dunque coerente con un siffatto tipo di rapporto contrattuale la scelta delle parti di regolamentare – all'inizio del rapporto ed una volta per tutte – la disciplina dello stesso attraverso la conclusione di un accordo (appunto: normativo) nel quale riversare fin da subito le regole che disciplineranno i futuri ordini impartiti dal cliente all'intermediario. Questo accordo viene generalmente definito come contratto quadro e in esso ritroviamo, tra le regole che disciplineranno i singoli contratti su strumenti finanziari che verranno conclusi dalle parti, anche la clausola compromissoria.

Per quanto riguarda i contratti quadro conclusi dopo il 23 ottobre 2007, si dovrà vagliare anzitutto la validità della clausola compromissoria alla luce del disposto dell'art. 6 del d.lgs. 179/2007, il quale stabilisce che *“la clausola compromissoria inserita nei contratti, stipulati con gli investitori, relativi ai servizi e attività di investimento, compresi quelli accessori, nonché i contratti di gestione collettiva del risparmio, è vincolante solo per l'intermediario, a meno che questo non provi che sia frutto di una trattativa diretta”*. La prassi ci dimostra che – nella quasi totalità dei casi – il contratto quadro è predisposto dalla banca e che l'investitore si limita ad aderirvi. Di conseguenza, è possibile che non vi sia stata una trattativa specifica tra le parti circa l'inserimento di una convenzione arbitrale nel contratto quadro e che essa sia dunque inefficace ai sensi della norma su richiamata. Tale strumento di tutela, però, non si applica a tutti gli investitori indiscriminatamente; ai sensi dell'art. 1 del medesimo decreto legislativo, infatti, per “investitori” si intendono gli investitori diversi dai clienti professionali di cui all'articolo 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies*, t.u.f.: di conseguenza l'art. 6



d.lgs. 179/2007 appena citato troverà applicazione solamente nei confronti di quegli investitori classificati – secondo la classificazione entrata in vigore dopo il recepimento della Direttiva MiFID – come “clienti al dettaglio”.

**L’ipotesi di pluralità di clausole compromissorie.** Una volta verificato che la clausola compromissoria è vincolante – o esclusa *ratione temporis* l’applicabilità delle disposizioni di cui sopra – sarà necessario verificare se i contratti su strumenti finanziari derivati che si intendono impugnare siano retti dal medesimo contratto quadro o meno.

Mi riferisco a rapporti caratterizzati da una pluralità di ordini su strumenti finanziari derivati perché l’esperienza ci dimostra come questo tipo di contrattazione – , in particolare, quella avente per oggetto *swap* - sia caratterizzata dalla stipulazione di più contratti che si succedono tra loro in un tempo di media lunghezza. Non è infrequente, infatti, che nel corso della durata del primo contratto derivato si verifichi un evento contrario a quello atteso (oppure che la curva dei tassi di interesse – nel caso di *interest rate swap* – prenda un andamento opposto a quello previsto) e che le parti decidano – spesso, su suggerimento della banca stessa – di estinguere lo strumento finanziario derivato in essere e di sostituirlo con un altro, generalmente più speculativo del precedente, e ciò nel tentativo di recuperare le perdite generatesi in capo all’impresa investitrice per effetto dell’andamento in senso contrario a quello atteso del primo contratto. Quello appena descritto è il meccanismo delle c.d. rinegoziazioni, per effetto del quale il derivato in essere viene sostituito da altri e diversi derivati.

La successione di questi derivati porta con sé, talvolta, anche la successione di differenti accordi normativi, sia per una scelta della banca – come accade quando novità normative o giurisprudenziali impongono alcune messe a punto della disciplina contrattuale – sia per la sopravvenienza di eventi – fusioni, cessioni di rami di azienda ecc. – che traslano il contratto all’interno di una nuova sfera giuridica. Dunque, in alcuni casi il nuovo contratto quadro non ha contenuto identico a quello iniziale. Di conseguenza, ci si può trovare di fronte a contratti retti da contratti quadro di cui solo uno contiene la clausola compromissoria; oppure di fronte a clausole compromissorie diverse. Gli scenari che si possono presentare sono tre. Procederò quindi per ipotesi, per capire in quali casi sia possibile instaurare un unico procedimento.

### 1) **Pluralità di clausole compromissorie di identico tenore**

La prima ipotesi, quella più semplice da risolvere, si ha quando tutti i contratti quadro conclusi tra investitore ed intermediario prevedano la devoluzione delle controversie in arbitrato, sulla base di clausole compromissorie di identico tenore, o comunque contenenti regole non incompatibili tra loro. Ci si deve chiedere, allora, se un procedimento arbitrale possa essere retto da più clausole compromissorie.

La possibilità di instaurare un unico procedimento arbitrale per azionare domande fondate su clausole compromissorie diverse è ammessa in dottrina, in forza dell’argomentazione per cui l’arbitrato si identifica in base alle domande proposte in esso e non in base alla clausola compromissoria. Di conseguenza, si è affermato che la possibilità di instaurare un unico procedimento arbitrale non è preclusa dal fatto che la fonte del potere decisorio degli arbitri rispetto alle domande dedotte in giudizio è contenuta in clausole compromissorie accessorie a contratti diversi: è però necessario – per potersi utilmente attivare un unico procedimento arbitrale - che le varie clausole compromissorie non contengano regole

diverse, ad esempio rispetto al meccanismo di nomina degli arbitri, piuttosto che alla sede dell'arbitrato.

Quanto sostenuto in dottrina è stato confermato anche dalla Corte di Cassazione, nella sentenza del 25 maggio 2007, n. 12321, secondo cui «in materia di procedimento arbitrale, è legittima l'instaurazione di un unico procedimento arbitrale per la risoluzione di controversie connesse nascenti da contratti collegati, contenenti clausole compromissorie di identico contenuto, e la cui risoluzione è destinata ad incidere sulla complessiva regolamentazione negoziale dettata dai contratti medesimi». Tale principio appare applicabile anche nelle ipotesi prese in considerazione in questa sede (successione di contratti su strumenti finanziari derivati), perché le domande aventi ad oggetto i singoli contratti su derivati sono connesse non solo soggettivamente, ma anche per comunanza di fatti e di questioni da risolvere, trattandosi di fattispecie in cui i contratti sono *economicamente* collegati tra loro (se poi li si possa definire anche giuridicamente collegati lo si vedrà *infra*).

In conclusione su questo primo punto: se le diverse clausole compromissorie sono di identico tenore o comunque non contengono regole incompatibili tra loro, sembra possibile instaurare un unico giudizio arbitrale, con l'accortezza, però, di richiamare nell'atto introduttivo tutte le clausole compromissorie sulla base delle quali si devolvono alla cognizione degli arbitri le varie domande azionate in giudizio.

La soluzione appena proposta non è unanimemente condivisa in dottrina. Vi è anche chi, infatti, ha prospettato una soluzione più rigorosa che, pur non smentendo la possibilità che vi sia un *simultaneus processus* tra le medesime parti, ritiene ugualmente necessario far partire distinti procedimenti arbitrali (ciascuno retto dalla clausola compromissoria contenuta nel contratto oggetto delle domande azionate in giudizio) per poi chiederne la riunione con il consenso unanime di tutte le parti. A sostegno di questa tesi si è posto l'argomento secondo cui è proprio la clausola compromissoria (e la sua estensione) ad identificare il singolo procedimento arbitrale, e non le domande azionate in giudizio; inoltre, la volontà delle parti di attivare un unico procedimento per dirimere tutte le controversie insorte tra loro dovrebbe risultare in modo inequivoco, e l'aver inserito nei diversi contratti (collegati tra loro) clausole compromissorie di identico tenore non è ritenuto indice sufficiente a dimostrare detta volontà. Va da sé, però, che questa soluzione (attivazione di diversi procedimenti e successiva richiesta di riunione degli stessi) è percorribile unicamente nel caso in cui vengano nominati i medesimi arbitri per tutti i procedimenti destinati ad essere riuniti.

## 2) Pluralità di clausole compromissorie contenenti regole diverse

Le argomentazioni sottese alla soluzione dell'ipotesi precedente possono essere utilizzate anche per risolvere la seconda ipotesi, ossia quella di contratti quadro contenenti clausole compromissorie diverse e che pongono regole incompatibili tra loro. In questo caso non sembra possibile instaurare un unico procedimento arbitrale e, qualora l'investitore convenga in giudizio la banca attivando un solo procedimento per tutte le domande cumulate, la banca convenuta potrebbe reagire eccependo che la *potestas iudicandi* degli arbitri nominati è limitata alle sole domande relative ai contratti stipulati in esecuzione del contratto quadro contenente la clausola compromissoria posta alla base del procedimento arbitrale e che, quindi, gli arbitri non possono decidere sulle altre domande relative a contratti su strumenti finanziari derivati conclusi in esecuzione di altro contratto quadro. Gli arbitri potrebbero conoscere *incidenter tantum* le questioni relative agli altri contratti che non

fossero oggetto della clausola compromissoria, qualificandole come questioni pregiudiziali di merito, e ciò ai sensi dell'art. 819, comma 1, c.p.c.; tuttavia, essi non potrebbero deciderle con efficacia di giudicato, a meno che non vi fosse la richiesta unanime di tutte le parti in causa, visto il disposto del secondo comma dell'art. 819 c.p.c..

È facilmente intuibile come tale soluzione non sia efficiente. La valutazione circa l'operato dell'intermediario, infatti, seppur scomponibile nella valutazione di tante condotte precontrattuali, contrattuali e post-contrattuali quanti sono gli ordini (ed i contratti quadro), si comprende meglio osservandola nella sua globalità. In taluni casi, poi, il collegamento tra varie operazioni diventa la prova di una determinata strategia imprenditoriale non conforme alla legge, come nel caso delle rinegoziazioni che occultano commissioni e che rendono palese una violazione del dovere di tutelare al meglio l'interesse del cliente. Dunque, l'Arbitro opererà più in profondità analizzando tutte le operazioni in strumenti finanziari derivati poste in essere tra le parti. Inoltre, l'impossibilità di impugnare tutti i contratti nell'ambito di un unico giudizio costringe l'investitore che volesse ottenere il risarcimento del danno provocato dalla violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario ad attivare diversi procedimenti arbitrali, con indubbio conseguente aggravio di costi e, soprattutto, con il rischio che si formino giudicati contrastanti tra loro. Tuttavia, non pare possibile prescindere dalla volontà delle parti così come manifestata nei singoli contratti quadro. In altre parole, la possibilità di attivare un unico procedimento e devolvere la cognizione di tutte le domande al medesimo collegio arbitrale passa attraverso una chiara e manifesta volontà delle parti – quasi una sorta di nuovo compromesso - di modificare le convenzioni di arbitrato contenute nei vari contratti per celebrare un unico processo ed evitare inutili duplicazioni di costi o, peggio ancora, contrasto di giudicati. In assenza di consenso da parte della banca convenuta, però, come detto, non sarà possibile attivare un unico procedimento.

### **3) Clausola compromissoria contenuta in uno solo dei contratti quadro conclusi tra banca ed investitore.**

La terza ipotesi in esame è sicuramente quella più problematica da risolvere. Poniamo caso – e non è un'ipotesi di scuola – che l'investitore e la banca abbiano concluso nel corso del rapporto più di un contratto quadro e che solo uno di questi (ragionevolmente sarà quello più recente, ma questa è solo una considerazione basata sull'esperienza, che non altera le conseguenze giuridiche della questione) contenga la clausola compromissoria. Si dovrà allora capire se è possibile instaurare un procedimento arbitrale per impugnare anche i contratti su strumenti finanziari derivati stipulati in esecuzione di un contratto quadro privo di clausola compromissoria o se, per contro, si dovranno attivare più procedimenti, impugnando davanti agli arbitri solamente i contratti stipulati in esecuzione del contratto quadro contenente la clausola compromissoria, e chiedendo agli stessi arbitri di conoscere dei precedenti contratti su strumenti finanziari derivati solamente *incidenter tantum*, trattandosi di questioni rilevanti per la definizione del caso loro prospettato.

La soluzione del problema che ci occupa passa necessariamente attraverso la questione dei *limiti oggettivi* della clausola compromissoria; ci si dovrà infatti chiedere se sia possibile allargare i limiti oggettivi della convenzione d'arbitrato al punto tale da portare validamente alla cognizione degli arbitri anche domande relative a contratti su strumenti finanziari derivati stipulati in esecuzione di un contratto quadro privo della clausola compromissoria.

All'interno dell'ipotesi in esame, però, è necessario operare un ulteriore distinguo, basato sulle pattuizioni contenute nel contratto privo di clausola compromissoria. Nel caso in cui quest'ultimo contenga una clausola sul foro competente in via esclusiva, infatti, non sembra possibile allargare l'ambito della convenzione d'arbitrato contenuta nell'altro contratto quadro, attraendo così nella competenza arbitrale anche le domande relative ai contratti retti dal primo accordo normativo; e ciò perché le parti hanno manifestato esplicitamente la volontà di adire un giudice specificamente individuato per le controversie nascenti da quel contratto.

Per contro, nel caso in cui gli altri contratti quadro nulla dicano sul punto, si dovrà partire, appunto, dall'esame dell'ambito oggettivo della clausola compromissoria per verificare se le parti abbiano voluto ricomprendere all'interno del patto compromissorio tutte le controversie tra loro insorte, ossia anche quelle riguardanti i contratti stipulati in precedenza. E ciò anche alla luce della nuova formulazione dell'art. 808-*quater* c.p.c., secondo cui «nel dubbio, la convenzione d'arbitrato si interpreta nel senso che la competenza arbitrale si estende a tutte le controversie che derivano dal contratto o dal rapporto cui la convenzione si riferisce». Il richiamo al *rapporto* – distinto dal contratto – sembrerebbe permettere di sostenere la possibilità di un unico arbitrato.

In dottrina, chi si è occupato di ambito oggettivo della clausola compromissoria ha sostenuto che è possibile ampliarlo in caso di collegamento negoziale, se pur entro certi limiti. Com'è noto, il fenomeno del collegamento negoziale si presenta sotto diverse forme, potendosi parlare di collegamento a fronte di legami più o meno forti tra i vari contratti che, *in thesi*, si assumono collegati. Se l'operazione – composta da vari contratti – presenta un'unicità strutturale, allora si può ravvisare un'ipotesi di collegamento funzionale tra i singoli contratti e si può sostenere la possibilità di un'estensione dell'ambito oggettivo della clausola compromissoria contenuta in uno di essi; viceversa, qualora sia sempre ravvisabile – se pur a fronte di un'unicità funzionale – un'autonomia strutturale dei singoli contratti, allora è più difficile sostenere che l'unica clausola compromissoria estenda la *potestas iudicandi* degli arbitri ai contratti collegati: osta a tale soluzione l'autonomia che ciascun contratto conserva, per quanto i negozi collegati compongano un unico affare complessivo.

Si tratta di capire, allora, se si possa ravvisare un'ipotesi di collegamento negoziale c.d. funzionale anche nel caso che stiamo esaminando. Abbiamo già detto che la contrattazione in strumenti finanziari derivati è caratterizzata dal meccanismo delle c.d. *rinegoziazioni*: i derivati successivi al primo trovano la propria causa giustificatrice ciascuno nello strumento che l'ha preceduto, sì da poter affermare che tali contratti sono *economicamente* collegati tra loro e che le parti avevano in mente un'unica operazione economica, se pur tradottasi in differenti contratti. Si è usata l'espressione “economicamente collegati”, il che non significa che i vari contratti su strumenti finanziari derivati siano anche *giuridicamente* collegati tra loro.

In prima battuta, verrebbe da escludere una fattispecie di collegamento negoziale, perché il derivato in essere tra le parti viene estinto al momento della rinegoziazione e per effetto della stipula del nuovo contratto derivato. Tuttavia, per aversi collegamento negoziale non è necessario che i diversi negozi debbano operare contemporaneamente, ragion per cui questa prima argomentazione non sembrerebbe dirimente.

Nel caso delle rinegoziazioni dei derivati, come visto sopra, il nuovo derivato si sostituisce a quello precedente, per modificarlo in qualche punto. E questo tipo di collegamento – che è stato definito genetico – probabilmente potrebbe essere posto alla base dell'allargamento

dei limiti oggettivi della clausola compromissoria; si è detto probabilmente, la soluzione non è affatto certa, perché comunque non va trascurato il fatto che in dottrina è stato sostenuto altresì che il vero e proprio collegamento negoziale è quello funzionale, non quello genetico. E l'ipotesi del collegamento funzionale non ricorrerebbe nel caso preso in esame di successive rinegoziazioni dello strumento finanziario, perché non si può affermare che il secondo contratto su strumento finanziario derivato acquisti rilevanza in quanto influenzi il primo (che viene estinto, appunto, per effetto dalla stipulazione del secondo) o che i due si influenzino reciprocamente. Pare allora che, se di collegamento negoziale si può parlare, si possa ravvisare un'ipotesi di mero collegamento genetico tra uno strumento finanziario derivato e quello che ne costituisce rinegoziazione; tuttavia, non tutti i casi di rinegoziazione possono essere ricondotti nello schema del collegamento genetico.

Tale tipo di collegamento, a mio parere, si avrebbe molto probabilmente nel caso in cui *a)* nell'ordine relativo al derivato che costituisce rinegoziazione del precedente si dia atto che il precedente strumento viene estinto contestualmente alla stipula del nuovo derivato e *b)* tale secondo derivato sia costruito come una modifica del precedente, perché viene modificato, ad esempio, il nozionale del sottostante, oppure la durata del contratto, ma rimangono inalterati il meccanismo di scambio dei flussi (ad esempio in un contratto di *swap*), la struttura e la funzione del derivato.

Ove, per contro, si passi da un contratto derivato di copertura ad uno meramente speculativo, ovvero si cambi la struttura intrinseca del derivato e il meccanismo di scambio dei flussi, reputo arduo sostenere che si sia di fronte ad una modifica del primo contratto per effetto della stipula del nuovo contratto su strumento finanziario derivato – e dunque che ricorra un'ipotesi di collegamento genetico – perché, se pur è vero che il secondo derivato trova ragion d'essere nel primo (*rectius*, negli effetti negativi prodotti dal primo), non di meno tale collegamento resterebbe, con somma probabilità, di tipo meramente economico, e dunque tale da non giustificare un allargamento dei limiti oggettivi della clausola compromissoria. In altre parole, gli effetti negativi del primo contratto rappresenterebbero solamente il *motivo*, la ragione economica per cui le parti decidono di stipulare il secondo contratto su strumenti finanziari derivati: ma ciò non pare sufficiente a giustificare un allargamento dei limiti oggettivi della convenzione d'arbitrato.

§§§

In conclusione, se tra intermediario ed investitore siano stati stipulati più contratti quadro, e quest'ultimo intenda impegnare tutti i contratti su strumenti finanziari derivati retti da tali contratti quadro, reputo possibile instaurare un unico procedimento arbitrale solamente nel caso in cui tutti i contratti contengano clausole compromissorie di identico tenore – o comunque che prevedono regole non incompatibili tra loro.

Nel caso in cui, per contro, solo un contratto quadro contenga la convenzione d'arbitrato, reputo che il *simultaneus processus* sia possibile solamente in poche situazioni particolari; in ogni caso, in quest'ultima ipotesi, l'analisi della struttura dei vari derivati che si sono succeduti in corso di rapporto e della connessione tra gli stessi è essenziale, da un lato, per comprendere se sia possibile azionare un unico procedimento e, dall'altro lato, per attivare correttamente il procedimento arbitrale e non essere esposti, un domani, alla censura di nullità del lodo ai sensi dell'art. 829, comma 1, n. 4, c.p.c., e a tutti i conseguenti effetti negativi che tale nullità comporterebbe rispetto alla tutela dell'investitore.

# DERIVATI E TUTELA CAUTELARE ATIPICA

**AVV. RICCARDO BENCINI**

*Assegnista di ricerca di Diritto Commerciale nella Facoltà di Economia dell'Università di Firenze*

*riccardo.bencini@unifi.it*

**CENTRO STUDI DE POLI**

VENEZIA – 26 NOVEMBRE 2010



# **TUTELA CAUTELARE ATIPICA: ART. 700 C.P.C.**

## **CONDIZIONI DI PER LA CONCESSIONE**

«Fuori dai casi regolati nelle precedenti sezioni di questo capo, chi ha fondato motivo di temere che durante il tempo occorrente per far valere il suo diritto in via ordinaria, questo sia minacciato da un pregiudizio imminente ed irreparabile, può chiedere con ricorso al giudice i provvedimenti di urgenza, che appaiono, secondo le circostanze, più idonei ad assicurare provvisoriamente gli effetti della decisione sul merito»

## **AMBITO APPLICATIVO:**

*l'art. 700 c.p.c. non è applicabile ove a tutela di un diritto e dello specifico periculum in mora sia già prevista una misura cautelare tipica*

## PRESUPPOSTI LEGITTIMANTI:

### ■ *Fumus bonis iuris:*

probabile esistenza del  
diritto che costituirà (o già  
costituisce) oggetto del  
processo a cognizione piena

### ■ *Periculum in mora:*

probabile sussistenza di un  
danno che può derivare  
dalla durata, o anche a causa  
della durata del processo a  
cognizione piena



# Contratti finanziari derivati

art. 1, comma 2, D. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58

- sotto la dizione **strumenti finanziari derivati** si devono raggruppare tipologie negoziali molteplici e differenti, la cui caratteristica comune è data dal fatto che il loro valore è dipendente da variabili ad esse sottostanti: esso può derivare dal corso di un titolo, dal valore di mercato di una merce o anche di un altro derivato, dall'andamento fluttuante di un determinato tasso di interesse ovvero dalla quotazione di una specifica valuta;
- **il contratto di swap** (il termine letteralmente significa fare uno scambio o barattare, nel senso di «*act of swapping exchange*») può definirsi come l'accordo attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, dei *cash flows* derivanti dall'applicazione di due diversi parametri (generalmente tassi di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Per prassi contrattuale, alla scadenza o alle scadenze concordate viene effettuato un unico pagamento su base netta compensata (in questo senso, ANGERETTI, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. it.*, 1996, I, 50).

# Interest Rate Swap

- Attraverso lo specifico contratto di *interest rate swap*, le parti (di regola l'impresa cliente e l'istituto di credito) convengono che l'una corrisponda all'altra la differenza tra l'ammontare risultante dall'applicazione, ad un importo convenzionale di riferimento, di un tasso di interesse determinato in modo fisso e l'ammontare, risultante dall'applicazione al medesimo importo convenzionalmente stabilito, di un tasso di interesse variabile. In forza di questo accordo, l'impresa potrà evitare, per i finanziamenti ottenuti, i rischi del tasso variabile per godere i vantaggi del tasso fisso oppure, al contrario, abbandonare il tasso fisso per gli eventuali auspicati vantaggi del tasso variabile (così, INZITARI, *Contratto di Swap*, in *Contr. e impr.*, 1988, 597).
- Grazie a siffatta convenzione, il tasso di riferimento può essere quindi trasformato (in senso economico) in tasso fisso, così consentendo all'impresa di schermarsi (quantomeno in teoria) dai rischi delle fluttuazioni del tasso variabile. Difatti e sintetizzando, allorquando il tasso variabile sarà stato – nell'arco di tempo preso in considerazione – complessivamente più elevato del tasso fisso, la banca sarà tenuta a corrispondere all'impresa cliente una somma pari al differenziale. Viceversa, qualora il tasso variabile sarà risultato meno elevato di quello fisso, questo differenziale dovrà essere pagato dall'impresa alla banca.

# LA PROSPETTIVA DELL'IMPRESA RICORRENTE

## *Fumus boni iuris*

- vizi formali della documentazione di investimento;
- inefficacia della dichiarazione di Operatore Qualificato;
- violazione degli obblighi informativi;
- mancanza di causa del contratto – *up front*;
- mancanza previsione del diritto di recesso;
- applicazione di commissioni occulte e violazione normativa antiusura

## *Periculum in mora*

- situazione di tensione finanziaria;
- rischio insolvenza;
- segnalazione alla Centrale dei Rischi con conseguente danno all'immagine – discredito commerciale

# LE DIFESE DELL'INTERMEDIARIO

## ■ *Sul fumus boni iuris*

- a) **documentazione di investimento** – ai sensi dell'art. 31, comma 1, Regolamento Consob n. 11522/1998, non si applicano all'Operatore Qualificato le disposizioni di cui all'art. 30, commi 1 e 2, del medesimo Regolamento (es. no contratto cd. quadro in forma scritta). Solitamente le parti sottoscrivono un *Master Agreement* che disciplina i singoli contratti che saranno nel tempo perfezionati. Questo accordo normativo contiene una comune regolamentazione degli aspetti inerenti, a titolo esemplificativo, la forma, il metodo di conclusione delle singole operazioni, le garanzie richieste, i casi di risoluzione anticipata, il diritto di recesso, le clausole sulla competenza giudiziaria o arbitrale. Le conseguenti operazioni in derivati non esigono di regola specifiche formalità potendo essere concluse mediante scambio fra le parti (anche via *telefax* o *e-mail*) di Schede di conferma contenenti gli elementi essenziali del negozio (es. durata, nozionale, *spread*, livello delle barriere);
- b) **dichiarazione di Operato Qualificato** – una volta acquisita detta dichiarazione da parte del legale rappresentante dell'impresa ricorrente, l'intermediario non ha onere alcuno di operare altre verifiche (cfr. Cass. 26 maggio 2009, n. 12138: “*ai fini dell'appartenenza del soggetto alla categoria degli operatori qualificati è sufficiente la stessa dichiarazione per iscritto da parte dello stesso (società o persona giuridica) di disporre della competenza ed esperienza richiesta in materia di operazioni in valori mobiliari la quale esonera dall'obbligo di ulteriori verifiche*”; nonché, *ex multis*, Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009, in *Banche dati giuridiche UTET*; Trib. Milano, 6 aprile 2005, Trib. Rimini, 25 marzo 2005 entrambe edite in *www.ilcaso.it*);
- c) **assolvimento degli obblighi informativi**: le dichiarazioni effettuate dal legale rappresentante dell'impresa ricorrente contenute nella documentazione di investimento hanno valore di *confessione stragiudiziale* ai sensi dell'art. 2735 c.c. Richiesta di escussione per sommarie informazioni degli esperti di finanza dell'impresa ricorrente e dell'intermediario che si sono occupati delle operazioni finanziarie in contestazione.

# LE DIFESE DELL'INTERMEDIARIO

## ■ *Sul fumus boni iuris*

- d) *causa del contratto // up front* – “La causa è rappresentata dallo scambio di flussi fra due controparti di interessi facenti capo ad un capitale nominale al fine di pervenire ad uno scambio di rischio, atteso che tali elementi sono rinvenibili nei contratti per cui è causa” (Trib. Torino, 23 novembre 2009). L'importo versato dalla banca all'impresa a titolo di *up front* non costituisce un finanziamento assistito da un obbligo di rimborso bensì il valore attualizzato dei flussi maggiori che si pagheranno in futuro alla controparte. “Qualora vi sia nello swap la clausola *up front* si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da un'anticipazione di credito perché l'*up front* è solo la modalità del pagamento (unica soluzione, anziché in più) che non muta la causa del contratto (Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Analogamente: App. Trento, 5 marzo 2009 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Corte Conti, sez. reg. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376, in *Finanza locale*, 2007, 112);
- e) *mancata previsione del diritto di recesso* – “Agli operatori qualificati non si applicano le norme più rigorose per le offerte fuori sede né gli obblighi informativi fissati in capo alle banche nella presentazione dei servizi di investimento” (Trib. Milano, 2 aprile 2004, in *Guida al diritto*, 2004, 32, 76). In ogni caso, l'assenza di questa previsione non può fulminare di nullità il contratto. “La nullità relativa prevista nella fattispecie dell'offerta fuori sede dall'art. 30, comma 7, T.u.f. per l'omessa indicazione, nel contratto, della facoltà di recesso opera solo in ipotesi di collocamento di strumenti finanziari e di gestione di portafogli e non in quella di stipula di contratti swap” (Trib. Torino, 18 settembre 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Analogamente: Trib. Siena, 27 settembre 2006; Trib. Genova, 16 gennaio 2007, entrambe in *Banca borsa, tit. cred.*, 2008, II, 759);
- f) *commissioni implicite e violazione normativa antiusura* – Allegazione probatoria a carico della ricorrente.

## Questioni di diritto non trattabili in fase cautelare

### a) dichiarazione di *Operatore Qualificato*

Trib. Firenze, 24 maggio 2010: “*Non appare possibile, nella presente fase cautelare, dirimere la questione relativa ad una eventuale ed ipotetica indebita induzione alla sottoscrizione di tale dichiarazione. Il ricorrente in ogni caso sottoscrisse tale dichiarazione che gli strumenti tipicamente liminari e sommari propri del procedimento cautelare instaurato in nome dell’impresa di cui è rappresentante non gli consentono di aggredire*”;

### b) Ogni profilo per l’accertamento del quale sia necessaria un’attività istruttoria complessa.

A titolo esemplificativo:

- *applicazione di commissioni implicite;*
- *violazione di normativa antiusura;*
- *causa speculativa del derivato.*

# LE DIFESE DELL'INTERMEDIARIO

## ■ *Sul periculum in mora*

### A) il pericolo non è irreparabile:

- i) pregiudizio patrimoniale* – La tutela cautelare atipica non può essere concessa per far fronte a meri pregiudizi patrimoniali. “Non sussistono i presupposti per l’esperibilità del rimedio previsto dall’art. 700 c.p.c. quando si tratti di danni di natura esclusivamente patrimoniale, considerato che l’ordinamento appresta strumenti cautelari tipici di tutela a garanzia del diritto di proprietà e di quello di credito” (Pret. Roma, 27 gennaio 1989, in *Temì romani*, 1989, 410);
- ii) tutela cautelare del diritto di credito* – Ammissibile se strumentale alla realizzazione di un interesse di natura non patrimoniale, costituzionalmente garantito. “È ammissibile la tutela in via d’urgenza ex art. 700 c.p.c. di un diritto di credito quando ad esso siano indissolubilmente ed immediatamente correlate situazione giuridiche soggettive non patrimoniali come il diritto all’integrità fisica, il diritto alla salute o ad un’esistenza libera e dignitosa che potrebbero essere pregiudicate definitivamente dal ritardo nella soddisfazione del diritto di credito” (Trib. Milano, 23 dicembre 1993, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 848);
- iii) lesione del principio di libertà di iniziativa economica. Art. 41 Cost.* – Ammissibile la tutela cautelare soltanto se l’impresa ricorrente dimostra di trovarsi in uno stato di crisi economico finanziaria talmente grave da far temere il suo fallimento. “Non può essere accolta la domanda volta ad ottenere in via cautelare la sospensione dei flussi passivi derivanti dall’esecuzione di un contratto di interest rate swap in mancanza della dimostrazione che la prosecuzione dei pagamenti da parte del ricorrente a favore dell’intermediario porrebbe il primo in condizione critica sotto l’aspetto economico” (Trib. Firenze, 6 luglio 2010);
- iv) situazione patrimoniale del debitore* – la banca è soggetto solvibile, in grado di risarcire l’impresa ricorrente se l’esito dell’azione di merito dovesse essere ad essa favorevole. Cfr. Trib. Roma, 15 marzo 2010.

# LE DIFESE DELL'INTERMEDIARIO

## ■ *Sul periculum in mora*

B) il pericolo non è imminente:

- I) *differenziali negativi già addebitati* – La tutela cautelare atipica non può essere concessa in presenza di passività già addebitate all'impresa ricorrente. Il danno si è già verificato.
- II) *differenziali negativi futuri non quantificabili* – Non ammissibile la tutela cautelare atipica trattandosi di situazione meramente eventuale condizionata dall'andamento dei tassi di interesse. *“L'andamento dei tassi è un dato che sfugge al controllo delle parti le quali possono formulare ragionevoli e ragionate previsioni al riguardo, grazie ad appositi strumenti di misurazione probabilistica, ma non possono garantirsi un matematico controllo del suddetto andamento”* (GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 474);
- III) *segnalazione alla Centrale dei Rischi* – Onere probatorio a carico dell'impresa ricorrente in punto di effettivo ed attuale pregiudizio subito a seguito della segnalazione in Centrale Rischi. Art. 5, capo II, sezione I, Circolare Banca d'Italia n. 139/91: obbligatoria segnalazione per esposizione in derivati finanziari pari o superiore ad euro 30.000.



## *Conclusioni*

Può ritenersi sussistente, innanzi ad una richiesta cautelare di sospensione delle passività prodotte da un contratto di *interest rate swap*, il pregiudizio imminente ed irreparabile soltanto quando la domanda spiegata *ex art. 700 c.p.c.* dall'impresa ricorrente sia volta a bloccare il pagamento, di prossima scadenza ed a favore dell'istituto bancario, di un differenziale negativo prodotto da questo contratto, ben circoscritto nella sua entità e tale da porre la società stessa, considerati anche i pregressi esborsi, in una situazione critica sotto il profilo economico, al punto da esporla al rischio di ricorso ad una procedura concorsuale ovvero ad altre forme di chiusura e/o consistente riduzione dell'attività di impresa.

## Bibliografia essenziale

- GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010.
- SALATINO, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 116.
- BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?* in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contratto e impresa*, 2010, 499.
- ZAMAGNI-CEDRINI, *La clausola di up front non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo*, in [www.dirittoegiustizia.it](http://www.dirittoegiustizia.it)
- GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, 1133.
- SALATINO, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale. Il tramonto delle dichiarazioni autoreferenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 201.
- BRUNO, *Qualificazione di strumento finanziario del contratto di interest rate swap ed applicazione del rito societario*, in *Corr. mer.*, 2009, 259.
- SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario ed autoresponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751.
- AFFERNI, *Interest Rate Swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Soc.*, 2008, 757.
- TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Finanza locale*, 2008, 4, 26.
- BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest rate swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 347.
- GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 134.
- RIMINI, *Contratti di swap e operatori qualificati*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 532.
- CAROZZI, *La qualificazione giuridica del contratto di swap*, in *Dir. e prat. soc.*, 2004, 8, 38.
- RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, in *Contratti*, 2003, 839.
- FINARDI-RUGGERI, *Interest Rate Swap e fallimento*, in *Contratti*, 2003, 170.
- MARICONDA, *Intermediario finanziario non autorizzato e nullità del contratto di swap*, in *Corr. giur.*, 2001, 1066.

