

DANIELE MAFFEIS
Prof. ord. dell'Università di Brescia

ALEA GIURIDICA E CALCOLO DEL RISCHIO NELLA SCOMMESSA LEGALMENTE AUTORIZZATA DI SWAP

SOMMARIO: 1. Il contratto di *swap* come strumento finanziario derivato; in particolare il contratto di *interest rate swap*. – 2. La trasparenza come precetto di condotta o come requisito del contratto che l'intermediario conclude con se stesso, e che deve essere trasparente, per consentire al cliente di agire consapevolmente. – 3. Trasparenza sul rischio: l'alea razionale. – 4. Quantità (*mark to market; mark to model*) e qualità (scenari probabilistici) dell'alea giuridica. – 5. *De iure condito*: il testo di un valido contratto di *interest rate swap*. – 6. Razionalità dell'alea e conseguente ambito di applicazione dei rimedi della rescissione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. – 7. Compenso dell'intermediario e favore legislativo per l'espansione dei mercati finanziari.

1. – Il diritto della finanza è diritto civile. La finanza evolve, evolve il diritto civile. Per esempio, rileggendo l'art. 1260 c.c., ecco la cessione del credito che si trasfigura nel trasferimento sintetico del rischio di credito, rileggendo l'art. 1935 c.c., ecco la lotteria autorizzata che si trasfigura nella scommessa finanziaria legalmente autorizzata.

All'interno del diritto della finanza, e quindi del diritto civile, gli «*strumenti finanziari derivati*» sono una categoria normativa disciplinata dall'art. 1, comma 3, TUF, che così dispone: «*Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)*» dell'art. 1.

La categoria comprende numerosi ed eterogenei strumenti finanziari che, pur rientrando in ciascuno dei tipi sociali elencati, ed essendo di norma convenzionalmente disciplinati secondo modelli standard predisposti dall'intermediario (in particolare, il modello ISDA), non sono, tuttavia, rigidamente standardizzati, e quindi possono contenere, e contengono, di volta in volta, clausole diverse (cfr. art. 1322, comma 1, c.c.), che richiedono, per ciò stesso, che il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti dai contraenti sia condotto caso per caso (cfr. art. 1322, comma 2, c.c.); ciascun tipo sociale può sottendere diversi sottotipi sociali anche molto eterogenei per struttura e funzione. Così può esservi, o non, una clausola che contempla l'erogazione di un importo *up front*, la connessione

al parametro esterno può essere variamente modulata, ad esempio con la previsione, o non, di un c.d. effetto leva, possono essere contemplati diversi eventi che fungono da termini finali di efficacia del contratto, il derivato può presentarsi collegato ad altro contratto di finanziamento o incorporato (*embedded*) in un altro contratto di finanziamento o strumento finanziario. E così via.

Per quanto sia ovvio stante il disposto dell'art. 1325, n. 2, c.c., il carattere essenziale del requisito della causa, e quindi del giudizio di meritevolezza degli interessi, per i contratti derivati, è confermato dalla lett. g) del comma 2 dell'art. 1 TUF, che dispone che gli strumenti finanziari derivati sono caratterizzati da uno «*scopo*» (segnatamente, la lett. g del comma 2 fa riferimento allo «*scopo commerciale*» dei contratti).

Nel sistema degli aleatori, il filtro della causa risponde alla più nobile tradizione: già la rendita vitalizia, per esempio, nel codice civile del 1942 non è più definita come contratto aleatorio, come accadeva nel codice civile previgente, e, se è considerata un contratto aleatorio, è perché si ravvisa in essa una causa tipicamente meritevole, rappresentata dall'assunzione di un'alea cieca – dove manca cioè la condivisione di un calcolo del rischio –, cui si considera, tuttavia, sottesa un'utile funzione sociale di previdenza o di assistenza. Questa qualificazione poggia sulla causa, su null'altro, non sulla struttura – quindi non sull'oggetto – del contratto⁽¹⁾, non su una definizione, che il legislatore non detta.

La causa, anche nei derivati, va distinta dal motivo unilaterale, in particolare dall'intento dell'investitore, che non incide sulla causa, di concludere il contratto per coprirsi da un rischio di tasso o per speculare sull'oscillazione del parametro. Questi motivi, che nella realtà delle cose non sono mai rigidamente alternativi⁽²⁾, sono rilevanti sotto il profilo della regola di condotta a carico dell'intermediario, segnatamente per il giudizio di adeguatezza, ove operante, o di appropriatezza dell'atto di investimento (come lo sono a fini di redazione del bilancio) ma non incidono sulla causa del contratto derivato. Va precisato che la violazione del precetto di adeguatezza, e così di un dovere di astensione, per i derivati come per ogni

⁽¹⁾ Più in generale, una diversa prospettiva del rapporto tra causa e oggetto nello studio di M. GIROLAMI, *L'artificio della causa contractus*, Padova 2012. Ora un riesame critico in F. ALCARO, *Introduzione: dogmi, problemi e profili ricostruttivi*, in F. ALCARO (cur.), *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, Milano 2016, p. 11 ss. ed in M. COSTANZA, *For you for nothing o immeritevolezza*, in *Società*, 2016, p. 729 ss.

⁽²⁾ Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, inedita, dichiara nullo un contratto di *swap* ed osserva in motivazione che la fattispecie del «derivato a copertura» può dubitarsi che «sia effettivamente configurabile».

atto di investimento, non dovrebbe porre, come invece accade che ponga senza eccezioni nella giurisprudenza e come si registra nella dottrina dominante, un problema di alternativa tra regola di condotta e regola risarcitoria, ma pone un problema di imputazione, perché l'intermediario è il titolare di un ufficio di diritto privato⁽³⁾, sicché il compimento di un atto – che è gestorio – in violazione di un dovere di astensione comporta che gli effetti dell'atto restano a suo carico (art. 1711 c.c.)⁽⁴⁾.

Fra i tipi e sottotipi sociali di cui all'elenco dell'art. 1 TUF, il contratto di *swap* presenta i seguenti tratti comuni: il sottostante (ad. es., denaro); la connessione ad un parametro; il parametro (ad es., un tasso di interesse); il regolamento (ad es., il pagamento di differenziali in contanti se lo *swap* è *cash settled*). Le prestazioni, alle quali i contraenti sono tenuti, e che, complessivamente intese, rappresentano la modalità di regolamento, sono rappresentate dal pagamento di differenziali in contanti (*cash settlement*).

Le prestazioni sono eventuali, sia nell'*an*, sia nel *quantum*; il differenziale in contanti è una prestazione pecuniaria; la consegna fisica del sottostante è una prestazione di dare.

L'unico «*pagamento*», al quale il legislatore fa riferimento, è quello dei «*differenziali*», ma nella prassi uno dei contraenti dà, spesso, una somma di denaro (*up front*) all'altro contraente al momento della conclusione del contratto o al momento della sua rinegoziazione. Come detto, è una delle clausole che possono essere presenti nel contratto derivato.

L'*an* ed il *quantum* dipendono da (sono connessi ad) un parametro di riferimento.

L'appartenenza all'elenco dei «*derivati*» di cui all'art. 1 TUF comporta conseguenze di poco rilievo dal punto di vista dell'applicabilità di regole puntuali contenute nella disciplina primaria del TUF, mentre comporta conseguenze di estremo rilievo dal punto di vista della qualificazione civilistica, della applicazione di regole del codice civile, della disciplina

⁽³⁾ C. Conti, Sezione prima giurisdizionale centrale di appello, 3 dicembre 2015, n. 609/2015/A, in *www.dirittobancario.it*, 2016, fa discendere, in materia di derivati della pubblica amministrazione, dai precetti di cui all'art. 21 TUF, la statuizione, rilevante ai fini dell'astratta configurabilità di una responsabilità amministrativa per danno erariale, secondo cui il «*rapporto fra Banca ed Ente pubblico*» è «*caratterizzato da elementi che vanno ben oltre la mera consulenza e che integrano un vero e proprio rapporto di servizio (poco importa se di diritto o di fatto) destinato a giustificare in pieno la sussistenza della giurisdizione di questa Corte*».

⁽⁴⁾ D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, p. 403.

secondaria (rappresentata dal recepimento di direttive comunitarie) e della disciplina recata dai regolamenti comunitari.

Dal punto di vista delle regole puntuali contenute nel TUF, la regola più declamata, significativa sul piano sistematico, ma superflua sul piano operativo, è quella di cui all'art. 23, comma 5, secondo cui «*Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), non si applica l'art. 1933 del codice civile*».

Dal punto di vista sistematico la regola è significativa, per due ragioni.

La prima ragione sistematica è che la regola conferma che l'applicazione o la disapplicazione di singole regole del codice civile, in materia di diritto finanziario – qui, la disapplicazione dell'art. 1933 –, è possibile ed è normale, e costituisce un tema, che di volta in volta va affrontato dall'interprete in relazione al problema da risolvere.

La seconda ragione sistematica è che la regola conferma che i contratti derivati presentano una natura, che li renderebbe astrattamente soggetti alla disciplina dell'art. 1933 c.c., a mente del quale «*Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace*». I derivati, cioè, sono scommesse⁽⁵⁾, ma l'art. 23, comma 5 è una *lex specialis* che statuisce, ben a ragione, che sono scommesse sottratte alla disciplina delle c.d. scommesse tollerate, dal che discende che si tratta di scommesse legalmente autorizzate, come tali riconducibili alla regola, opportunamente riletta ed aggiornata, dell'art. 1935 c.c., a mente del quale «*Le lotterie danno luogo ad azione in giudizio, qualora siano state legalmente autorizzate*»⁽⁶⁾.

La natura di scommessa discende dal fatto che le prestazioni, consistenti nel regolamento, dipendono – in ciò consiste la connessione – da un parametro, che è per sua natura variabile.

Ciò che distingue la scommessa tollerata di cui all'art. 1933 c.c. dalla scommessa legalmente autorizzata di cui all'art. 1935 c.c. è il giudizio di

⁽⁵⁾ Cass. 8 maggio 2014, n. 9996, in *Nuova g. civ. comm.*, 2014, I, p. 1099 ss.

⁽⁶⁾ Ma già nel codice civile del 1942 la lotteria dell'art. 1935 c.c. è un contratto che richiede autorizzazione legale alla stregua di un contratto che un soggetto professionale a ciò autorizzato in regime di riserva concluda in serie, con il pubblico, mediante dichiarazioni indirizzate al pubblico. La lotteria autorizzata di cui all'art. 1935 c.c. non è, quindi, un isolato contratto tra privati (c.d. P2P).

meritevolezza – del contratto derivato concluso tra intermediario ed investitore – condotto dal legislatore (7).

Si giustifica agevolmente che la scommessa sia tollerata, e non generi azione, bensì *soluti retentio*, quand'è marginale dal punto di vista della diffusione sociale e, quindi, dell'idoneità a generare effetti di carattere macroeconomico. Per esempio, il gioco a carte in famiglia o tra amici o la scommessa isolata, fra amici, sul risultato della partita di calcio. O un contratto derivato concluso fra privati.

Invece, per i derivati finanziari il giudizio di meritevolezza è condotto a priori dal legislatore, che ammette i derivati come categoria, ma ne vieta alcuni. Così, sono vietati – entro i limiti e confini di ciascuna singola disciplina – i contratti derivati della pubblica amministrazione (8).

Il giudizio di meritevolezza è poi rimesso, caso per caso, anche all'interprete e deve condursi ai sensi dell'art. 1322 c.c., sulla base dei dati normativi, per giudicare della meritevolezza, e quindi della validità, di contratti derivati, rientranti in tipi o sottotipi sociali che il legislatore non ha vietato, bensì, al contrario, ha ammesso e riconosciuto, in linea di principio, pur limitandosi a dettarne una disciplina consistente di poche regole di fonte primaria.

Il giudizio di meritevolezza va quindi condotto, ad opera dell'interprete, tenendo conto dei principi che disciplinano la materia, per questo e numerosi altri profili (9), e quindi:

– dell'art. 47, comma 1 della Costituzione della Repubblica Italiana secondo cui «*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme*»;

– quanto agli atti, dell'art. 21 TUF secondo cui gli atti dell'intermediario debbono essere posti in essere «*per servire al meglio l'interesse dei clienti*» e nel rispetto dell'«*integrità dei mercati*»;

– quanto all'attività, dell'art. 5 TUF secondo cui l'attività dell'intermediario finanziario, che è un'attività riservata, deve essere esercitata nel

(7) P. CORRIAS, *Il problema dell'onerosità-gratuità nel contratto di assicurazione e nei contratti aleatori*, in questa *Rivista*, 2016, I, p. 74.

(8) Comma 572 della l. 24 dicembre 2013, n. 147.

(9) Quanto ai principi che regolano la materia, Cass. 31 marzo 2016, n. 6255, in *www.plurisdata.it* ha statuito che «*l'azione di regresso prevista dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 195, comma 9, nei confronti del responsabile (è) predisposta dall'ordinamento a presidio di un interesse generale, come quello alla trasparenza del mercato finanziario, come tale inderogabile, stante la ratio sottesa a tale azione, volta nel contempo a tutelare – è bene rimarcarlo – pure l'interesse al risparmio, a copertura costituzionale, perché incoraggiato in tutte le sue forme anche attraverso la disciplina, il coordinamento e il controllo dell'esercizio del credito (art. 47 Cost.)*».

rispetto della «*salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*», della «*tutela degli investitori*», della «*competitività del sistema finanziario*».

Questi principi conducono l'interprete a valutare la meritevolezza dei singoli contratti derivati, (i) nella prospettiva microeconomica del singolo contratto, alla luce dell'esigenza di tutela del singolo investitore – si tratti di un privato risparmiatore o di un'impresa piccola, media o grande –; (ii) nella prospettiva macroeconomica delle ricadute di sistema, alla luce delle due esigenze, che debbono essere contemperate, da un versante, della salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario – che non è soltanto la fiducia degli intermediari, ma è anche la fiducia degli investitori, e di qualsiasi altra categoria di soggetti diversi dagli intermediari finanziari – e, dal versante opposto, della competitività del sistema finanziario – che è la competitività degli intermediari –. Qualsiasi prospettiva di indagine, che sia limitata al singolo rapporto e non consideri il dato macroeconomico entro cui si colloca la contrattazione in derivati fra intermediari ed investitori, condurrà ad esiti ricostruttivi insoddisfacenti.

La sintesi dei due profili, micro e macro, è che il singolo contratto derivato è meritevole se per l'investitore il suo carattere essenzialmente pericoloso – che dipende dalla natura, essenzialmente aleatoria, di scommessa – non è eccessivo, visto che l'investitore va tutelato, e se la negoziazione su larga scala di contratti derivati, che è pur funzionale alla competitività degli intermediari finanziari, non si rivela tuttavia idonea a pregiudicare la fiducia nei mercati finanziari e la salvaguardia della stessa stabilità dei mercati finanziari.

La stessa larghissima diffusione dei contratti derivati nella prassi, costituisce il migliore argomento per escludere qualsiasi prospettiva che attribuisca alla prassi un ruolo gerarchico superiore alla legge (arg. anche ex art. 23, comma 2, TUF)⁽¹⁰⁾.

2. – Se l'oggetto del contratto è un bene, o è un servizio, diverso dal denaro, suscettibile di valutazione economica e idoneo a soddisfare un interesse, anche non patrimoniale, del creditore (art. 1173 c.c.; contratti con causa di scambio, commutativa, di cooperazione, ecc.), il contratto ha

⁽¹⁰⁾ «Singolare è (...) il capovolgimento dei rapporti fra legge e cittadini nell'affermazione (...) secondo cui le Sezioni Unite della Corte di cassazione, stabilendo che il diritto di recesso D.Lgs. n. 58 del 1998, ex art. 30, comma 7, si applichi anche ai contratti di negoziazione, "si sono poste in aperta antitesi con la prassi consolidata degli intermediari", posto che è la prassi commerciale a doversi adeguare alla legge per come interpretata dall'organo giurisdizionale di vertice, e non il contrario». Così, da manuale (di diritto), Cass. 3 aprile 2014, n. 7776, in www.plurisdata.it.

una causa, che è meritevole di tutela (art. 1322 c.c.), sia perché il contratto soddisfa interessi privati, sia perché, in difetto di diversi profili di illiceità, esso è compatibile con l'utilità sociale, essendo socialmente utile che i contratti soddisfino interessi privati senza ledere interessi pubblici.

Se, invece, l'oggetto non è un bene o un servizio, economicamente utile, cioè idoneo a soddisfare un interesse del creditore relativo ad un bene o ad un servizio diverso dal denaro, ma è la sola programmazione di flussi finanziari, e così lo scambio di somme di denaro, il contratto non ha una causa socialmente meritevole (si pensi ad uno *swap* concluso fra privati), a meno che la funzione risieda nella disponibilità di denaro per un tempo utile (mutuo, apertura di credito, altri contratti di finanziamento) oppure a meno che intermediario ed investitore intendano, con la liquidazione di quei differenziali e il pagamento di quelle somme così come divise in contratto, assumere proprio quel rischio (contratti con causa di mera assunzione del rischio, scommesse). La programmazione di uno scambio di flussi, in sé, non ha una causa meritevole – non essendo sufficiente il solo fatto che la contrattazione in derivati contribuisca alla liquidità dei mercati e possa operare come indice del valore economico del sottostante – e ciò perché il rischio di pagare somme di denaro, anche molto elevate, quando è un rischio irrazionale – quando, cioè, l'investitore non è consapevole di quanto e quale sia il rischio – è pericoloso, lo è su larga scala e quindi non è socialmente meritevole. Ciò vale anche se l'*interest rate swap* è un *plain vanilla*, e colui che deve una variabile compra la provvista per quel variabile pagando un fisso, perché, anche così, l'investitore, quando conclude il contratto, prende una posizione, che presuppone che egli si assoggetti al rischio di oscillazione del tasso.

È all'interno di questo contesto che va impostata ogni riflessione non superficiale sul tema della trasparenza.

La trasparenza serve ad evitare che l'investitore sia inconsapevole del rischio e quindi serve a garantire che egli sia nella condizione di agire in modo razionale, senza che – ovviamente – essa escluda che l'intermediario debba anche agire nella sostanza nell'interesse dell'investitore, essendo l'intermediario il titolare di un ufficio di diritto privato.

In particolare, ci sono due prospettive per indagare il significato della «trasparenza (...) per l'interesse de(l) client(e) e per l'integrità dei mercati», prevista dall'art. 21 TUF⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Da ultimo Cass., sez. un., 6 maggio 2016, n. 9140, p. 8 e 15 della motivazione, in www.dirittobancario.it, 2016.

La prima prospettiva, che coincide con l'opinione comune, risiede nel considerare la trasparenza soltanto come un precetto di comportamento dell'intermediario (quale essa effettivamente è).

Ma si tratta di una prospettiva parziale.

La seconda prospettiva risiede nel considerare la trasparenza *anche* come un requisito genetico dei contratti che l'intermediario conclude con il suo cliente (quale, invece, è vivamente controverso che essa sia) ⁽¹²⁾. Poiché fra i contratti che l'intermediario conclude con il suo cliente vi sono sia il contratto di investimento sia i contratti, come i derivati *over the counter* – che integrano, essi, gli strumenti finanziari negoziati dall'intermediario con se stesso, e per conto del cliente, – occorre distinguere. La forma ed il contenuto dei contratti di investimento sono disciplinati dall'art. 23 TUF e dall'art. 37 del Regolamento Intermediari n. 16190 del 2007, mentre i contratti derivati *over the counter* sono elencati dall'art. 1 TUF e sono recepiti dalla prassi dei mercati finanziari; per essi, la trasparenza come requisito del contratto è imposta dalla lettura combinata dell'art. 21 TUF e dell'art. 1 TUF, dato che i contratti, previsti dall'art. 1 TUF, che l'intermediario conclude con i suoi clienti, sono muniti di una causa meritevole, se ed in quanto sono trasparenti. Lo specifico atteggiarsi della causa del contratto è la premessa che conduce a individuare un requisito aggiuntivo dell'oggetto; come accadeva per esempio per la fi-

⁽¹²⁾ Trib. Milano 13 maggio 2016, n. 6001, in *www.ilcaso.it* dichiara nulli due contratti di *collar swap* che non esplicitavano i c.d. costi impliciti, e così il valore probabilistico originario. In motivazione, vi sono due snodi argomentativi entrambi condivisibili. Il primo è che l'intermediario ha diritto al compenso per l'attività prestata nella predisposizione e nella negoziazione dei contratti («*fuoriesce da qualsiasi logica commerciale ipotizzare prodotti finanziari predisposti e perfezionati da società commerciali, senza che ci sia alcun margine di utilità per queste ultime*»), il secondo – in linea con quanto esposto nel testo – è che è infondato che si «*affronti(...) la questione esclusivamente sotto il profilo informativo, ossia in termini di esplicitazione del costo; prima ancora (...) nella dimensione genetica del rapporto, si pone il problema di verificare se su tale elemento essenziale del contratto [il costo per il cliente, il margine di utilità dell'intermediario] si sia formata una consapevole concorde volontà negoziale delle parti*». Naturalmente, i costi impliciti sono un problema se manca l'accordo originario sul *mark to market* perché, se l'accordo sul *mark to market* c'è, i costi sono compresi nel valore finanziario e, pertanto, non sono impliciti. L'investitore ignora se ed in quale misura le probabilità a vantaggio dell'intermediario sono giustificate dai costi impliciti, ma, non trattandosi di uno scambio, bensì di una scommessa, è fisiologico che la remunerazione dello scommettitore che ha predisposto la scommessa sia ricompresa nella distribuzione del rischio (ampiamente D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contratto e impr.*, 2014, p. 856). In una prospettiva affatto diversa, osserva che il difetto di informazione potrebbe rilevare soltanto come vizio del consenso, non come qualità del contratto, S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, p. 401 ss.

deiuissione *omnibus* anche prima che la modifica dell'art. 1938 c.c. venisse a prevedere testualmente che la fideiussione è valida se prevede l'importo massimo garantito.

Quanto, specificatamente, al sistema dei contratto gestori, è normale che l'atteggiarsi dell'oggetto del derivato dipenda dal fatto di essere concluso in proprio dall'intermediario⁽¹³⁾, dato che per qualsiasi atto gestorio la cura sostanziale dell'interesse del *principal* rappresenta un requisito di validità, come accade per il contratto concluso dal mandatario, che, se è inciso da un interesse in conflitto del mandatario, non è opponibile al mandante e quindi è inefficace (art. 1711 c.c.) o è, testualmente, invalido (art. 1394 c.c.).

3. – Quando l'atto gestorio è un atto di investimento, trasparenza significa trasparenza sul rischio e trasparenza del rischio⁽¹⁴⁾.

Sostenere che trasparenza significa, in finanza, mera esplicitazione, nel contratto, delle prestazioni a carico dei contraenti, pur riconoscendo che l'intermediario è titolare di un ufficio di diritto privato⁽¹⁵⁾, significa in-

(13) Il consulente dell'investitore è lo stesso intermediario con cui l'investitore tratta. Lo statuisce la Suprema Corte per l'investitore non professionale. Cass. 13 maggio 2016, n. 9892, in *www.plurisdata.it*: «Nella prestazione del servizio di negoziazione titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, e questi non rientri in alcuna delle categorie di investitore qualificato o professionale previste dalla normativa di settore, non è configurabile un concorso di colpa del medesimo cliente nella produzione del danno, neppure per non essersi egli stesso informato della rischiosità dei titoli acquistati. Ed infatti, lo speciale rapporto contrattuale che intercorre tra il cliente e l'intermediario implica un grado di affidamento del primo nella professionalità del secondo che non può essere sostituito dall'onere per lo stesso cliente di assumere direttamente informazioni da altra fonte».

(14) La Corte di Cassazione è giustamente in questa traiettoria di pensiero quando osserva che «ogni investitore razionale è avverso al rischio, sicché il medesimo, a parità di rendimento, sceglierà l'investimento meno aleatorio ed, a parità di alea, quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio (ed) essendo le informazioni finanziarie complesse e costose, nei rapporti di intermediazione finanziaria le imprese di investimento posseggono frammenti informativi diversi e superiori rispetto a quelli a disposizione degli investitori, o da essi acquisibili». Così Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in *www.plurisdata.it*. Nella giurisprudenza di merito, evidenzia la mancanza di «ogni genere di informativa (...) sull'ammontare delle perdite che lo stesso "incorporava", singolarmente o in combinazione con altri contratti di ristrutturazione, e sulle commissioni trattenute dalla banca» in un caso in cui i contratti derivati su valute erano stati rinegoziati decine e decine di volte, generando un aumento del delta negativo dei differenziali, Trib. Bari 18 maggio 2016, n. 2719, inedita. In dottrina, evidenzia il dovere di buona fede oggettiva di informare il cliente «sui termini esatti della speculazione e sulla probabilità di aggiudicarsela» A.A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in *dirittobancario.it*, 2016, 5.

(15) F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in *www.giustiziacivile.com*, 2016, p. 79.

tendere la trasparenza come sinonimo di testo del contratto e quindi significa fornire un'interpretazione abrogante del precetto di trasparenza⁽¹⁶⁾.

Il contratto di *interest rate swap* è aleatorio, per sua natura⁽¹⁷⁾, ed è caratterizzato da un'alea giuridica rappresentata da un rischio finanziario, il quale presenta la caratteristica di essere scientificamente misurabile e di esserlo sulla base di criteri e di modelli che, sotto più profili, la disciplina, applicabile in materia, richiama testualmente⁽¹⁸⁾. La stessa misurabilità scientifica del rischio è il presupposto delle consulenze tecniche d'ufficio che sono state in questi anni e che continuano ad essere disposte da giudici ed arbitri, e che lo sono sul presupposto che il calcolo del *mark to market* sia possibile e sia attendibile ed è, al tempo stesso, il presupposto dell'esistenza dei mercati finanziari. In materia di contratti derivati, il valore finanziario, del resto, è una nozione di sicura rilevanza a fini dell'indicazione sia nel bilancio dell'intermediario sia nel bilancio della società investitrice (con tutte le conseguenze che da ciò discendono⁽¹⁹⁾) e sul piano della regolazione pubblicistica del mercato dei derivati *over the counter*, con riferimento al momento successivo alla conclusione del contratto (c.d. post negoziazione)⁽²⁰⁾.

(16) Secondo F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 79, «Il fatto che l'intermediario sia titolare di un ufficio di diritto privato, vista la funzionalità dell'ufficio gestorio all'interesse pubblico, non significa necessariamente che l'oggetto del contratto derivato ricomprenda anche la preventiva definizione di formule matematiche e scenari probabilistici (...). Non si nasconde l'utilità astratta dell'informazione da parte dell'intermediario di tali formule e scenari, e nemmeno che essa possa essere un modo concreto di attuare l'obbligazione di trasparenza e l'ufficio di diritto privato, ma altra cosa è violare una obbligazione di informazione rispetto alla nullità per indeterminatezza dell'oggetto del contratto. L'eventuale violazione degli obblighi della banca non incide sulla validità del contratto, ma comporta responsabilità risarcitoria da inadempimento».

(17) In dottrina anche F. CAPRIGLIONE, I "derivati" dei Comuni Italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, p. 271. In giurisprudenza, *ex plurimis*, Trib. Roma 8 gennaio 2016, n. 212, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova (ord.), 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano 28 novembre 2014, in *www.ilcaso.it*, p. 7 s.

(18) Non a caso un'interessante sentenza della Corte di Cassazione (n. 2288 in data 6 febbraio 2004, in *Contratti*, 2004, p. 802) negava la natura di scommessa (tollerata, ai sensi dell'art. 1933 c.c.) di una clausola di rischio cambio, perché disattendeva l'argomento, addotto dalla ricorrente, secondo cui «niente può essere considerato più incerto e imprevedibile nel corso di un periodo (di) dieci anni del corso del cambio tra lira e dollaro».

(19) Si consulti il d. legisl. 18 agosto 2015, n. 139 che attua la dir. 34/2013.

(20) Il Regolamento Emir, all'art. 11, comma 2 dispone che «Le controparti finanziarie e non finanziarie (...) utilizzano ogni giorno la valutazione a prezzi correnti di mercato per determinare il valore dei contratti in essere. Laddove le condizioni di mercato impediscano la valutazione a prezzi correnti di mercato, si ricorre a una valutazione in base a un modello

Pertanto, la trasparenza sul rischio impone che l'accordo tra intermediario ed investitore (art. 1325, n. 1, c.c.) abbia ad oggetto, a pena di nullità, il valore finanziario (*mark to market* o *mark to model*) e le probabilità, nonché, altrettanto ovviamente, i criteri ed il modello utilizzati per calcolarli⁽²¹⁾, alla stregua di una scommessa razionale⁽²²⁾.

L'osservanza di questo precetto non richiede un'attività straordinaria, posto che il valore è già spontaneamente calcolato in qualsiasi momento dall'intermediario, ovviamente a partire da quando ne sono predisposti, da parte dello stesso intermediario, i termini economici, o quando il contratto è oggetto di rinegoziazione fra le parti, il che accade proprio in considerazione delle oscillazioni del valore del rischio che è l'oggetto dello *swap* rinegoziato – oscillazioni, che sono già oggi evidenziate dalle comunicazioni periodiche del *mark to market* da parte dell'intermediario (c.d. *post trading*) – e che a sua volta giustifica i termini economici dello *swap* rinegoziato. Naturalmente, l'intermediario che fosse, lui per primo, inconsapevole del rischio finanziario⁽²³⁾, dovrebbe astenersi dall'operare su

prudenziale e affidabile» e l'art. 13 del reg. n. 149/2013 stabilisce per i derivati non soggetti al sistema di compensazione che «le controparti finanziarie e non finanziarie concordano per iscritto le modalità di riconciliazione del portafoglio (...) prima della conclusione del contratto derivato OTC» ed «effettuano la riconciliazione del portafoglio le controparti dei contratti derivati OTC, tra di loro ovvero un terzo qualificato che ne è stato debitamente incaricato da una delle controparti. La riconciliazione del portafoglio riguarda i termini essenziali di ogni specifico contratto derivato OTC e include almeno la valutazione attribuita a ciascun contratto in base (...) al (citato) articolo 11 dell'Emir».

⁽²¹⁾ L'indicazione all'investitore del «metodo di calcolo» dell'importo degli *inducements* è testualmente imposta dall'art. 52 del Regolamento Intermediari n. 16190/2007 il quale dispone che «Gli intermediari (...) possono, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie (...) pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora (...) il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie è volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare (recte: non ostacoli) l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente».

⁽²²⁾ In giurisprudenza da ultimo Trib. Milano 9 marzo 2016, in *www.dirittobancario.it* che richiede per la validità del contratto l'accordo originario sul valore finanziario (*mark to market*) ed il metodo di calcolo del valore. Rinvio a D. MAFFEIS, voce *Contratti derivati*, in *Dig. disc. priv.*, s.d. ma Torino 2010, p. 357; ID., *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *www.dirittobancario.it*, febbraio 2013, p. 2 ss.; più diffusamente ID., in *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *G. comm.*, 2013, I, p. 660 s. Da ultimo la tesi della razionalità dell'alea dei contratti derivati è condivisa da U. CHERUBINI, *La via dei giuristi alla probabilità ha un solo problema: la giustizia*, in *www.glistatigenerali.com*, 2016; F. CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 183; B. MARCHETTI, *Mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*, in *dirittobancario.it*, 2016, 11.

⁽²³⁾ Riferisce F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 79, che «spesso gli intermediari – soprat-

questi mercati, perché il dovere di organizzarsi per prevenire situazioni di conflitto di interessi ed il dovere di agire comunque nell'interesse sostanziale del cliente dovrebbero, a mio avviso, rendere inconcepibile che l'intermediario si presti, spontaneamente o su richiesta, a negoziare sul mercato rischi la cui quantità e qualità egli stesso non conosca.

Il rischio è razionale, perché il contraente, se ne è consapevole, per averlo conosciuto in fase di negoziazione e per averlo condiviso al momento della conclusione del contratto, si trova nella condizione, se lo vuole, di determinarsi a concludere o a non concludere il contratto proprio alla luce della raffigurazione della misura del rischio. L'opposta opinione, secondo cui per la validità del contratto derivato sarebbe sufficiente l'esistenza di un'alea, del tutto indipendentemente che il cliente sia a conoscenza della sua misura, appare sostenuta senza il corredo di adeguati argomenti ed appare incoerente. Così, appare non sufficientemente motivata l'affermazione secondo cui «*sembra improbabile riuscire a concepire un contratto differenziale che sia privo di alea in quanto, per definizione, l'evento futuro (il secondo prezzo a termine del contratto differenziale) è tale da creare l'alea*» ed «*altrettanto improbabile riuscire a concepire un contratto di pagamento condizionato che sia privo di alea in quanto, per definizione, l'evento futuro ed incerto (la condizione sospensiva da cui dipende il pagamento) è tale da creare l'alea. Anche quando tale evento è remoto o improbabile il contratto merita tutela: si pensi all'acquisto di un cap al 12% sull'euribor trimestrale dell'euro della durata di 3 anni*»⁽²⁴⁾. Secondo questa opinione la meritevolezza di tutela sarebbe assicurata anche da un'alea ignota, tesi non condivisibile, che sembra ben giustificare l'opinione di chi all'opposto liquida l'intrasparenza dei derivati col richiamo alla nullità della clausola «*interessi uso piazza*»⁽²⁵⁾. Non solo. L'opinione, qui criticata, appare an-

tutto quelli di minori dimensioni ovvero quelli di grande dimensione per prodotti considerati non core – acquistano il “prodotto” sul mercato, cioè concludono un contratto derivato speculare a quello che concludono con il cliente semplicemente aggiungendo un margine che copra i propri costi e rischi e consenta un profitto senza necessariamente avere a disposizione metodi “scientifici” per misurare l'alea. Questo scenario è particolarmente vero nel mercato finanziario italiano nel quale molti intermediari non “fanno mercato” di tali strumenti, cioè non hanno la capacità di strutturarli o la volontà di tenere posizioni aperte sui propri libri, ma sono perfettamente in grado di accedere a quegli intermediari che “fanno mercato”, cercando il prezzo migliore, di acquistare il “prodotto” (cioè concludere il contratto derivato) e di “rivenderlo” al proprio cliente».

⁽²⁴⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 71.

⁽²⁵⁾ A.A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli limiti” l'operatività in derivati*, in corso di pubblicazione in *Società*, 2016 e che ho potuto esaminare per la cortesia dell'Autore.

che incoerente, laddove è accompagnata dall'affermazione secondo cui quelle sulla misura del rischio sarebbero «*valutazioni del tutto soggettive*»⁽²⁶⁾, dato che affermare che alla base della prestazione del consenso vi sarebbero mere «*valutazioni soggettive*» – oltre ad equivalere a presentare come mere «*valutazioni soggettive*» anche tutte le consulenze tecniche d'ufficio disposte nelle cause e negli arbitrati che hanno ad oggetto contratti derivati, in cui il quesito posto al consulente è esattamente il calcolo del valore finanziario e quindi delle probabilità – significa riconoscere che «*valutazioni soggettive*» sono effettivamente operate anche dall'investitore ma si tratterebbe di «*valutazioni soggettive*» che possono prescindere da una seria e consapevole raffigurazione del rischio.

Che il contraente si determini a concludere o a non concludere il contratto, alla luce della raffigurazione della misura del rischio⁽²⁷⁾, non accade in altri contratti aleatori, per esempio nella rendita vitalizia, il cui oggetto è rappresentato bensì da un rischio, ma da un rischio, consistente nella c.d. vita contemplata, che è cieco, non misurato, ciò che giustifica il principio, statuito condivisibilmente dalla Corte di Cassazione, secondo cui il trasferimento di un bene ulteriore rispetto a quello originariamente trasferito, come corrispettivo delle prestazioni assistenziali, allorché queste siano divenute più gravose, è privo di causa, perché la causa del vitalizio originario è rappresentata dall'assunzione del rischio inerente alla misura ed alla durata dell'assistenza⁽²⁸⁾. *Ratio* di questa giurisprudenza è, all'evidenza, la considerazione che l'aggravamento del rischio è irrilevante perché non occorre che il rischio, oggetto della rendita vitalizia, sia misurato scientificamente, essendo la meritevolezza degli interessi perseguiti dai contraenti da rinvenire, senza esitazione, nelle prestazioni di assistenza come corrispettivo, aleatorio, del trasferimento.

⁽²⁶⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 71.

⁽²⁷⁾ Ap. Torino 22 aprile 2016, n. 654, in *www.dirittobancario.it* argomenta in motivazione che «è *inscindibile, in vista del riscontro di una causa concreta, la consapevolezza di tutte le connotazioni dello swap in capo al cliente. Incide sulla causa concreta sottostante al negozio giuridico l'occultamento di un valore negativo per il cliente stesso: la "causale" del contratto risulta falsata a livello obiettivo, in quanto comporta uno squilibrio, squilibrio non conosciuto e quindi rapportabile ad una falsa cognizione in capo al cliente della funzione stessa del contratto specifico*»; aggiunge la Corte che vi è «*impossibilità di verificare una causale concreta del particolare meccanismo negoziale se non congiunta ad una consapevolezza totale del cliente*». In senso opposto, Ap. Milano 3 marzo 2016, n. 858, in *www.dirittobancario.it*, secondo cui, se è consapevole che il contratto di *swap* è aleatorio, tanto basta, è irrilevante che il cliente conosca la misura del rischio, tanto sotto il profilo della validità del contratto, quanto sotto il profilo della responsabilità dell'intermediario.

⁽²⁸⁾ Cass. 22 aprile 2016, n. 8209, in *www.plurisdata.it*.

Il fatto è che la rendita, già nel sistema del codice civile del 1942, è giustamente concepita come un isolato contratto tra privati (P2P) che non richiede alcuna autorizzazione legale per essere concluso e non esistono significative ricadute sistemiche se quel vitaliziato vive più a lungo del previsto – anzi, la funzione previdenziale ed assistenziale di questo contratto ne attesta la sicura meritevolezza sociale⁽²⁹⁾, anche indipendentemente dall'eventuale misurazione scientifica della c.d. vita contemplata e naturalmente l'assunzione, qui, di un'alea sproporzionata è lecita ove assuma la forma della donazione –.

Ma il fatto è che l'assunzione di posizioni di rischio non meditate nella rendita è l'eccezione, mentre, nei lustri appena trascorsi, l'assunzione di posizioni irrazionali in derivati, da parte di investitori non consapevoli della misura del rischio assunto, è stata diffusissima, ed ha generato conseguenze sistemiche, che non si possono nascondere osservando che la tesi della scommessa razionale ingenererebbe, essa, «*sfiducia nel sistema finanziario*» ed «*incertezza (...) a scapito dell'ordinato svolgere degli affari economici*»⁽³⁰⁾, che sarebbe garantito, invece, dalla diffusione di derivati non trasparenti.

Anche fuori dai contratti aleatori, poi, l'esempio di chi strapaga un bene rispetto al suo valore di mercato è esatto in sé, ma non è un buon indice di sistema, al fine di ricavarne la plausibilità dell'assunzione di posizioni di rischio anche molto sproporzionate, perché il caso di chi strapaga un bene è eccezionale: è ben *rara avis* il compratore che offre dieci o cento volte il prezzo di quell'immobile o di quella partecipazione azionaria.

Una vivace critica dell'alea razionale si fonda su ciò, che per quanto le previsioni finanziarie, che costituiscono il presupposto della razionalità dell'alea, possano essere serie, e formulate sulla base di metodi comunemente accettati, e scientifici, nondimeno si tratterebbe sempre di previsioni, non di certezze.

Questo argomento ha una componente di buon senso, al pari di molti argomenti privi tuttavia di consistenza.

È certamente vero che le probabilità sono probabilità e, in futuro, quel che al presente è probabile, anche molto probabile, potrebbe non verificarsi.

⁽²⁹⁾ Bene sul punto J. LONG, *La contrattualizzazione dell'assistenza vitalizia agli anziani: dalla rendita vitalizia al contratto di mantenimento*, in *Nuova g. civ. comm.*, 2010, II, p. 611.

⁽³⁰⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 53.

Ma le probabilità non sono qualcosa che sarà rilevante nel futuro, bensì sono fatti solidamente ancorati al presente, in finanza come in diritto, come sa l'appellante la cui impugnazione è rigettata in prima udienza perché probabilmente infondata (art. 348-*bis* c.p.c.) o il danneggiato che non ottiene il ristoro della voce di danno che probabilmente non è la conseguenza di quel fatto (canone del «*più probabile che non*») o, per restare in tema, l'investitore che prova, senza successo, a sciogliere anticipatamente e a costo zero il derivato squilibrato e che, per uscire dal derivato, deve giustamente corrispondere all'intermediario il costo di estinzione e cioè, né più né meno, il valore finanziario negativo che esprime la sintesi della distribuzione implicita delle probabilità.

4. – Il rischio che i contraenti assumono, allorché concludono un contratto di *interest rate swap, cash settled*, è rappresentato dalle probabilità, misurabili, per ciascuno dei contraenti, di guadagnare o di perdere denaro⁽³¹⁾, rappresentato dalla liquidazione di differenziali, in dipendenza di un determinato criterio di connessione ed in funzione dell'andamento di un parametro. Sostenere il contrario – sostenere cioè che oggetto del contratto sarebbe il mero programma dei differenziali, indipendentemente dalla misura del rischio che il programma dei differenziali comporta – significa trascurare che i contratti derivati *over the counter*, conclusi tra intermediario ed investitore, sulla scorta dei modelli ISDA e simili, per il contenuto stesso che essi presentano nella prassi, esplicitano che essi hanno natura aleatoria e che essi possono avere, per l'investitore, uno scopo di copertura o di speculazione, e così uno scopo il cui soddisfacimento non è concepibile neppure astrattamente se l'investitore, che intende coprirsi da un rischio o speculare, non conosce quali e quante sono le probabilità di perdita o di guadagno. Per l'investitore l'oggetto del contratto non sono i differenziali, ma è la misura del rischio, come per l'acquirente di partecipazioni sociali che abbia elencato e pattuito analitiche *Rep&War*, l'oggetto del contratto non è soltanto l'azione, ma è anche il valore della partecipazione sociale. È piuttosto l'intermediario che, dato che conclude i contratti per arbitraggio, si pone in una posizione neutrale al rischio che potrebbe rendergli indifferente conoscere le probabilità di perdere o di guadagnare⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ U. CHERUBINI, *op. cit.*, 2016.

⁽³²⁾ Ed è quella indicata nel testo la ragione che potrebbe giustificare quanto accade nella realtà così come lo riferisce F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 79 e cioè che «*spesso gli intermediari – soprattutto quelli di minori dimensioni ovvero quelli di grande dimensione per*

Pertanto, la trasparenza sull'alea giuridica richiede, a pena di nullità, che il contratto presenti l'accordo sul *mark to market* e gli scenari probabilistici ed il modello e gli elementi per il calcolo (*mark to market* o *mark to model*⁽³³⁾).

Le probabilità sono non soltanto misurabili, ma sono in concreto misurate dall'intermediario, sicché la clausola contenuta nei contratti derivati *over the counter*, soggetti alla legge italiana, secondo cui «*il contratto comporta un elevato rischio preventivamente non quantificabile*», ha ad oggetto un fatto non vero. Si è osservato, in contrario, che «*l'affermazione contenuta in tale clausola è quanto di più vero possa esistere: il rischio di variazione dei fattori economici e finanziari è per definizione imprevedibile e la storia abbonda di esempi. Si tratta dell'alea economica presente in tutti i contratti a termine siano essi commutativi o aleatori*»⁽³⁴⁾, ma questa affermazione, di nuovo, equipara le probabilità alla certezza del futuro e, in questo modo, presuppone una non condivisibile prospettiva di indagine, poiché esclude l'autonoma rilevanza che invece ha, in finanza, la stima scientifica delle probabilità come dato fattuale, serio ed attendibile, del presente.

Non vale osservare, in contrario, nella prospettiva della forma, che non esiste una regola specifica nel diritto speciale dell'intermediazione finanziaria, di fonte primaria o secondaria, che imponga di indicare nel contratto il *mark to market*, gli scenari probabilistici ed il modello e gli elementi per il calcolo⁽³⁵⁾. Perché è vero che non esiste un precetto speciale

prodotti considerati non core – acquistano il “prodotto” sul mercato, cioè concludono un contratto derivato speculare a quello che concludono con il cliente semplicemente aggiungendo un margine che copra i propri costi e rischi e consenta un profitto senza necessariamente avere a disposizione metodi “scientifici” per misurare l'alea. Questo scenario è particolarmente vero nel mercato finanziario italiano nel quale molti intermediari non “fanno mercato” di tali strumenti, cioè non hanno la capacità di strutturarli o la volontà di tenere posizioni aperte sui propri libri, ma sono perfettamente in grado di accedere a quegli intermediari che “fanno mercato”, cercando il prezzo migliore, di acquistare il “prodotto” (cioè concludere il contratto derivato) e di “rivenderlo” al proprio cliente».

⁽³³⁾ La condivisione del modello è richiesta anche se il modello è «*tendenzialmente molto complesso, costoso e segreto*», per usare le parole di F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 80, il quale osserva, per parte sua, in senso critico, che «*sarebbe come imporre alla Coca Cola di illustrare la famosa segreta formula ai consumatori o distributori*».

⁽³⁴⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 78.

⁽³⁵⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 70 scrive che «*La prima osservazione alla tesi in esame è che la misurazione (quantitativa e qualitativa) dell'alea (sia in sede di conclusione che in sede di esecuzione o scioglimento del contratto) è un requisito non previsto da alcuna norma. La “necessarietà” di tali misurazioni non è prevista dal legislatore, ma dalla stessa dottrina in commento così come l'illiceità della causa che ne discenderebbe è frutto di una ricostruzione della medesima dottrina*».

che imponga l'indicazione del valore finanziario e degli scenari probabilistici⁽³⁶⁾, ma l'ordinamento giuridico non consiste soltanto di regole *ad hoc*, sicché un requisito che pure non sia imposto da alcun precetto testuale speciale del TUF o dei regolamenti comunitari o attuativi del TUF può tuttavia esserlo – ed è del tutto normale che possa esserlo – in base ai principi dell'ordinamento o a clausole generali o a precetti testuali contenuti nel codice civile.

5. – Il contratto di *swap* è un contratto difficilmente comprensibile o facilmente comprensibile.

E qui – sul grado di comprensibilità – si cela il pericolo di un apparente paradosso.

Intuitivamente, infatti, il contratto è difficilmente comprensibile se il rischio non è percepibile dal testo mentre è facilmente comprensibile se il rischio è percepibile dal testo.

Non è così.

Il contratto di *swap* è facilmente comprensibile se il rischio è cieco perché il testo contrattuale esibisce bensì i parametri, ma non evidenzia valore finanziario, scenari probabilistici e metodi e modelli di calcolo⁽³⁷⁾: perché in tal caso esso si presenta come lo scambio di prestazioni differenziali che comportano l'assunzione di posizioni di rischio.

Per converso, il contratto è difficilmente comprensibile, se è il rischio è razionale perché il testo evidenzia valore finanziario, scenari probabilistici e metodi e modelli di calcolo: il rischio è ora calcolato, è percepibile, si tratta di passare dalla percepibilità alla percezione e dalla percezione alla comprensione, come premessa dall'adesione al testo e quindi della manifestazione della volontà contrattuale.

⁽³⁶⁾ Gli scenari probabilistici non vanno confusi con le analisi di scenario, che sono redatte secondo il modello *what if* ed indicano appunto scenari, non le probabilità.

⁽³⁷⁾ La Corte di cassazione argomenta in chiave di informazione e responsabilità e conosce la responsabilità dell'intermediario quando «*l'investitore a(b)bia effettuato l'operazione sostanzialmente "alla cieca"*» perché osserva che «*ciò che si chiede all'intermediario finanziario non è di prevedere il futuro, ma di porre in condizioni l'investitore di effettuare scelte consapevoli, avendo cioè a disposizione dati adeguati a formarsi un convincimento sulla convenienza e sicurezza dell'operazione. Alla base della complessiva finalità della previsione dettata in tema di obblighi informativi dell'intermediario finanziario – ha di recente osservato questa Corte – sta, invero, la considerazione secondo cui ogni investitore razionale è avverso al rischio, sicché il medesimo, a parità di rendimento, sceglierà l'investimento meno aleatorio e, a parità di alea, quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio*» (Cass. 3 giugno 2016, n. 11466, in www.plurisdata.it).

Come sempre, il rimedio migliore di fronte alla difficoltà di comprensione del programma da condividersi è un rimedio pre-giuridico che risiede nella spontanea astensione dell'investitore dalla conclusione del contratto. Ma perché questo rimedio si attivi, bisogna appunto che la comprensione del testo richieda impegno; certo non è sufficiente la sola regola di condotta di cui alla Comunicazione c.d. sugli illiquidi n. 9019104 del 2 marzo 2009 Consob che indica tra le misure di «trasparenza» l'indicazione dei «costi anche a manifestazione differita che gravano, implicitamente o esplicitamente sul cliente».

Il valore finanziario al momento della conclusione è espresso da un numero – non, dall'indicazione di una percentuale del nozionale – che rappresenta la sintesi della distribuzione qualitativa e quantitativa delle probabilità, da non confondersi con le mere analisi di scenario, che sono all'opposto redatte secondo la metodologia c.d. *what if*, in cui i diversi scenari sono bensì esplicitati, ma lo sono senza l'indicazione delle probabilità di verifica di ciascuno degli scenari esplicitati, con la conseguenza che l'investitore può essere portato a considerare ciascuno scenario come equiprobabile.

La distribuzione di probabilità deve, a sua volta, essere espressa in forma sintetica (indicazione anche grafica della densità delle probabilità; indicazione di una percentuale con la perdita o il guadagno che ad essa corrisponde).

L'uno (*mark to market* o *mark to model*) e l'altra (distribuzione di probabilità) sono il frutto di un calcolo, che è effettuato sulla base di criteri e di un modello.

Naturalmente l'intermediario, se lo vuole, può assumere con la clientela le sue posizioni in derivati confidando nel suo foro interno su calcoli elaborati sulla base di modelli segreti, diversi da quelli esplicitati in contratto. Ma in ciascun contratto, il valore deve risultare siccome calcolato in base ai modelli, ed ai criteri, in esso indicati, e sulla base di questi si deve condividere, salvo un nuovo accordo, il valore finanziario ai fini dello scioglimento anticipato, della quantificazione di un *up front* in sede di rinegoziazione, della determinazione dell'importo della multa penitenziale ove sia pattuito un diritto di recesso, della quantificazione della penale in caso di risoluzione per inadempimento, e così via. Pertanto non è condivisibile l'opinione secondo cui l'accordo sui criteri ed il metodo di calcolo «diventa una inutile formalità»⁽³⁸⁾, atteso che sono, tutto al contrario,

(38) F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 78.

numerosi e rilevanti i momenti destinati a esser disciplinati esattamente sulla base dei calcoli condotti con questi metodi e criteri.

Poiché non esistono vincoli legali di forma o prescrizioni circa la modalità di evidenziazione grafica, l'indicazione del valore finanziario potrà essere la seguente: *«il valore finanziario del presente contratto al momento della conclusione è pari a - 100. Il segno - indica che il valore è negativo per l'investitore. Il valore è stato calcolato utilizzando i seguenti criteri: (...)»*. Ovviamente il valore finanziario va indicato anche se è 0, quando 0 è la sua misura. Difatti, non si tratta di un'informazione a scopo di protezione, ma si tratta della condivisione di un elemento essenziale – il valore finanziario – che non cessa di essere tale se è pari a 0.

I criteri qui da indicarsi dovranno comprendere le formule, i modelli e così ad esempio, Black and Scholes, Black and Scholes – Mertons, e così via, l'esplicitazione dei tassi di attualizzazione adottati per il calcolo del valore finanziario.

L'indicazione dovrà comprendere i criteri, ed il modello, adoperati per il calcolo degli scenari probabilistici, i quali esprimono la qualità dell'alea, e sono richiamati non perché imposti da un precetto speciale – che non esiste – ma in dipendenza della causa di scommessa, ed in particolare in dipendenza del fatto che la meritevolezza dell'alea risiede nella sua razionalità.

Gli scenari probabilistici devono essere indicati con la rappresentazione grafica della curva gaussiana che evidenzia la funzione di densità delle probabilità, distinguendo le probabilità negative dalle probabilità positive con le relative percentuali. Poiché è questa – la probabilità per aree – ad esprimere la qualità e la quantità delle probabilità, essa non dovrà, ma potrebbe utilmente, essere accompagnata dalla condivisione e dall'indicazione di casi, esemplificativi (cfr. art. 1365 c.c.), rappresentati dalla probabilità puntuale (le analisi di scenario). E così si scriverà nel contratto che *«Il contraente A ha il 75% per cento di probabilità di porsi nell'intervallo dell'area di guadagno compresa fra 0 e 100 e il 20% di porsi nell'intervallo dell'area di perdita compresa fra 0 e - 25»*.

Con questo requisito, giova ribadire, il contratto derivato non diventa un contratto facilmente comprensibile, bensì diventa, all'opposto, un contratto difficilmente comprensibile, per la difficoltà di valutare i criteri ed il modello e soprattutto di assegnare il giusto peso alle probabilità, non confondendole con la certezza o con una implicita garanzia di risultato – ovviamente inesistente – da parte dell'intermediario.

Poiché il contratto è predisposto dall'intermediario, nella maggior parte dei casi non vi sarà una negoziazione su questi punti. Per l'investi-

tore, che invece intenda effettivamente negoziare, potrà accadere che la negoziazione impedisca la conclusione del contratto, per molteplici ragioni alternative.

In una prima ipotesi, l'investitore, che ora coglie la difficoltà, perché il derivato è trasparente, la rifugge e si rifiuta di concludere un contratto che lo impegna a comprendere il significato del valore finanziario, di un modello, di una gaussiana, del tasso di attualizzazione, o di uno scenario di probabilità e che lo costringerebbe, al postutto, a fidarsi della serietà e dell'affidabilità di un modello di calcolo indicato dall'intermediario per lui difficilmente comprensibile.

La possibile astensione degli investitori dalla conclusione di un contratto finanziario perché difficilmente comprensibile è una *failure* per la prassi degli intermediari finanziari, ma non lo è per il diritto della finanza, poiché essa è necessaria fino a quando il diritto civile garantisca che un contraente, qualsiasi contraente, resti libero di non concludere un contratto, se non intende farlo.

In una seconda ipotesi, l'investitore comprende, ma rifiuta una distribuzione di probabilità squilibrata o a lui sgradita. Questo, mi pare, non è un inconveniente neppure per i mercati finanziari, e coincide con la più genuina manifestazione della libertà contrattuale. Va considerato che l'ipotesi dell'investitore che accetta, consapevolmente, una distribuzione di probabilità squilibrata, anche molto squilibrata, non è rara⁽³⁹⁾, dato che l'investitore può accettare, e di buon grado, una distribuzione di probabilità squilibrata, quando essa gli consenta ad esempio di ricevere l'erogazione del finanziamento c.d. *up front*.

In una terza ipotesi, che potrebbe non essere così frequente, l'investitore non intende condividere i criteri ed i calcoli dell'intermediario. Perché nulla vieta all'investitore di aderire nel contratto al criterio ed ai calcoli dell'intermediario pur confidando in altri criteri e in altri calcoli da lui stesso presi in considerazione nel suo foro interno ed al di fuori del rapporto con l'intermediario⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁹⁾ Come invece sembra ritenere F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 78, allorché scrive che «se le parti fossero d'accordo su tali scenari verrebbe probabilmente meno lo stesso motivo che spinge almeno una parte a concluderlo: se le parti sono d'accordo nel ritenere che in prospettiva futura i tassi saliranno una delle due non dovrebbe avere alcun interesse a coprire l'altra dal rischio che questi salgano».

⁽⁴⁰⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 78 si chiede «se anche la più strampalata previsione soddisfi il requisito di validità del contratto, posto che questa ha comunque la dignità di ogni previsione in quanto tale. La risposta non potrebbe che essere positiva, dato che è pacifico che l'effettiva realizzazione della previsione non incide sulla validità o efficacia del contratto».

In una quarta ipotesi – la più interessante – intermediario ed investitore mirano, ciascuno, ad un assetto di probabilità desiderato – l'intermediario innanzitutto per remunerare la sua attività e coprire i suoi costi⁽⁴¹⁾ – e negoziano sulle condizioni che darebbero luogo a quell'assetto di probabilità. Per esempio, l'investitore potrebbe desiderare di avere il 60% di probabilità di guadagnare 100 – sempre, beninteso, nella consapevolezza che si tratta di mera probabilità, e che il calcolo non è univoco, ma strettamente dipendente da un modello e dai criteri prescelti e condivisi – e pertanto potrebbe non concludere il contratto che, per come è strutturato, non la consenta.

Naturalmente, l'*alea* razionale che caratterizza il derivato non fa necessariamente del contraente un *investitore* razionale, bensì ne fa un contraente che, in quanto consapevole dell'*alea* che assume, agisce in maniera *potenzialmente* razionale e certamente autoresponsabile⁽⁴²⁾.

Razionale è dunque l'*alea*, non necessariamente *homo ludens*, che conclude un contratto derivato *over the counter*, il quale potrebbe non solo dedicarsi ad una speculazione pura ma farlo anche assumendo un rischio enormemente squilibrato e per esempio potrebbe concludere una scommessa squilibrata perché essa è speculare ad altra scommessa conclusa consapevolmente dallo stesso investitore con un altro intermediario⁽⁴³⁾.

Se la protezione dell'integrità dei mercati, affidata all'ufficio di diritto privato dell'intermediario, giustifica il requisito rigoroso della trasparenza, intesa come condivisione della quantità e della qualità del rischio, e se dunque l'investitore conosce la misura del rischio, e sceglie di concludere il contratto derivato, ne discende che l'intermediario non risponde di questa scelta dell'investitore⁽⁴⁴⁾, perché a meno che, sul piano delle regole di

L'argomentazione non sembra considerare: (i) che è ragionevole escludere – già istintivamente – che il diritto possa approvare soluzioni dichiaratamente «*strampalate*» sicché appare chiaro che le previsioni richieste non debbono e non possono essere tali; (ii) che il Regolamento Emir, prima tra le fonti, fa espresso riferimento per il *post trading* dei derivati a modelli e metodi comunemente accolti e quindi seri («*modelli prudenziali e affidabili*»); (iii) che un intermediario, se agisce in modo professionale, non propone, né si presta a negoziare, sulla base di una «*strampalata previsione*».

⁽⁴¹⁾ L'intermediario sta negoziando il suo compenso, e potrà dirlo. L'investitore potrà nondimeno rifiutare una distribuzione squilibrata dell'*alea*, pur consapevole che lo squilibrio avrebbe remunerato l'intermediario per l'attività prestata.

⁽⁴²⁾ Cfr. A. ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, in *www.dirittobancario.it*, 2016.

⁽⁴³⁾ Più ampiamente D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contratto e impr.*, 2014, p. 835 ss.

⁽⁴⁴⁾ Rinvio a D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in R. d.

condotta, ricorrendo una raccomandazione personalizzata dell'intermediario⁽⁴⁵⁾, la scommessa non sia inadeguata per l'investitore, che non sia finanziariamente in grado di sopportare le possibili conseguenze negative della conclusione del contratto (ancorché probabilisticamente contenute), non esiste in capo all'intermediario un obbligo di astensione dalla conclusione di un derivato rischioso, anche molto rischioso, per l'investitore, che lo abbia concluso nella consapevolezza della misura del rischio.

Ed è nella prospettiva dell'ordine pubblico economico di garantire, per quanto possibile, lo spessore del mercati, che appare non convincente l'argomento secondo cui «*l'incalcolabilità dell'alea si dà solo come connotato dell'agire negoziale di una parte, di guisa che l'irrazionalità, che ingenera, non è del contratto, ma della scelta del contraente che "non sa" di concluderlo "senza sapere"»* al pari dell'opinione secondo cui «*la soggettiva ignoranza che un contraente nutre circa l'alea che si assume rende irragionevole solo la sua condotta negoziale e, quindi, può, in linea di principio, rilevare esclusivamente sul piano dei vizi della sua volontà e delle relative discipline»*, perché anche «*rievocando (...) le finalità di ordine pubblico (...) la legge non può, d'imperio, fare economicamente irrazionale un regolamento che, di per sé, non lo è»*⁽⁴⁶⁾.

Con riferimento a questo argomento ed a questa opinione, si può osservare che, se è esatto che l'agire in modo inconsapevole del singolo contraente è innanzitutto un suo problema⁽⁴⁷⁾, non è vero però che il problema non sia anche, e soprattutto, di sistema, allorché i contraenti che agiscono in modo inconsapevole sono molti. E siccome questa è la situazione dei mercati finanziari globali, è con questa situazione che occorre fare i conti, come sempre accade allorché la nullità contrattuale viene in

priv., 2009, p. 75 ss. In giurisprudenza, Trib. Milano 4 settembre 2015, n. 9910, in *www.il-caso.it* argomenta che «*le scelte di investimento sono frutto di determinazioni individuali che prescindono»* dalla «*capacità patrimoniale»* e dalla «*professionalità»* dell'investitore, «*ben potendo (...) un investitore con un modesto patrimonio e scarse conoscenze, avere un profilo di rischio alto ed un obiettivo di investimento speculativo»*.

⁽⁴⁵⁾ M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione dei derivati OTC)*, in D. MAFFEIS (cur.), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte – Quaderni di BBTC*, Milano 2014, p. 265 ss.

⁽⁴⁶⁾ M. BARCELLONA, *Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contratto e impr.*, 2014, p. 896 s.

⁽⁴⁷⁾ Ma in un contributo più recente – M. BARCELLONA, *La causa del contratto e il prezzo vile: giudizio causale e trasparenza negoziale*, in *Nuova g. civ. comm.*, 2016, p. 507 – si legge che il «*giudizio causale»* serve per verificare che «*appaia plausibile che le parti ne abbiano valutato la lui convenienza»* e forse questa osservazione non è così distante dall'idea dell'alea razionale la quale presuppone che l'investitore sia consapevole, quando contratta, del rischio che assume.

gioco per presidiare interessi terzi rispetto a quelli dei contraenti e ad esempio di recente è accaduto per la clausola *claims made*, che potrebbe essere nulla, secondo le sezioni unite, quando l'assicurazione riguarda la responsabilità civile obbligatoria, come quella dei professionisti, trattandosi qui di evitare che la clausola *claims made* venga a creare «*buchi di copertura*» dannosi per la generalità dei danneggiati, che pure sono terzi rispetto a ciascun singolo contratto di assicurazione⁽⁴⁸⁾. Il mercato, separando il denaro dai, come dire, contraenti inconsapevoli, un po' ne elimina, e ciò è bene, ma, a forza di eliminarne, è esso stesso ad assottigliarsi, e infine a sparire, e ciò è male, dato che, per esistere, i mercati finanziari hanno bisogno, oltre che naturalmente degli intermediari, anche degli investitori.

6. – La scommessa razionale impone di rileggere la disciplina della rescissione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

Sono astrattamente configurabili:

- il rischio dello scarto tra il valore soggettivo originario delle prestazioni ed il valore oggettivo originario delle stesse prestazioni; viene in rilievo al riguardo la disciplina della rescissione (artt. 1447, 1448 c.c.);
- il rischio della successiva oscillazione del valore oggettivo delle prestazioni rispetto al valore – il valore soggettivo – originario; viene in rilievo al riguardo la disciplina della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta (artt. 1469, 1469 c.c.).

La *ratio* di entrambe le discipline – quella che esclude l'applicazione del rimedio della rescissione per causa di lesione; quella che esclude del pari la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta – risiede nella considerazione, terra terra ma non banale, che, se il contraente ha concluso un contratto aleatorio, non dovrebbero avere rilevanza la sproporzione originaria del valore delle prestazioni o il carattere eccessivamente oneroso dovuto al verificarsi di avvenimenti – straordinari ed imprevedibili – successivi alla conclusione del contratto⁽⁴⁹⁾.

Senonché, questa *ratio* non è solida, come da tempo è stato evidenziato⁽⁵⁰⁾, dato che, anche nei contratti aleatori, è plausibile che i contraenti,

⁽⁴⁸⁾ Cass., sez. un., 6 maggio 2016, n. 9140, cit., p. 16 della motivazione.

⁽⁴⁹⁾ Il legislatore assume infatti non soltanto che sia aleatorio il contratto in cui sono incerti, al momento della conclusione del contratto, l'*an* ed il *quantum* delle prestazioni di entrambi i contraenti, o di uno solo di essi (P. CORRIAS, *Il problema dell'onerosità-gratuità nel contratto*, cit., p. 66 ss.), ma anche che, nei contratti aleatori, sia impossibile stabilire il valore delle prestazioni, proprio perché esse sono incerte.

⁽⁵⁰⁾ R. SACCO, in R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, Torino 2004, tomo II, p. 605:

pur volendo assumere un'alea, come accade nella scommessa, tuttavia giungano alla determinazione di concludere il contratto sul presupposto della conoscenza del valore dell'alea o comunque sul presupposto di una stima della misura del rischio. Quando questo accade, appare inappagante l'idea che, se i due valori sono sproporzionati *ultra dimidium* (art. 1448 c.c.), o se il valore dell'altra prestazione cambia, e la misura oggettiva del rischio cambia (art. 1467 c.c.), ciò sia in radice privo di rilevanza giuridica in considerazione del fatto che il contraente ha inteso assumere un rischio. Vi sono, infatti, due modi diversissimi di assumersi un rischio. Il primo è quello di assumere il rischio alla cieca, per scherzo, per la lusinga di un attimo di follia (il matematico finanziario discorrerà di «*incertezza*»⁽⁵¹⁾); il secondo è quello del contraente consapevole che assume il rischio sulla base di una stima razionale ed allo scopo, meditato, di conseguire un guadagno («*rischio*», senza aggettivi, perché, per il matematico finanziario, è ovvio che il rischio, in finanza, è il rischio consapevole delle probabilità⁽⁵²⁾). Al primo modello corrisponde la scommessa cieca, o di pura sorte; al secondo modello corrisponde la scommessa razionale, o, secondo il linguaggio antico, la scommessa di abilità. Poiché l'alea può atteggiarsi in un modo o nell'altro – alea cieca; alea razionale – e, soprattutto, può essere diversamente apprezzata dal diritto – scommessa meritevole anche se cieca; scommessa meritevole solo se razionale – apparirebbe doppiamente criticabile l'osservazione, secondo cui l'espressione «*alea razionale*» sarebbe un ossimoro. Dal punto di vista del diritto l'osservazione sarebbe errata nel metodo, dato che tra l'espressione legislativa che richiama un dato della realtà (alea, rischio) e quella che ad essa si affianca per tratteggiare la disciplina (razionale) un ossimoro non è concepibile (se lo fosse, sarebbe un ossimoro l'espressione «*contratto nullo*», la quale ha invece un significato giuridico inequivocabile che è quello di individuare una fattispecie e quindi una disciplina). L'osservazione sarebbe parimenti errata dal punto di vista del fatto, dato che l'uomo medio esce di casa con l'impermeabile quando prevede che piova.

Se la scommessa è cieca, di pura sorte, le regole di cui agli artt. 1448, comma 4 e 1469 c.c. si giustificano, perché non si può ammettere che il

«la limitazione che risulta dalla lettera dell'art. 1448 è irrazionale» perché «anche attraverso un contratto aleatorio si può perfezionare una lesione, quando il valore della prestazione dedotta in modo aleatorio, moltiplicata per il coefficiente del rischio, sia superiore o inferiore al valore della controprestazione (così ad esempio se si conchiudesse un contratto di assicurazione con premi cinque volte maggiori quelli correnti)».

⁽⁵¹⁾ U. CHERUBINI, *op. cit.*, 2016.

⁽⁵²⁾ U. CHERUBINI, *op. cit.*, 2016.

contraente si vincoli consapevolmente ad una prestazione indipendentemente dalla probabilità di guadagnare, e sia ammesso *ex post* a lamentare di non aver guadagnato. Ma il contrario vale, se il contraente, debitore della prestazione del cui valore si tratta, si è vincolato ad una prestazione in base alla consapevolezza del valore della prestazione e così ad un calcolo razionale delle probabilità⁽⁵³⁾; in questo caso – il caso della scommessa razionale, qual è il contratto derivato – non appare giustificato che non si ammettano la rescissione per causa di lesione e la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. La dottrina più autorevole insegna da tempo che la rescissione per causa di lesione opererebbe «*se taluno, in stato di bisogno, fosse costretto a scommettere uno contro dieci anziché uno contro uno*»⁽⁵⁴⁾.

Questa conclusione – l'applicazione ai contratti derivati dei rimedi della rescissione per causa di lesione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, in dipendenza della natura di scommesse razionali – risente poi, com'è ovvio, dei limiti di operatività che i due rimedi presentano secondo la disciplina generale.

La rescissione per causa di lesione può configurarsi entro limiti meno angusti; invece, la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta presenta un ambito di applicazione estremamente limitato.

La rescissione per causa di lesione, oltre allo stato di bisogno ed all'approfittamento, presuppone che vi sia una sproporzione, tra il valore della prestazione di una parte ed il valore della prestazione dell'altra, e che la sproporzione ecceda la metà del valore dell'altra.

Così, il contratto derivato è rescindibile, per causa di lesione, se, in un contratto di *interest rate swap*, il valore finanziario della gamba a debito, di uno dei contraenti, supera della metà il valore finanziario dell'altra gamba del derivato, e ciò alla stregua dei criteri di calcolo condivisi nel contratto. Trattandosi di una scommessa, il presupposto dello scopo di guadagno del contraente avvantaggiato è scontato, mentre lo stato di bisogno, da valutarsi con rigore, sussiste se il risparmiatore o l'impresa, che conclude il contratto derivato, versa in una situazione di illiquidità o se essa deve rinviare perdite, per evitare una situazione di illiquidità. Non basta, invece, che il derivato sia rinegoziato per rinviare le perdite, fuori da una situazione attuale o potenziale di illiquidità, perché la semplice esigenza dell'impresa di rinviare perdite non integra

⁽⁵³⁾ In questo ordine di idee G. MIRABELLI, *La rescissione del contratto*, Napoli 1962, p. 288.

⁽⁵⁴⁾ R. SACCO, in R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., tomo II, p. 482.

uno stato di bisogno. L'approfittamento, da parte dell'altro contraente, ricorre anche se la proposta o l'invito a proporre proviene dal contraente bisognoso.

La clausola di deroga alla disciplina della rescissione per causa di lesione, con la quale si esclude l'applicazione del rimedio di cui all'art. 1448 c.c., spesso presente nei moduli contrattuali, è nulla, perché la disciplina della rescissione è inderogabile.

Anche la risoluzione per eccessiva onerosità opera alla luce del valore finanziario che emerge dall'adozione del criterio di calcolo condiviso nel contratto.

Tuttavia, l'ambito di applicazione del rimedio appare assai limitato, perché i contratti derivati sono scommesse razionali, concluse sulla base di un giudizio di probabilità, e così di una stima, che presuppone una previsione in ordine agli avvenimenti che possono incidere *ab externo* sul valore delle prestazioni.

L'ipotesi che un'oscillazione del parametro dipenda da avvenimenti «*imprevedibili*» appare marginale. La finanza è previsione. Solo il cigno nero di Taleb può fondare il rimedio. Non è imprevedibile la vittoria del *Leave* e quindi la Brexit, non lo sono il fallimento di Lehman Brothers o il *default* dell'Argentina, né i ripetuti interventi di *quantitative easing*.

La clausola di deroga alla disciplina della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, se presente, è valida.

7. – L'alea razionale garantisce la liceità del compenso probabile dell'intermediario e responsabilizza l'investitore, eliminando la questione della liceità dei c.d. costi impliciti⁽⁵⁵⁾.

La trasparenza del rischio consente di osservare quel che, invece, l'intrasparenza impedisce: e cioè che il fatto che l'investitore concluda un contratto derivato caratterizzato da uno squilibrio anche particolarmente elevato, è irrilevante, sul piano della validità del contratto, come è irrilevante che, nei contratti con causa di scambio, il compratore corrisponda per l'acquisto di un bene un corrispettivo anche molto superiore rispetto al suo valore c.d. di mercato. Ciò che conta è che il contraente,

(55) L'assunzione della misura del rischio responsabilizza, inoltre, la persona fisica che agisce per conto altrui, o come organo di una società o di altro ente, secondo la prospettiva indicata da F. DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, reperibile al sito <http://www.scuoladiculturapolitica.it/sitoSCP2013/documentazione/Modulo4>.

nello scambio, conosca l'oggetto del suo acquisto e, di conseguenza, che la sua dichiarazione contrattuale cada su qualcosa, di cui egli è consapevole. Quanto poi il contraente, consapevole, lo paghi, è affar suo. Nella scommessa finanziaria, il contraente non acquista un bene, bensì assume un'alea, e ciò che rileva è che egli, entrando nella scommessa, sia a conoscenza della distribuzione qualitativa del rischio.

Questa esigenza – che l'investitore, entrando nella scommessa, sia a conoscenza della distribuzione qualitativa del rischio – costituisce un tratto caratterizzante della finanza e del mercato degli strumenti finanziari e ricorre nella scommessa, non invece negli altri contratti aleatori, come l'assicurazione e la rendita vitalizia⁽⁵⁶⁾, non perché non sia tecnicamente possibile calcolare il rischio assunto con una rendita o perché non sia tecnicamente immaginabile che l'assicurato condivida la stima del rischio fatta, con la tecnica attuariale, dalla compagnia di assicurazione⁽⁵⁷⁾, ma perché ma perché, da un lato, il costo dell'assicurazione e la misura del rischio della rendita vitalizia (o il vitalizio alimentare o il contratto di mantenimento) non producono rilevanti ricadute sistemiche, dall'altro, l'assicurazione e la rendita vitalizia (o il vitalizio alimentare o il contratto di mantenimento) soddisfano interessi socialmente meritevoli, diversi ed ulteriori rispetto alla mera programmazione di flussi finanziari, che la scommessa finanziaria, invece, non soddisfa, e ciò perché, quanto al singolo rapporto contrattuale, gli effetti contrattuali della scommessa finanziaria si esauriscono nei flussi finanziari così come originariamente programmati, sicché è sulla consapevolezza da parte dei contraenti della programmazione dei flussi finanziari, e soltanto su di essa, che il giudizio di meritevolezza va condotto.

Nell'assicurazione, la traslazione di un rischio alla compagnia di assicurazione ha un sicuro valore ed utilità sociale e così pure lo ha l'interesse del proprietario del mobile o dell'immobile o del capitale al mantenimento a vita come corrispettivo dell'alienazione e sono questi interessi individuali, socialmente apprezzabili, unitamente alla mancanza di rilevanti ricadute sistemiche, a giustificare l'impegno economico, da un lato, dell'assicurato, anche se assunto ignorando il calcolo attuariale del rischio operato dalla

⁽⁵⁶⁾ Non appare quindi decisiva l'osservazione, in sé certamente esatta se riferita alla disciplina dettata dal codice civile, di F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 71 secondo cui «Nessun contratto aleatorio tipico (rendita perpetua, emptio spei, assicurazione...) richiede ai fini della validità che vi sia un accordo sulla misurazione, tantomeno scientifica, dell'alea».

⁽⁵⁷⁾ Swap ed assicurazione possono combinarsi: si veda F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati sulla longevità: longevity swap, forward e bond*, in *Assicuraz.*, 2013, p. 377 ss.

compagnia, e, dall'altro, del proprietario del mobile o dell'immobile o del capitale, il quale assume l'impegno di mantenere l'altro contraente senza conoscere la misura del rischio dipendente dalle previsioni sulla durata della vita del beneficiario o di altra persona. Nessun interesse ha, invece, l'investitore, quando conclude uno *swap*, al di fuori dell'interesse di guadagnare – non importa se al fine di speculare o di coprirsi da un rischio –, sicché il programma è socialmente meritevole, anche allo scopo di prevenire rilevanti ricadute sistemiche, se l'investitore sa quale alea, e quanta alea assume.

Va soggiunto che non esiste ad oggi un particolare *favor* dell'ordinamento per lo spessore del mercato delle rendite vitalizie ma, se questo *favor* un giorno esistesse, il primo incentivo a concludere contratti di rendita vitalizia sarebbe rappresentato dalla trasparenza sul calcolo delle probabilità di vita dei proprietari che intendano alienare mobili, immobili o capitali.

Quanto all'assicurazione, la diversità di struttura e di funzione rispetto al derivato *over the counter* è radicale (e non consente, a mio avviso, di individuare nell'assicurazione il paradigma di riferimento per individuare specifici tratti di disciplina dei derivati *over the counter*). Nessun assicurato si farebbe calcolare dalla compagnia di assicurazione o da altri la misura del rischio al fine di decidere se assicurarsi ad esempio per l'evento di morte.

L'assicurato paga un premio definito, e che sa di poter sopportare, per liberarsi da un rischio e in questo modo acquista una certezza, il cui valore sta soltanto a lui di stimare. La liberazione dal rischio, che il contratto di assicurazione consente, incentiva l'assunzione dell'onere di svolgere attività socialmente utili, ma pericolose, e ciò produce a sua volta un'ulteriore utilità sociale.

Per converso, la conclusione di un contratto derivato *over the counter* comporta l'assoggettamento dell'investitore ad un programma di flussi finanziari che ha senso per l'investitore soltanto se è vantaggioso, secondo la valutazione consapevole – e quindi *potenzialmente* razionale – dello stesso investitore.

Se il valore finanziario indicato nel contratto è negativo per il cliente, ma il cliente lo conosce e lo condivide, non avrà importanza stabilire se lo scopo perseguito dall'intermediario, predisponendo un contratto squilibrato, sia stato di remunerarsi, e di che cosa (spese sostenute, spese presunte, spese necessarie, spese opportune, puro guadagno, e così via). Trattasi infatti di libera contrattazione in cui il margine di guadagno spe-

rato, secondo tradizione, riguarda la sfera dei contraenti e non incide sulla validità del contratto ⁽⁵⁸⁾.

⁽⁵⁸⁾ Come ha esattamente statuito la Corte di Cassazione, con la sentenza n. 9644 in data 11 maggio 2016, in *www.diritto bancario.it*, 2016, il calcolo del *mark to market* «richiede l'impiego di modelli matematico-finanziari di attualizzazione, in una con l'adozione di scelte metodologiche che scontano un inevitabile tasso di opinabilità tecnica» ed in cui «l'apprezzamento (...) valutativo deriva (...) dal metodo di calcolo utilizzato».