

**Università degli Studi di Sassari**  
**Dipartimento di Scienze giuridiche**  
**Scuola di Dottorato in Diritto ed Economia dei sistemi produttivi**  
**Indirizzo giuridico**  
Ciclo XXIV

*I contratti derivati sottoscritti dagli Enti  
territoriali*

*Direttore della Scuola di dottorato: Illustre Prof. Michele M.  
Comenale Pinto*

*Tutor: Illustre Prof. Avv. Federico Ferro-Luzzi*

*Tesi di dottorato di: Fabrizio  
Calisai*

ANNO ACCADEMICO 2010 - 2011

## Indice

### **Capitolo I: I CONTRATTI DERIVATI – IN PARTICOLARE: LO SWAP SU TASSO DI INTERESSI (*INTEREST RATE SWAP*)**

1.1	Profili introduttivi.....	p. 6
1.2	Contratti derivati: ontologia e funzionalità.....	p. 10
1.2.1.	Contratti derivati –schemi negoziali di base: <i>futures e options</i> .....	p. 11
1.2.2.	Lo <i>swap</i> : in particolare lo <i>swap</i> su tasso di interessi o <i>interest rate swap</i> . ....	p. 22
1.3.	Il contratto di <i>interest rate swap</i> - profili civilistici.....	p. 33
1.4.	<i>L'interest rate swap</i> come contratto aleatorio.....	p. 39
1.5.	<i>L'Interest rate swap</i> e l'applicabilità dell'eccezione di gioco e scommessa <i>ex art. 1933 c.c.</i> : un finto problema.....	p. 48
1.6.	La normativa tecnica di settore: Il T.U.F.....	p. 55
1.7.	La normativa secondaria connessa al Tuf - le specie di	p. 62

	obblighi informativi. ....	
1.7.1.	<i>Segue: la regola dell'adeguatezza o suitability rule. ....</i>	p. 72
1.8.	La divisione in classi degli investitori. ....	p. 76

**CAPITOLO 2: LA RICOSTRUZIONE DEL PANORAMA  
NORMATIVO IN MATERIA DI DERIVATI PUBBLICI**

2.1.	2.1 Enti territoriali (e quindi pubbliche amministrazioni) ed attività contrattuale. ....	p. 82
2.2.	Autonomia privata ed enti pubblici: l'evidenza pubblica. ... ..	p. 87
2.3.	Enti locali e contratti derivati: le ragioni di una scelta "drastica".....	p. 101
2.4.	La normativa di settore - Il principio. ....	p. 105
2.5.	I successivi interventi correttivi-interpretativi-limitativi ...	p. 110
2.6.	La normativa attuale .....	p. 120

**CAPITOLO III: ALCUNE PROBLEMATICHE TIPICHE  
SOTTESE ALLA STIPULAZIONE DEI CONTRATTI  
DERIVATI.**

3.1.	Prospettive di indagine.....	p. 125
3.2.	La “diatriba” sul rilascio della dichiarazione di operatore qualificato.....	p. 126
3.3.	La violazione delle norme di condotta da parte degli intermediari finanziari – un esempio di distorsione nell’applicazione del diritto derivante da urgenza di tutela nei confronti della controparte debole.....	p. 137
	..	
3.3.1.	Prima fase: la giurisprudenza di merito.....	p. 137
3.3.2.	Seconda fase: la giurisprudenza di legittimità .....	p. 142
3.3.3.	<i>Segue</i> : l’apparato rimediale conseguente alla violazione dei precetti comportamentali – la fase immediatamente successiva del contenzioso .....	p. 146
3.4.	La rimodulazione – <i>rectius</i> - rinegoziazione dei contratti derivati.....	p. 151
3.5.	<i>L’up-front payment</i> .....	p. 161
3.6.	La fase patologica del rapporto contrattuale: annullamento in autotutela degli atti pubblici che compongono la procedura contrattuale e conseguenze sul rapporto negoziale.....	p. 167
3.6.1	<i>Segue</i> - la soluzione giurisprudenziale – lo specifico caso dei derivati pubblici .....	p. 174

<b>Bibliografia</b> .....	p. 181
<b>Indice delle pronunce giurisprudenziali citate</b> .	p. 194
...	

## CAPITOLO I: I CONTRATTI DERIVATI – IN PARTICOLARE: LO SWAP SU TASSO DI INTERESSI (*INTEREST RATE SWAP*)

### 1.1. Profili introduttivi.

Il presente lavoro nasce con l'intento di affrontare lo studio delle problematiche civilistiche sottese alle operazioni in derivati compiute dagli enti pubblici territoriali, come regioni, province e comuni, attraverso la sottoscrizione di contratti di *interest rate swap*, a copertura del debito accumulato a monte dall'ente stesso mediante accensione di mutui o emissioni di prestiti obbligazionari.

Negli ultimi anni l'attenzione degli operatori e degli interpreti, oltre che degli organi di controllo<sup>1</sup> e perfino dei media,<sup>2</sup> si è rivolta con sempre maggiore attenzione alle operazioni contrattuali in analisi, mettendo in luce più che altro quelli che sono stati gli aspetti patologici delle stesse, sicuramente in ragione delle ingenti perdite economiche per le casse degli enti di cui sono state causa.

La dottrina ha stigmatizzato l'utilizzo dei derivati, definendo i contratti derivati sottoscritti dagli enti territoriali con termini abbastanza pesanti<sup>3</sup> e individuando i prodromi di quello che potrebbe essere il nuovo "scandalo finanziario"<sup>4</sup>.

Il clima di attenzione e di sfiducia attuale è in parte giustificato, soprattutto se si pensa ai recenti casi dei dissesti finanziari di alcuni emittenti, conseguenti

---

<sup>1</sup> Cfr. G. MAROTTA, *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: i referti della Corte dei Conti*, in *Fin loc.*, 2006, p. 96 e ss.

<sup>2</sup> Si veda a riguardo *Report*, puntata del 14 ottobre 2007, in [www.report.rai.it](http://www.report.rai.it).

<sup>3</sup> Cfr per esempio G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Adelphi 2003, in cui si parla di "strumenti finanziari di distruzione di massa" e "bombe ad orologeria".

<sup>4</sup> In questo senso F. SARTORI, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, p. 116 e ss.

all'immissione sul mercato di titoli ad alto rischio e alla infinita serie di contenziosi che ne è derivata.<sup>5</sup>

In effetti, è difficile non nutrire qualche perplessità sull'opportunità delle operazioni in derivati effettuate da enti pubblici, soprattutto se si considerano i disastrosi risultati economici, ma tali perplessità non devono nascere, a parere di chi scrive, solamente dalla natura delle operazioni contrattuali in sé o dalla struttura delle stesse, o da una ormai endemica sfiducia nei confronti del sistema bancario e finanziario, ma anche dall'utilizzo distorto che in certi casi se ne è fatto.

A questo proposito, non si può non evidenziare la complessità, la polimorfia e la consistente varietà che contraddistingue operazioni negoziali come i contratti derivati, gli *swaps*, *futures*, *options*, schemi contrattuali nati nella prassi

---

<sup>5</sup> Il riferimento è ai noti casi Cirio, Parmalat, Tango Bond. In argomento si rimanda a S. PANZINI, *Violazione dei doveri di informazione da parte degli intermediari finanziari, tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contratto e Impresa*, 2007, p. 982 e ss.; M. TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, pagg. 363 e ss.; F. S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MIFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza di comportamento delle imprese di investimento*, in *Foro it.*, 2008, p. 56 e ss.; G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, p. 102 e ss.; V. MARICONDA, *Regole di comportamento nelle trattative e nullità del contratto: la criticabile ordinanza di rimessione alle S.U.: >>*, in *Corr. Giur.*, 2007, p. 365 e ss.; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle S.U. della Cassazione*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 1 e ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 e ss.; P. FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2128 e ss.; C. MIRIELLO, *La buona fede oltre l'autonomia contrattuale, verso un nuovo concetto di nullità*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 285 e ss.; ID, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni, alcuni punti fermi*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pagg. 284 e ss.; ID, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari, e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pagg. 495 e ss.; F. FERRO-LUZZI, *Gli interessi diffusi degli investitori, quale tutela? Prime riflessioni sulla gabbia ove le associazioni dei consumatori hanno rinchiuso i propri associati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, p. 143 e ss.; V. SANGIOVANNI, *Il nuovo diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 2008, p. 177 e ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 393 e ss.; 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 e ss.; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, p. 221 e ss.;

dei mercati finanziari di paesi ed ordinamenti differenti dal nostro che richiedono, da parte degli operatori, un elevato livello di competenza non solamente giuridica, ma anche economica, che spesso gli enti territoriali non possedevano e non possiedono.

Molti contratti derivati infatti sono stati sottoscritti “al buio” e gli enti, in parte giustificati dall’assenza di un substrato normativo da seguire che fosse chiaro, compatto e sistematicamente ordinato, hanno fatto un ricorso indiscriminato a tali contratti, con lo scopo di ristrutturare il debito, ma con un malcelato intento speculativo, spinti forse dal desiderio di recuperare risorse in breve tempo, ma di fatto finendo per accumulare debiti, che ricadranno sulle amministrazioni e sulle generazioni future.

A ciò si aggiunga che molte delle operazioni contrattuali in essere tra enti territoriali ed intermediari, sono state oggetto di quella che, in senso forse atecnico, viene definita rimodulazione, operazione che consiste in una rinegoziazione del contratto, ma che porta come conseguenza fisiologica il sommarsi delle perdite derivanti dalla operazione pregressa con quelle della “nuova” operazione.

Molti enti hanno scelto questa via anziché optare per una risoluzione consensuale del rapporto, auspicando, in modo forse troppo ottimistico, di poter risanare operazioni già in perdita.

Il recente passato ci insegna inoltre che operazioni contrattuali e finanziarie fortemente aleatorie effettuate con denaro pubblico possono essere foriere di gravi perdite, tanto da portare al dissesto dell’ente stesso.<sup>6 7</sup>

---

<sup>6</sup> Si veda a riguardo G. DE MARCO, *Il quadro normativo, in Gli strumenti derivati degli enti locali*, Atelli (a cura di), Milano, 2004, p. 1 e ss.: “In argomento fece molto discutere il caso *Hammersmith*. A cavallo tra il 1987 e il 1989 un *London Borough Council* aveva stipulato diversi contratti derivati scommettendo su un ribasso dei tassi di interesse; l’avversa evoluzione dei tassi comportò, tuttavia, una perdita per l’amministrazione locale. Il caso giudiziario che ne scaturì, su iniziativa dell’*Auditor*, si concluse il 24 gennaio 1991 (dopo tre gradi di giudizio) con la severa affermazione della *House of Lords* secondo cui la *Local Authority* londinese non aveva, nella fattispecie, alcun potere di stipulare swap su tassi di interesse (ciò anche alla luce del *London Government Act* del 1996, del *London Government Act* del 1972 e del *Local Government Finance Act* del 1982), trattandosi di atti eccedenti la capacità dell’ente. A nulla valsero le difese delle controparti bancarie volte a dimostrare la natura non speculativa delle operazioni, finalizzate alla gestione attiva del debito. Altrettanto clamore suscitò il caso Orange County. Il 6 dicembre 1994 il distretto



L'analisi si concentrerà in primo luogo sugli aspetti puramente contrattuali e civilistici dei contratti derivati ed in particolare sullo schema *swap (interest rate)* essendo il tipo di contratto utilizzato ed utilizzabile dagli enti locali con funzione di copertura e ristrutturazione del debito, facendo anche un breve cenno alla recente riforma della materia dell'intermediazione finanziaria voluta dal legislatore comunitario, per tutta quella parte che interessa i contratti derivati.

Si passerà quindi alla ricostruzione dello stratificato e complesso panorama normativo di riferimento, per concludere con l'esame di alcune problematiche tipiche relative alle operazioni in derivati e ai contratti di intermediazione finanziaria recentemente al vaglio di giurisprudenza e dottrina.

---

californiano dichiarò uno dei più rilevanti dissesti finanziari nella storia dei *Local Government* statunitensi, allorché nel giro di pochi mesi le perdite di un *investment pool* (una sorta di fondo monetario finalizzato a ottimizzare le giacenze di liquidità di circa 250 amministrazioni locali) superarono il miliardo e mezzo di dollari (circa il 20% del valore del fondo stesso) Si appurò in seguito che il fondo, anche a causa di un notevole effetto leva (erano stati investiti circa 20 miliardi di dollari, pur a fronte di una liquidità di circa 7,5 miliardi) aveva assunto una forte esposizione (e vulnerabilità) ai rischi di tasso e di liquidità, sicché non resse ai ripetuti rialzi di tasso decisi dalla Fed in corso d'anno. Il responsabile del fondo scontò circa un anno agli arresti domiciliari e fu multato di centomila dollari. Sia l'esperienza britannica che quella statunitense – entrambe maturate in Paesi all'avanguardia per quanto riguarda, in generale, il tea dell'innovazione finanziaria – hanno indotto a meditare non solo sulla opportunità, per un ente locale, di effettuare operazioni in derivati, ma anche sui limiti o comunque sulle cautele da osservare ne caso in cui dette operazioni siano ammesse.”

<sup>7</sup> Per una interessante ricostruzione delle principali e più significative tappe della storia degli strumenti derivati si rimanda a P. TENUTA, *Gli strumenti finanziari derivati. Origine, tipologie e possibili effetti sul future management degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p. 36: “le origini di tali strumenti si fanno risalire al Medioevo e nel corso dei secoli sono divenuti sempre più complessi. Si sono prestati a manipolazioni che hanno rasentato il limite della legalità, tanto da portare alla predisposizione di una legge che proibì in Inghilterra nel 1733, alla borsa londinese, la contrattazione di opzioni e future. Tale mercato si è poi ampliato dopo la seconda guerra mondiale negli Stati Uniti, dopo le incertezze portate dalla soppressione del sistema dei cambi fissi di Bretton Woods ed in coincidenza con la crisi petrolifera del 1973.”

## 1.2. Contratti derivati: ontologia e funzionalità

Un primo spunto per la ricostruzione delle variegata e complesse operazioni denominate come contratti derivati, è sicuramente offerto dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della finanza (di seguito semplicemente Tuf).

Tale testo normativo sarà oggetto di analisi nel corso della trattazione, (*infra* § 6), limitatamente alle disposizioni applicabili alle operazioni in derivati.

Come si evince già da una prima lettura, allo stato, nel nostro ordinamento, non esiste una vera e propria definizione, quanto piuttosto un'elencazione<sup>8</sup>, ricostruibile attraverso le disposizioni iniziali del Tuf<sup>9</sup>, di tutte quelle operazioni

---

<sup>8</sup> L'elencazione contenuta nel Tuf è stata ritenuta sufficiente da una parte della giurisprudenza per poter parlare di "contatti nominati". In questo senso Trib. Torino, 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, II, p. 549.

<sup>9</sup> Vedi art. 1, commi 2 e 3, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, T.U.F. : "2. Per "strumenti finanziari" si intendono: a) valori mobiliari; b) strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a

negoziali definibili come contratti derivati che rientrano nell'alveo degli strumenti finanziari.

La culla delle operazioni negoziali in analisi è stata la prassi degli scambi che prendono vita e si perfezionano in seno ai mercati finanziari.<sup>10</sup> Un primo evidente rilievo consiste nel fatto che i contratti derivati sono stati creati dalla pratica finanziaria e che solo in un secondo momento sono stati recepiti al livello ordinamentale.<sup>11</sup>

Si tratta di schemi negoziali chiaramente “mutuati”<sup>12</sup> dagli ordinamenti anglosassoni.

Con il lemma contratto derivato si intende uno schema negoziale che consiste in una negoziazione a termine avente ad oggetto un'entità economica<sup>13</sup>; si tratta di un'operazione giuridico-finanziaria basata “sull'evoluzione di elementi variabili”<sup>14</sup> sottostanti, che possono essere di natura finanziaria, quali l'oscillazione di un tasso di interesse, la quotazione di una valuta, il corso di un titolo, o anche reale, come il prezzo di una merce<sup>15</sup>, con lo scopo di ottenere un

---

regolari richiami di margini.

2-bis. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua: a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.

3. 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).

<sup>10</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, p. 21: “L'innovazione finanziaria comporta continuamente la modificazione dei contratti esistenti nonché la creazione di nuovi tipi contrattuali. Trattasi quasi di un moto perpetuo con il quale la dottrina a fatica – e comunque, sempre con un certo (fisiologico) ritardo – riesce a tenere il passo.

<sup>11</sup> In questo senso V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati tra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, p. 40.

<sup>12</sup> In questo senso E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 7: “Derivato è espressione sintetica della nozione contratto derivato, come tale mutuata dagli ordinamenti finanziari e giuridici anglosassoni, nei quali tale tipologia di (per ora limitiamoci a definirli) accordi ebbe modo di svilupparsi e di affermarsi con un autonomo profilo.”

<sup>13</sup> Così E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 7.

<sup>14</sup> Così S. ZAMBARDI, *I contratti derivati degli enti territoriali*, in *I contratti dello Stati e degli enti pubblici*, 2009, p.149 e ss.

<sup>15</sup> A riguardo anche la giurisprudenza mantiene la distinzione tra *financial derivatives*, indicando con tale locuzione contratti derivati relativi a entità finanziarie (tasso di interesse) e *commodities derivatives*, relativi invece a merci o materie prime. Così, Trib. Brindisi, 29

risultato economico positivo tramite il c.d. differenziale, ovvero tramite lo scarto esistente tra il valore di quella variabile (da cui il contratto dipende) al momento della stipulazione del contratto e quello esistente al momento in cui il contratto deve essere eseguito.

La variabile di riferimento come per esempio, nel caso dell'*interest rate swap*, un tasso di interesse con le sue caratteristiche oscillazioni, viene assunto, come vedremo, come parametro di riferimento, con lo scopo di determinare, proprio con le sue variazioni, l'entità delle prestazioni dovute dalle parti al momento dell'esecuzione del contratto derivato, che sono, da una parte, un investitore e dall'altra, di solito, un intermediario finanziario.

Nel caso degli enti territoriali controparte necessaria dell'ente stesso è un intermediario finanziario o un istituto di credito.

In ragione di questa stretta dipendenza, di questo collegamento tra lo schema contrattuale e la variabile economica sottostante, in dottrina si è parlato di "combinazione di uno strumento finanziario e di una serie di accordi (clausole) contrattuali."<sup>16</sup>

Si utilizza, infatti, il termine derivato<sup>17</sup>, direttamente traslato dall'inglese *derivative*, in quanto il contratto stipulato, o meglio le prestazioni che esso

---

dicembre 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, p. 356 e ss. Secondo F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 307: "Gli strumenti finanziari sono forme finanziarie collegate a valute, tassi, indici ed anche merci, possono essere sia di copertura, di altre e speculari posizioni del cliente sia meramente speculativi."

<sup>16</sup> Così M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Dir. fall.*, 2005, p. 354.

<sup>17</sup> Il lemma "derivato" non era comunque sconosciuto alla dottrina tradizionale, che con esso faceva riferimento ad un'operazione contrattuale connessa e dipendente da un'altra (c.d. contratto principale, contratto base o contratto padre), ma conclusa separatamente. Esempi di tali fattispecie sarebbero tutti i c.d. subcontratti (es. sub-locazione, subappalto). Si veda per tutti F. MESSINEO, *Contratto derivato – Sub-contratto*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1989, p. 80: "Si ha contratto derivato quando, da un contratto già perfezionato (detto, anche, contratto-base, o contratto principale, o contratto-padre), discende e dipende da un altro, concluso separatamente e che si individua e contrappone, di fronte al primo. Esso si caratterizza per avere il medesimo (o analogo) contenuto economico e per essere informato al medesimo tipo di causa del contratto-padre, o sub-contratto." ID, *Il contratto in genere*, Milano, 1973. Si veda a riguardo anche F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 3: "La dottrina tradizionale già conosce il termine contratto derivato, il quale consiste nel contratto che discende e dipende da un altro contratto concluso separatamente (contratto principale). I due contratti hanno in comune una parte. Il contratto derivato è accessorio rispetto al primo, ma l'accessorietà opera a senso unico: il contratto principale ha riflessi sull'accessorio e non viceversa. Il contratto derivato fa sorgere un diritto

incorpora e che sono a carico delle parti, a volte anche l'esistenza stessa delle stesse deriva, cioè dipende, dal prezzo di un'attività finanziaria sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento.<sup>18</sup>

Secondo la Banca d'Italia i contratti derivati “insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse tassi di cambio, indici di borsa.”<sup>19 20</sup>

---

nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto identico o analogo a quello di un diritto già esistente. I vizi, i limiti all'efficacia, la risoluzione del contratto principale si comunicano al contratto derivato. Esempi di contratto derivato sono il sub-appalto, il sub-mandato, la sub-locazione, il sub-affitto, il sub-trasporto, il sub-noleggio. L'uso dell'espressione contratti derivati descritto in apertura non sembra avere nulla a che fare con la terminologia giuridica tradizionale e con le fattispecie testé descritte. Bisogna, quindi innanzitutto sgombrare il campo da ogni confusione in merito e porsi il quesito se l'espressione in esame abbia un duplice significato giuridico: uno tradizionale, ora sommariamente descritto, ed uno <<nuovo>> atto ad identificare una categoria di contratti particolari. O se piuttosto il termine abbia soltanto una valenza finanziaria e stia ad identificare una categoria di negozi giuridici tra loro diversi, non accomunabili in in *genus* giuridico. La risposta non può che emergere dall'analisi delle singole operazioni. Per l'ansioso lettore si può anticipare che essa è negativa. L'approccio che consente di rispondere in maniera convincente al quesito è basato sull'analisi delle diverse fattispecie annoverate nella prassi con il termine contratti derivati. Emergerà, infatti, che alcuni contratti sono riconducibili a fattispecie tipiche utilizzate nella prassi finanziaria (ad es. le opzioni su titoli, divise, *swaps*, *financial futures* ed indici, che rientrano nell'art. 1331 c.c.), altri sono contratti differenziali nei quali è prevista una sola obbligazione di pagamento dovuta dal soccombente e nei quali, al momento della stipula, sia chi deve eseguirla sia il quantum della prestazione, che viene a determinarsi al momento del calcolo del differenziale (ad esempio il contratto denominato domestic currency swap o il *forward rate agreement*, contratti che rimangono distinti pur avendo il medesimo schema, in quanto soddisfano uno scopo tipico diverso tra loro: il primo mira ad evitare il rischio di consegna ed il secondo il rischio di credito pieno) ed altri ancora appaiono contratti atipici (ad es. *interest rate swap*, la cui causa si basa sullo scambio di pagamenti, e le opzioni sul tasso di interesse, , la cui causa si basa sulla promessa di pagamento condizionato. Si deve evitare il contrario, e cioè cercare a tutti i costi di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà tra loro diverse.”

<sup>18</sup> Così, G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratti differenziali*, in *I derivati finanziari*, Riolo (a cura di), Milano, 1993.

<sup>19</sup> Così, Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, aggiornamento 23 giugno 1994, n. 112, art. 3.

<sup>20</sup> Secondo E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 9: “Contrariamente al senso istintivamente suggerito dal termine i contratti in parola non derivano da, bensì insistono su elementi di altri negozi. Il primo significato di derivazione è dunque improprio, e per così dire, rovesciato. Il contratto sarebbe derivato, in quanto il suo valore dipenderebbe, dunque deriverebbe, dall'attività fondamentale sottostante. Siffatte definizioni appaiono tuttavia protese ad evidenziare l'aspetto (economico) della valorizzazione e comunque inidonee ad esprimere il più complesso meccanismo (giuridico) che presiede alla formazione di questi strumenti. Esse si rivano, in ultima analisi, financo generiche, in quanto tali da poter abbracciare anche fenomenologie finanziarie molto distanti dal tema che ci occupa. Di questo passo, infatti, anche la quota di un fondo comune di investimento finirebbe con il potersi qualificare alla stregua di un derivato, atteso che il suo valore certamente deriva dagli strumenti di cui si compone la massa patrimoniale di cui la quota esprime una frazione partecipativa. [...] Il secondo e più pregante significato del termine 'derivato' starebbe dunque ad indicare il processo genetico grazie al quale dalla base negoziale origina (appunto

Il differenziale, ovvero quella differenza tra il valore che la variabile di riferimento ha al momento della stipulazione e quello al momento dell'esecuzione del contratto che, per forza di cose, è differita, acquista un'importanza fondamentale, tanto che alcune pronunce giurisprudenziali, così come molti autori, lo indicano come l'oggetto stesso del contratto derivato<sup>21 22</sup>.

Un'attenta dottrina, ha ravvisato in tale peculiare caratterizzazione dell'oggetto del contratto una delle sostanziali differenze tra contratti derivati e contratti a termine, che avrebbero invece ad oggetto l'acquisto di un valore, di un bene<sup>23</sup>.

Un tale assunto è sicuramente accettabile per alcuni schemi negoziali. Nel caso dell'*Interest rate swap* (di seguito anche *Irs*), risulterebbe fuorviante, a

---

deriva) lo strumento finanziario corrispondente. In definitiva, dunque, l'espressione derivati mal si accompagna a quella di contratti. Derivato è piuttosto lo strumento finanziario "che deriva" dal contratto. La conciliazione dei due termini potrebbe aver luogo utilizzando una più ampia perifrasi quale: contratto dal quale deriva uno strumento finanziario. L'uso terminologicamente improprio dell'espressione 'contratti derivati' si deve oltre che alla difficoltà di distinguere, nell'ambito di una definizione sintetica, il sottile confine tra la componente negoziale (genes) e il suo risultato (strumento finanziario)."

<sup>21</sup> In giurisprudenza di veda Trib. Milano, 27 marzo 2000, in *Contratti*, 2000, p. 777: "il pagamento delle differenze costituisce l'oggetto immediato e unico del contratto stipulato *inter partes*, sia all'atto della stipulazione, sia alla scadenza." Trib. Macerata, 3 settembre 1998, in Banca, borsa, tit. cred., 1999, p. 265: "Il c.s. differenziale pagato dalla parte privata o dalla banca, secondo l'andamento delle valuta assunta come parametro, non costituisce il corrispettivo di un servizio, ma l'oggetto stesso della prestazione contrattuale."

<sup>22</sup> In dottrina, propende per la considerazione del differenziale come oggetto del contratto E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.; M. FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *Contratti*, 2000, p. 258 e ss.; M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p. 27 e ss.; M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit.

<sup>23</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 16: "limitandosi all'esteriorità della pattuizione e ad un suo superficiale esame, si potrebbe concludere che, in definitiva, il contratto a termine, (o ad esecuzione differita ce dir si voglia) e il derivato sostanzialmente coincidano. In entrambi l'essenza economica regolata dall'accordo mira a creare un differenziale dato dal raffronto fra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione e il valore che quella stessa entità avrà al momento dell'esecuzione. La funzione tipica del derivato si sostanzia propriamente in questo peculiare effetto. Ora, se tale caratteristica accomuna le due fattispecie, essa non vale tuttavia a d assorbire l'una nell'altra. Il differenziale, infatti, mentre nel contratto a termine costituisce effetto dell'accordo, nel derivato ne costituisce invece l'oggetto. L'oggetto di un contratto a termine resta pur sempre la compravendita di un bene. L'oggetto di un derivato è invece il differenziale prodotto dalla comparazione tra i due prezzi (alla stipula e alla scadenza). Ciò che le parti di un contratto derivato "comprano" non è il bene, bensì la "differenza di valore". In assenza di questa specifica componente, desumibile dal tenore della stipulazione, il derivato non è più tale, bensì diviene o meglio rimane un semplice contratto a termine. Fra le due tipologie esiste una coincidenza solo parziale."

parere di chi scrive, accettare *sic et simpliciter* l'idea del differenziale come oggetto del contratto, in quanto si rischierebbe di perdere di vista quello che effettivamente è la funzione del contratto e lo scopo che hanno i contraenti attraverso la conclusione dello stesso: uno scambio di flussi di denaro e di pagamenti. Il differenziale è effettivamente il risultato economico dell'operazione e riveste un'importanza centrale, ma è comunque l'effetto dell'applicazione, ai pagamenti dovuti, della clausola *netting*, che può operare in quanto inserita dalle parti nella pattuizione, qualora le date stesse dei pagamenti coincidano, per ragioni di economicità e semplificazione dell'operazione.

Come avremo modo di approfondire (vedi § punto 1.2.2), con il contratto di *Irs*, l'operatore che si è obbligato in base al tasso di interessi, che alla scadenza concordata risulterà più alto, dovrà liquidare la differenza all'altro operatore, che invece si è obbligato in base al tasso risultato più basso.

In questo senso è utile parlare di differenziale: le parti, per risparmiare tempo e soprattutto per evitare di porre in essere più adempimenti incrociati, effettuano il solo pagamento della differenza tra i tassi di interesse, attraverso il meccanismo della compensazione<sup>24</sup>, inserito nel contratto per mezzo della clausola c.d. di *netting*.

L'*Irs* prevede infatti uno scambio di debiti, di flussi di denaro, di pagamenti che le parti intendono "eseguire materialmente"<sup>25</sup>.

Il meccanismo della compensazione entra in gioco nel caso in cui ovviamente sia previsto dal contratto, ma anche e soprattutto nel caso in cui i pagamenti debbano essere eseguiti alla stessa scadenza dalle parti.

Come si potrebbe quindi considerare il differenziale come oggetto del contratto di *swap* nel caso in cui i pagamenti dovessero essere effettuati in date differenti, oppure in parte in date coincidenti e in parte differenti? Oppure nel caso in cui la clausola *netting* non sia inserita nel contratto?

E' evidente che i pagamenti andrebbero eseguiti entrambi e senza possibilità di compensazione. La clausola *netting* è quindi un *quid pluris*, che

---

<sup>24</sup> Vedi art. 1241, c.c.: "Quando due persone sono obbligate l'una verso l'altra, i due debiti si estinguono per le quantità corrispondenti, secondo le norme degli articoli che seguono."

<sup>25</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 83.

potrebbe anche non essere presente e che ha lo scopo di facilitare l'operazione dal punto di vista contabile e non potrebbe assolutamente per questo essere valida a modificare la struttura del contratto.<sup>26</sup>

In generale le clausole di compensazione (*netting*), aggiunte al contratto non hanno il potere di snaturare lo stesso fino a modificarne l'oggetto, che è e resta sempre, per quanto riguarda lo *swap*, uno scambio di flussi di denaro.<sup>27</sup>

Come già accennato, l'origine dei contratti derivati è situabile nella prassi dei mercati finanziari. Si può dire che tali schemi negoziali siano venuti alla luce per venire incontro alle variegata esigenze di investitori e speculatori.

Tale origine, se da un lato, come vedremo, rende difficile una catalogazione tipologica esauriente dei derivati, ha avuto il dubbio vantaggio di consentire agli operatori di creare contratti differenti a seconda degli scopi che si volevano raggiungere con una data operazione.

Con la stipulazione del contratto derivato si punta, attraverso una necessaria precedente fase in cui si compie una "stima previsionale"<sup>28</sup>, a tenere

---

<sup>26</sup> Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 82: "Può, comunque, accadere che le obbligazioni di pagamento denominate della stessa divisa, siano eseguibili alla stessa data. In tal caso trovano applicazione le norme della compensazione legale e le parti liquidano la sola differenza, senza peraltro alterare l'oggetto del negozio. E' il contratto stesso che prevede l'applicazione a) delle dette convenzioni finanziarie di mercato (le quali possono fare sì che, quand'anche i pagamenti fossero dovuti alla stessa scadenza, vadano effettuati a date diverse e b) della disciplina della compensazione (che consente di liquidare le sole differenze qualora le obbligazioni debbano essere eseguite alla stessa data, anche se originariamente pattuite per scadenze diverse). Può accadere che, sebbene le parti abbiano scelto scadenze diverse per i reciproci pagamenti (ad esempio una parte paga ogni fine mese, mentre l'altra ogni primo del mese) – escludendo ab origine ogni intento di liquidar soltanto le differenze - , i pagamenti siano dovuti alla stessa data in applicazione delle convenzioni finanziarie dedotte in contratto, comportando la compensazione tra le prestazioni (ad esempio se il tasso fisso è calcolato in base alla convenzione *bond basis* e l'ultimo giorno del mese è festivo, il pagamento del tasso fisso va eseguito il primo giorno lavorativo del mese successivo, che verrebbe a coincidere, nella esemplificazione ora fatta, con il giorno di esecuzione del pagamento del tasso variabile). Non potrà certamente considerarsi contratto differenziale quel contratto che prevede simili convenzioni, in quanto le stesse presuppongono necessariamente la volontà di eseguire i reciproci pagamenti. Il solo fatto che in contratto sia prevista l'operatività della compensazione presuppone necessariamente che ci siano pagamenti da compensare! Non potrà considerarsi contratto differenziale quello *swap* nel quale alcune prestazioni sono state compensate ed altre no."

<sup>27</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 176 e ss. Secondo l'A. La corresponsione del differenziale nell'ambito di un contratto di *swap* costituisce un fatto meramente contabile e non costituisce oggetto del contratto. In questo senso anche S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 143 e R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit.

<sup>28</sup> Così E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 23.



sotto controllo le fluttuazioni endemiche dell'entità economica di riferimento (es. tasso di interesse) cui il contratto è collegato, con lo scopo di proteggere il proprio investimento di fronte alle oscillazioni, tentando di controllarle, oppure di trarre dalle stesse un risultato economico positivo, un profitto.

Nel primo caso si avrà una finalità protettiva (di copertura); nel secondo una finalità speculativa.

Ovviamente, il carattere puramente previsionale della stima di mercato, espone l'investitore a considerevoli rischi di mercato, nel caso in cui la realtà dei fatti non rispecchi la previsione eseguita a monte.

Si pensi ad un operatore che desidera acquistare un titolo che ha attualmente valore 100.

Se l'operatore riterrà che il titolo desiderato sarà soggetto a rialzo nei prossimi tre mesi, potrà, attraverso un contratto derivato denominato *future*, perfezionarne l'acquisto, per 100, da eseguirsi nei prossimi tre mesi. Ha così ottenuto di bloccare il prezzo di acquisto al valore che il titolo aveva nel momento in cui ha optato per l'acquisto. In questo caso la funzione è di copertura (o *hedging*).<sup>29</sup>

Anche se il titolo subirà un rialzo, l'operatore lo acquisterà comunque per 100. Ovviamente, qualora il titolo dovesse subire un ribasso (es. 90), l'operatore lo acquisterà per 100, ma perderà 10, che dovrà corrispondere alla sua controparte nel contratto di *future*.

Riprendendo l'esempio di cui sopra, si pensi alla finalità speculativa: l'operatore acquista, con lo stesso contratto di *future*, un titolo a 100, che nel frattempo, secondo le previsioni, ha subito un rialzo di valore fino a 120. L'operatore può rivendere immediatamente il titolo per 120, ottenendo così un profitto di 20.

---

<sup>29</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 24: " il concetto di copertura esprime intuitivamente l'attività volta al controllo dell'evento futuro e incerto, nella specie la fluttuazione di valore di un bene o di una grandezza economica."

Il contratto stipulato con finalità di copertura presenta qualche affinità con l'assicurazione, anche se il meccanismo sembra essere distorto ed estremizzato<sup>30</sup>.

Il danno è rappresentato dalla eventuale perdita economica che l'investitore potrebbe subire come, nell'esempio corrente, dal ribasso del titolo.

La distorsione risiede nel fatto che nessun premio viene pagato e che l'investitore, in caso di rialzo del titolo ha fatto in modo di assicurarsi la copertura totale del rischio, con evidenti possibilità di speculazione, mentre, in caso di ribasso, sopporta integralmente il danno e la perdita economica. Sembra quasi che l'investitore sia al tempo stesso assicurato e assicuratore.

Le funzioni di copertura e speculativa possono coesistere tranquillamente nell'ambito della stessa operazione, senza che ciò abbia la benché minima rilevanza ai fini della qualificazione giuridica del contratto.

La funzione speculativa o di copertura rientra nell'alveo di quelli che sono i motivi soggettivi che spingono le parti alla contrattazione, di conseguenza, in base ai principi generali del nostro ordinamento, essi sono per lo più irrilevanti.<sup>31</sup>

Andremo ora ad analizzare brevemente alcuni esempi di contratti derivati, tenendo presente che l'analisi si concentrerà prevalentemente sull'*interest rate swap*, in quanto trattasi dello schema negoziale utilizzato dagli enti locali per la ristrutturazione del debito.

### **1.2.1. Contratti derivati –schemi negoziali di base: *futures e options*.**

Non è agevole procedere ad una catalogazione dei contratti derivati, così come non è agevole neppure ricostruire una definizione che si adatti a tutti gli schemi, che sia, per così dire, onnicomprensiva.

Abbiamo tentato di individuare, nel precedente paragrafo, delle direttive, delle caratteristiche comuni a tutti i contratti, che possiamo riepilogare brevemente: si tratta in primo luogo di contratti consensuali, necessariamente

---

<sup>30</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit. p. 25 parla di "modello di tutela finanziaria ispirato a quello assicurativo, ma viepiù evoluto e, per così dire, totalizzante ed estremo."

<sup>31</sup> Sul punto, *infra* § 6.

bilaterali (addirittura in certi casi soggettivamente qualificati in quanto una delle parti deve necessariamente essere un intermediario finanziario), ad esecuzione differita (in quanto prevedono una negoziazione, un acquisto a termine di beni) e sempre collegati ad un'entità economica di riferimento, soggetta a variazioni, non prevedibili in origine, che incorporano una endemica componente di rischio e quindi, come vedremo in particolare nel caso dell'*Interest rate swap*, aleatori.

Si tratta inoltre di contratti atipici, creati dalla prassi di ordinamenti differenti dal nostro.

Osservando gli schemi contrattuali di base, anche attraverso l'elencazione contenuta nelle disposizioni del Tuf,<sup>32</sup> vediamo che essi possono essere ridotti fondamentalmente a tre: le *options*, i *futures* e gli *swaps*.

Ma come, seppur brevemente vedremo, non esiste un solo *swap*, una sola *option* o un solo *future*; i c.d. schemi base si sono, negli ultimi decenni, moltiplicati, dando così vita ad operazioni sempre più complesse e variegate, frutto anche di combinazioni tra i diversi schemi base.

L'interprete si trova quindi di fronte ad una variegata categoria contrattuale caratterizzata forse più di ogni altra da un'accentuata polimorfia.

Come visto nell'esemplificazione di cui al precedente paragrafo, Il *future*<sup>33</sup> è quel contratto per mezzo del quale una parte (compratore) si impegna ad acquistare un certo bene ad un prezzo stabilito.

L'esecuzione del contratto è differita, in quanto il pagamento del prezzo avviene di solito a distanza di mesi dalla conclusione.

Il compratore auspica un rialzo del prezzo di mercato del bene, avendo bloccato il prezzo in sede di conclusione del contratto. Si tratta quindi di una compravendita a termine di beni o titoli.

Se effettivamente il valore del bene sale, il compratore avrà così risparmiato sul prezzo e si sarà protetto dalle oscillazioni di valore (finalità di copertura) oppure potrà lucrare la differenza rivendendo il bene al prezzo maggiore (finalità speculativa).

---

<sup>32</sup> Si rimanda a d.lgs. n. 58/98, art. 1.

<sup>33</sup> Per una ricostruzione della figura del *future*, anche sotto un profilo storico si rimanda a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit.

In questo caso a rimetterci sarà il venditore, in quanto sarà costretto a vendere il bene al prezzo inferiore, cioè quello pattuito alla stipulazione.

Se viceversa il valore di mercato cala al di sotto del prezzo pattuito, il compratore dovrà comunque pagarlo a tale prezzo, e sarà, in questo caso il venditore che avrà ottenuto un profitto intascando un prezzo maggiore di quello del valore che il bene ha al momento della esecuzione del contratto.

Questo è essenzialmente il *future* nel suo schema base, che nel tempo, si è notevolmente arricchito.<sup>34 35</sup>

---

<sup>34</sup> Un esempio di contratto di evoluzione del *future* è il *financial future*. A riguardo si rimanda a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 258: “la funzione del *financial future* è analoga a quella del *future*: stabilire in anticipo il prezzo di un bene compravenduto a termine. Esso può essere utilizzato come strumento di copertura del rischio di oscillazione del prezzo del titolo, della divisa, o più in generale, dello strumento finanziario oggetto del contratto o come strumento di speculazione, a cui si presta in particolare. La grande diffusione di questa fattispecie deve ricondursi alle caratteristiche operative del contratto. Il *financial future* si distingue da una normale compravendita a termine per i seguenti principali aspetti: - i contratti vengono conclusi in borsa; - sono altamente standardizzati per quantità, date di esecuzione, norme regolatrici del rapporto tra le parti (le quali sostanzialmente possono determinare soltanto il prezzo e scegliere una delle scadenze fissate dalla borsa); - qualora l’esecuzione abbia per oggetto titoli o divise, essa avviene attraverso una stanza di compensazione o simili organismi; - l’esecuzione dei contratti è di norma garantita dalla borsa, che si pone come controparte diretta degli operatori ammessi alle negoziazioni, oppure ne garantisce la solvenza; - è prevista la costituzione di depositi – noti come margini – che si adeguano giornalmente al valore del contratto.”

E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 68 e ss. individua ulteriori esempi di “filiazioni” del *future*, in particolare: *L’interest rate future*: “Gli operatori ricorrono alla stipulazione di un *future* su tassi di interesse, essenzialmente al fine di cautelarsi contro a perdita di valore di titoli detenuti in portafoglio. Per tale ragione una costante di questa tipologia è di assumere a fondamentale gli stessi titoli (o titoli di caratteristiche uguali) in funzione dei quali l’operazione di *hedging* viene disposta. Essa inoltre costituisce uno dei più classici esempi di derivato, nel quale la logica del differenziale emerge con una chiarezza elementare. Si supponga che l’operatore X detenga nel suo portafoglio titoli di Stato a scadenza semestrale per un nominale di un milione di Euro e con un certo tasso di interesse, poniamo il 5%. Si immagini che l’operatore tema una svalutazione del titolo, prevedendo un rialzo dei tassi di mercato. Tale evento avrebbe un effetto sulla valorizzazione dei suoi titoli che, remunerati ad un tasso prospetticamente inferiore a quello di mercato, finirebbero con il deprezzarsi. Per prevenire questo rischio, l’operatore X stipula con l’operatore Y che nutre previsioni uguali e contrarie (preconizza cioè una discesa dei tassi e dunque un incremento di valore dei titoli di riferimento) un contratto *future* a scadenza quadrimestrale, aventi ad oggetto quegli stessi titoli, ad un prezzo di 950 mila euro. L’operazione andrà valorizzata in funzione del differenziale, da calcolarsi quale margine di variazione fra il valore di mercato dei titoli e il prezzo di cessione stabilito nel contratto. Dunque, ove la previsione si sia avverata, i tassi siano saliti e conseguentemente i titoli, dopo quattro mesi, abbiano registrato una perdita di valore deprezzandosi a 930, la vendita a 950 garantirà all’operatore un differenziale pari a 20 rispetto al prezzo di mercato. Nel caso opposto, nel caso cioè in cui i tassi rimangano inalterati o un loro ribasso determini un incremento del valore dei titoli, il relativo differenziale costituirà una perdita per l’operatore X. Il punto di differenza si colloca

L'*option* è quell'operazione negoziale che attribuisce ad una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo, *rectius*, di un premio, la facoltà di ritirare (*to call*) o di consegnare (*to put*), entro la data di scadenza o alla precisa data di scadenza, un certo quantitativo di valori mobiliari ad un prezzo stabilito, definibile come prezzo di esercizio.

Per esemplificare, proviamo ad immaginare l'operatore A, che vuole acquisire il titolo X, credendo in un suo rialzo nel trimestre a venire. Il titolo è detenuto dall'operatore B, il quale, viceversa ne teme un ribasso. Attraverso il meccanismo dell'opzione, A può formulare una proposta di acquisto che diviene irrevocabile, a prezzo fisso e, nel frattempo, può monitorare l'andamento del titolo verso cui dimostra interesse. B concede il termine ad A e la facoltà di acquistare alla scadenza del trimestre a fronte di un prezzo, un vero e proprio corrispettivo.

Supponiamo che B conceda ad A la facoltà di acquistare il titolo per 105 (100 valore al momento della conclusione del contratto + 5 come prezzo per la concessione).

---

ovviamente là dove i tassi siano scesi in una misura tale da provocare un deprezzamento ad un valore identico al prezzo future preconcordato. *Currency future*. [...] potrebbe, in via di approssimazione, definirsi come un acquisto a termine di divise estere. [...] lo strumento si fonda su una previsione dei corsi dei cambi e consente di predeterminare l'importo che, a una certa scadenza, un operatore dovrà corrispondere alla controparte. Qualora, alla scadenza, la previsione si sia rivelata corretta, l'operatore potrà procurarsi il quantitativo di valuta pattuito a un prezzo pari o inferiore a quello spot. In caso contrario l'operazione sarà di segno negativo per l'operatore acquirente, mentre si risolverà positivamente per la controparte, il vantaggio e lo svantaggio rimanendo determinato dallo scarto fra tasso di cambio preconcordato e tasso di cambio corrente alla scadenza. *Stock index financial futures* ( o *future* su indici finanziari). [...] Si discosta infatti sensibilmente dagli altri contratti analoghi in quanto gli impegni dei contraenti riguardano la liquidazione dei differenziali calcolati su un acquisto convenzionale e ipotetico e commisurati alle variazioni dell'indice borsistico (o di un paniere, solitamente di *blue chips*). [...] In altri termini, due operatori che nutrano opposte aspettative sull'andamento della Borsa, si accordano nel senso di assumere l'uno la posizione di acquirente (*long position*), l'altro quella di venditore (*short position*). L'acquirente compra un certo numero di future alla data x e il venditore si impegna a vendere gli stessi future alla data x + 1. L'acquisto e la vendita sono atti puramente virtuali in quanto l'oggetto dell'ipotetica compravendita è, secondo i parametri radi zonali, inesistente e gli obblighi degli operatori si limitano alla definizione monetaria delle differenze degli importi (ricavati convenzionalmente) determinate dall'oscillazione dell'indice."

<sup>35</sup> In materia di *future* si rimanda inoltre a M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1278 e ss.; E. GIRINO, C. VECCHIO, *Futures, options, swaps, commercial papers*, Milano, 1988.

A questo punto, alla scadenza del termine, se il valore del titolo, come A auspicava, sarà salito, l'esercizio dell'opzione sarà conveniente e, nell'esercitarla, A otterrà un profitto.

Supponendo che il titolo abbia incrementato il suo valore fino a 150, A otterrà un profitto netto di 45, cioè 150 (valore del titolo alla scadenza dell'opzione) – 100 (prezzo concordato) – 5 (prezzo da pagare a B per la concessione).

Nel caso in cui il valore del titolo abbia subito un ribasso, la situazione sarà speculare e per A non sarà conveniente esercitare l'opzione.

Se A decide di non esercitare l'opzione (ricordiamo che egli ha facoltà e non obbligo di esercitarla), ci rimetterà la somma pattuita come premio, che dovrà versare a B.

Se invece il valore del titolo non è cambiato, l'operazione sarà in un certo senso neutra, ma A dovrà comunque versare a B il corrispettivo pattuito per la concessione dell'opzione.

Sostanzialmente, a fronte del pagamento del premio, la parte rimane vincolata alla propria dichiarazione, che acquista a tutti gli effetti il valore di proposta irrevocabile<sup>36</sup>.

L'altra parte, il promissario, ha la facoltà, *rectius*, il potere (inteso come diritto potestativo) di accettare o meno la proposta irrevocabile formulata dal promittente.

Come è facilmente intuibile, l'affinità tra i contratti derivati definibile *options* e il patto di opzione<sup>37</sup> disciplinato dal nostro ordinamento, non è solamente terminologica.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Vedi art. 1329 c.c.: "Se il proponente si è obbligato a mantenere ferma la proposta per un certo tempo la revoca è senza effetto. Nell'ipotesi prevista dal comma precedente, la morte o la sopravvenuta incapacità del proponente non toglie efficacia alla proposta, salvo che la natura dell'affare o altre circostanze escludano tale efficacia.

<sup>37</sup> Vedi art. 1331, c.c.: "Quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329. Se per l'accettazione non è stato fissato un termine può essere stabilito dal giudice."

<sup>38</sup> In questo senso, G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999.

In entrambi i casi, il contratto si perfeziona attraverso un meccanismo progressivo<sup>39</sup>, che prevede diverse fasi: la fase della dichiarazione formulata dal promittente che ha valore di proposta irrevocabile ed il diritto potestativo di accettare (o non accettare) in capo al promissario.<sup>40</sup>

L'*option* è lo schema base di derivato che si è arricchito maggiormente nel corso degli anni e che ha dato vita alle tipologie negoziali più variegate.<sup>41</sup>

### **1.2.2. Lo swap: in particolare lo swap su tasso di interessi o *interest rate swap*.**

Come si è cercato di evidenziare nei precedenti paragrafi, non ha molto senso parlare di *swap* al singolare, quanto piuttosto di *swaps*. Come nel caso di *futures* e *options*, si ritrova uno schema base, successivamente arricchitosi e divenuto più complesso, così da poter soddisfare più o meno tutte le esigenze degli operatori.

L'origine del contratto in analisi si situa nel corso degli ultimi vent'anni dello scorso secolo e il suo primo utilizzo risale ad un'operazione finanziaria intercorsa tra IBM e World Bank.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Si rimanda a V. RICCIUTO, *Formazione progressiva del consenso*, cit.

<sup>40</sup> In materia di opzione si rimanda a G. GABRIELLI, *I contratti preparatori di trasferimenti immobiliari*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2007, p. 585 e ss.; S. DELLE MONACHE, *Sulla figura del patto di opzione a favore di terzo*, in *Rivista del Notariato*, 2005, p. 765.

<sup>41</sup> Per l'analisi delle numerose differenti figure di *option*, si rimanda a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit. e a E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.

<sup>42</sup> Vedi G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, p. 40: "Questi i passaggi salienti della dinamica contrattuale secondo la ricostruzione desumibile dalla letteratura economico-finanziaria. L'IBM, che aveva emesso un prestito obbligazionario da 1 miliardo di dollari e nel contempo aveva proceduto a finanziarsi in marchi e franchi svizzeri, nell'anno 1981, di fronte ad una costante rivalutazione del dollaro nei confronti di queste divise, stipulava un accordo con World Bank in forza del quale, in una prima fase, questa si indebitava sul mercato dell'eurodollaro (dove aveva facilità di accesso a costi contenuti) emettendo obbligazioni a cedola fissa in dollari, aventi una durata corrispondente a quella delle obbligazioni IBM; in una seconda fase, IBM e World Bank si scambiavano le posizioni debitorie: World Bank assumendosi l'obbligo di soddisfare per conto di IBM i crediti in marchi e franchi svizzeri; IBM di ripagare i creditori in eurodollari, procurandosi un consistente vantaggio intermini di differenza di cambio."

Si tratta, come è facilmente intuibile, di uno schema contrattuale molto giovane, che ha da subito trovato grande fortuna tra gli operatori per la sua indubbia flessibilità e per la semplicità che contraddistingue il suo schema base.<sup>43</sup>

Il Tuf parla testualmente di “accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto.”<sup>44</sup>

Il termine *swap* può essere pacificamente tradotto come “scambio”, “baratto” cioè il dare qualcosa in cambio di qualcos’altro.

L’oggetto di questo scambio, come dimostrano le prime e più frequenti utilizzazioni riscontrate, può essere un tasso di interesse (*interest rate swap*), oppure delle valute (*domestic currency swap*).<sup>45 46</sup>

---

<sup>43</sup> Così, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 27.

<sup>44</sup> Vedi art. 1, comma 2, lett. e) d.l.g.s. 58/98.

<sup>45</sup> V. G. RACUGNO, *Lo swap*, cit., p. 42: “nel *currency swap* il contratto ha la funzione di tenere indenne l’operatore (il cliente) dal rischio di oscillazione di cambio fra diverse valute nel periodo intercorrente fra il momento in cui ha maturato un credito in valuta estera e il momento della scadenza. L’intermediario finanziario si impegna a pagare alla scadenza del credito una somma pari alla differenza di cambio rispetto al tempo della stipula del contratto, con conseguente guadagno dell’operatore se la moneta nazionale si sarà nel frattempo rivalutata.”

<sup>46</sup> Per un’efficace esemplificazione si veda E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 104: “applicando la logica del differenziale allo scambio valutario, si può pervenire ad un risultato analogo a quello di un *interest rate swap*. Lo *swap* su valute si caratterizza propriamente per il fatto di presupporre esposizioni debitorie denominate in valuta diversa da quella del paese di residenza del debitore con ovvie conseguenze dal punto di vista delle oscillazioni dei corsi. Si supponga che la società italiana A sia indebitata per 10.000 dollari e che la società americana B sia a sua volta esposta per 15.000 euro (supponendo un tasso di cambio pari a 1 \$ = 1,5 €). Si supponga ancora che i debiti abbiano uguale scadenza e che entrambe le parti siano tenute versare ai rispettivi creditori gli importi sopra menzionati entro un anno. Con un accordo di *swap* le due società possono impegnarsi a scambiarsi alla scadenza i rispettivi importi. In altri termini la società A verserà dopo un anno alla società B 15.000 euro, ricevendone in cambio 10.000 dollari. L’operazione manterrà un rilievo puramente interno, esaurendosi nel rapporto fra le due società controparti dell’accordo, mentre all’esterno A continuerà a rimanere formalmente indebitata con il proprio creditore, verso il quale essa sola sarà esclusivamente responsabile. Altrettanto accadrà alla società B nel rapporto con il suo creditore. Ovviamente l’operazione non si giustifica in funzione del puro incrocio e del mero reciproco trasferimento (sostanziale) dell’onere finanziario. Essa trova la sua convenienza nel fatto che le parti predeterminano le condizioni dello scambio. Nel nostro esempio le parti converranno che il trasferimento delle rispettive valute abbia luogo sulla base di un dato rapporto di cambio, in ipotesi 1 \$ = 1,6 €. Alla scadenza quindi B verserà ad A 10.000 dollari, ricevendone 16.000 euro. La convenienza dipenderà dall’andamento del



All'analisi del contratto di *swap*, delle sue filiazioni, in particolare dell'*interest rate swap* si sono interessate, in momenti differenti, dottrina<sup>47</sup>e giurisprudenza. L'opera della giurisprudenza è stata preziosa per la ricostruzione della definizione del contratto di *swap*.

*Lo swap* è stato infatti definito come “quel contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all'esecuzione, l'una nei confronti dell'altra, alla scadenza di un termine, prestabilito di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto.”<sup>48</sup>

In un'altra importante pronuncia viene definito come il contratto “in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi d'interesse o di cambio) a un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione.”<sup>49</sup>

Il *domestic currency swap* è stato il primo tipo di *swap* utilizzabile dagli enti locali che, avendo contratto prestiti in valuta estera, dovevano proteggersi dalle oscillazioni dei cambi.

Come vedremo *infra*<sup>50</sup> si trattava di un vero e proprio obbligo a contrarre posto dalla legge, che richiedeva la stipulazione di tale contratto proprio in caso di prestito contratto dall'ente in valuta estera.

---

corso del dollaro alla scadenza convenuta, a seconda cioè che il dollaro quoti sotto o sopra il tasso convenuto dalle parti. L'operazione sarà neutrale nel caso (puramente scolastico) in cui il tasso a pronti alla scadenza e il tasso a termine preconcordato coincidano.”

<sup>47</sup> In materia di *swap* e di *interest rate swap* si rimanda ai contributi di B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 598 e ss.; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, p. 112 e ss.; C. M. DE IULIIS, *Lo swap d'interessi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, p. 391 e ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Riv. dir. comm. int.*, 1992, p. 69 e ss.; ID, *Considerazioni in tema di swaps*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1993, p. 321 e ss.; ID, *I contratti derivati finanziari*, cit.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.; M. IRRERA, *Swaps*, in *Dig. discipl. priv. sez. comm.*, Torino, 1989; G. Capaldo, *profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999; G. RACUGNO, *Lo swap*, cit.; S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, p. 134 e ss.; E. GIRINO, C. VECCHIO, *Futures, options, swaps, commercial papers*, cit.; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 602 e ss.; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, p. 1133 e ss.; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *Tratt. contratti*, Rescigno, Gabrielli, Torino, 2006, p. 1077 e ss.

<sup>48</sup> Così, Cass., 19 maggio 2005, n. 10958, in *CED, Cassazione*, 2005.

<sup>49</sup> Così Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corr. giur.* 2001, p. 1062 e ss.

<sup>50</sup> Cfr. cap. II, § 4.

Ritornando ai profili dell'analisi che maggiormente rilevano ai fini della trattazione, pare utile provare a dare una definizione dell'*interest rate swap* per poi mettere in luce quelli che sono gli aspetti puramente civilistici ad esso connessi.

Abbiamo visto che, con il termine *swap*, si indica uno scambio, un baratto<sup>51</sup>, avente ad oggetto, a date prefissate, “somme di denaro, calcolate secondo determinati parametri”.<sup>52 53</sup>

La Banca d'Italia fa invece riferimento allo *swap* come “il contratto derivato con il quale le parti si scambiano due flussi finanziari relativi ad attività o passività specifiche espresse rispettivamente in valute o tassi di interesse diversi.”<sup>54</sup>

L'*Irs* nasce dal desiderio degli operatori commerciali di tutelarsi di fronte alle oscillazioni dei tassi di interessi ed ai rischi connessi.<sup>55</sup>

Ha quindi, di solito, funzione di copertura, unica finalità che, in base alla normativa di riferimento, possono perseguire gli enti locali con l'utilizzo di tale schema contrattuale.<sup>56</sup>

Attraverso l'*Interest rate swap* si perfeziona lo scambio, a scadenze prefissate e concordate, di somme di denaro, che vengono calcolate applicando due diversi parametri, rappresentati da differenti tassi di interesse (normalmente tasso fisso e tasso variabile), ad una somma di riferimento, che non rientra nello scambio, ma che serve solo per il calcolo delle somme oggetto dello scambio.<sup>57</sup>

Le parti dello *swap* invertono le rispettive posizioni debitorie, si scambiano l'indebitamento. La parte indebitata a tasso variabile, attraverso l'operazione contrattuale, si ritrova a dover pagare il tasso fisso e viceversa.

---

<sup>51</sup> Cfr. B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit.

<sup>52</sup> Così, C. M. DE IULIIS, *Lo swap d'interessi*, cit., p. 392.

<sup>53</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps* cit, p. 80, afferma: “Una definizione che sembra comprendere tutte le fattispecie di swap esaminate è la seguente: lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.”

<sup>54</sup> Cfr. Reg. 2 luglio 1991, art. 49, lett. b).

<sup>55</sup> Cfr. M. IRRERA, *Swaps*, cit.

<sup>56</sup> Vedi *infra* cap. II

<sup>57</sup> Vedi R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit.

Osserviamo come si configura l'operazione contrattuale nel caso degli enti territoriali: Immaginiamo che il Comune X abbia contratto un mutuo con un tasso di interesse variabile e che abbia interesse a modificare la propria posizione debitoria, indebitandosi a tasso fisso, soprattutto per avere una esatta proiezione di quelli che saranno i futuri pagamenti per esigenze di contabilità, bilancio o tesoreria, fattore non trascurabile, posto che nel caso di pubbliche amministrazioni, è bene ricordarlo, si lavora con risorse pubbliche.

Il Comune X vuole quindi proteggersi dalle variazioni del tasso di interesse connesse alla somma ottenuta come finanziamento.

Appare ovvio che, se si prevede un rialzo dei tassi di interesse, la soluzione migliore sarà, a monte, contrarre un indebitamento a tasso fisso.

L'ente potrà così concludere un contratto di *Interest rate swap* con un altro soggetto che deve essere, in base alla normativa vigente, un intermediario finanziario, per mezzo del quale il Comune X si obbligherà, alla scadenza, a pagare all'intermediario una somma determinata dall'applicazione del tasso fisso sulla somma ottenuta in finanziamento, che sarà sempre il capitale nozionale di riferimento e che non rientrerà nel meccanismo di scambio, mentre l'intermediario si obbligherà invece a pagare al Comune X una somma determinata dall'applicazione del tasso variabile. In questo caso lo *swap* nasce da una posizione debitoria e viene definito *liability swap*.<sup>58</sup>

Alla scadenza, se le date dei pagamenti andranno a coincidere, non ci saranno adempimenti incrociati tra Comune X e intermediario, ma verranno

---

<sup>58</sup> Cfr R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 115.: "Tuttavia, come si è detto lo swap può ben sovrapporsi a posizioni creditorie (*asset swap*): non è infrequente che chi percepisce un determinato flusso abbia interesse a modificare lo stesso, trasformandolo da fisso a variabile, o viceversa. Va anzi tutto tenuto presente che lo swap di interessi, avente ad oggetto posizioni attive, lungi dall'essere una figura marginale, rappresenta lo strumento chiave per la creazione dei c.d. titoli sintetici, ossia titoli le cui caratteristiche vengono modificate attraverso l'utilizzo di uno swap. Un titolo a tasso fisso (poniamo un Btp) può, ad esempio, essere trasformato in un titolo sintetico con cedola a tasso variabile, pari (in ipotesi) al Libor più un certo margine (*spread*): secondo questo schema, il possessore del titolo scambia cedole fisse contro pagamenti variabili, trovandosi nella stessa situazione di chi abbia acquistato un titolo emesso alla pari e con cedola a tasso variabile. Come si è osservato, lo swap di interessi, oltre che per finalità di gestione di tesoreria, può anche essere utilizzato per finalità di trading: ciò accade quando si fa ricorso allo *swap*, prescindendo da qualsiasi posizione (debitoria o creditoria) sottostante, in prospettiva di una variazione favorevole dei tassi tra la data di conclusione dell'operazione e la data per la liquidazione dei pagamenti."

liquidate solamente le differenze; opererà quindi una compensazione tra i pagamenti<sup>59</sup>.

Quello oggetto dell'esemplificazione è lo schema più semplice di *Irs*, definibile come *plain vanilla*, l'unico schema utilizzabile dagli enti territoriali, posto che, come vedremo, la normativa di riferimento vieta l'utilizzo di schemi contrattuali complessi, che rischiano di essere avulsi dal debito sottostante.

Con l'espressione *plain vanilla*<sup>60</sup>, si fa riferimento al contratto base, senza barriere o limitazioni: in uno *swap*, per esempio, le due controparti si scambiano i flussi di interessi così come rilevati sul mercato, senza alcuna limitazione.

Lo schema *plain vanilla* presenta le seguenti caratteristiche: la durata dello *swap* è un numero intero di anni; uno dei due flussi di pagamento è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse variabile; il capitale nozionale resta costante per tutta la vita del contratto.

Gli elementi fondamentali di un *plain vanilla swap*, da indicare nel contratto, sono: la data di stipula del contratto (*trade date*); il capitale nozionale di riferimento (*notional principal amount*), che non viene scambiato tra le parti e serve unicamente per calcolare gli interessi; la data di inizio (*effective date*), ossia da quando cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la stipula); la data di scadenza (*maturity date o termination date*) del contratto; le date di pagamento (*payment dates*), ossia le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi; il livello del tasso fisso; il tasso variabile di riferimento (molto spesso sono usati il *Libor* o altri tassi interbancari, oppure i tassi di interesse pagati sui titoli di stato) e la relativa data di rilevazione (c.d.

---

<sup>59</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 65: "[...] lo scambio non avverrà per effetto del materiale incrocio dei due flussi, bensì attraverso la liquidazione, alle singole scadenze, del saldo fra i due tassi dalla parte deficitaria all'altra."

<sup>60</sup> Questa espressione ha a che fare con i gelati: «solamente vaniglia», come dire «niente di più semplice!...» E infatti nel mondo ormai fantasioso delle opzioni, ma anche in quello delle obbligazioni o di altri strumenti, specie quelli derivati, la *plain vanilla* rappresenta un esempio di tradizione e semplicità. Quando ci si riferisce a una *plain vanilla* obbligazionaria si parlerà di un titolo con una struttura facilmente comprensibile, assimilabile a un BTP a tasso fisso o un CCT a tasso variabile. La *plain vanilla*, insomma, si riferisce al contratto base, senza barriere o limitazioni: in uno *swap*, per esempio, le due controparti si scambiano i flussi di interessi così come rilevati sul mercato, senza alcuna limitazione. Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/P/Plain-vanilla.shtml?uuid=113db1a6-5809-11dd-93cb-a54c5cfc900&DocRulesView=Libero>

*fixing date*).

Per gli enti l'*Irs* ha solo la funzione di ristrutturazione di debiti e sono quindi precluse finalità speculative.

Sempre prendendo come base un'operazione di *Irs* conclusa da un ente pubblico, potrebbe essere utile costruire un'esemplificazione con cifre simboliche.

Si pensi sempre al Comune X che, attraverso l'accensione di un mutuo, ottiene un finanziamento, da cui deriva, generalmente, il pagamento di un interesse a tasso fisso.

La maggior parte dell'indebitamento contratto dagli enti locali con la Cassa Depositi e Prestiti, che era la controparte di tutti i contratti di mutuo con gli enti locali, prevedeva infatti un tasso fisso.<sup>61</sup>

“In un contesto di indebitamento l'obiettivo del debitore è chiaramente quello di risparmiare, per la durata del mutuo, sul prezzo (l'interesse dovuto) del debito contratto.”<sup>62</sup>

Attraverso il contratto di *Irs* l'intermediario finanziario garantirà il pagamento del tasso fisso, contro il tasso variabile. Le posizioni delle parti si invertono, *rectius* si scambiano: l'ente, che prima avrebbe dovuto corrispondere il tasso fisso, ora corrisponde il tasso variabile; l'esatto contrario accade per l'intermediario.

Ovviamente l'ente spera in un ribasso del tasso variabile, che porterebbe un profitto dato dalla differenza con il tasso fisso dovuto dall'intermediario. In caso invece di rialzo del tasso variabile, sarebbe l'intermediario ad ottenere un profitto.

---

<sup>61</sup> CFR. M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p. 27: “Fino a pochi anni fa era divenuta quasi una moda per tantissimi enti locali italiani intervenire con operazioni di *Irs* sul debito contratto con la Cassa depositi e prestiti, controparte, quest'ultima, nella maggior parte dei contratti di mutuo degli enti. Quasi tutto questo debito era contratto a tasso fisso, per cui giocoforza, quasi tutti gli interventi di rimodulazione di quel debito mediante l'uso di strumenti derivati, vennero effettuati spostando l'indebitamento degli enti su tassi variabili. Nei primi anni 2000 il passaggio da indebitamento fisso a indebitamento variabile era effettivamente conveniente e le motivazioni (almeno teoriche) che spingevano gli enti a stipulare i contratti di swap si allineavano perfettamente a quella che in termini giuridici è definita la causa del contratto di swap di tassi di interesse: la protezione contro i rischi di tasso.”

<sup>62</sup> Così G. DE CANDIA, *Lo swap e l'attività contrattuale pubblica*, in *I contratti dello Stato e degli enti pubblici*, 2005, p. 197 e ss.

Immaginiamo che l'ente abbia contratto un finanziamento di 100, indebitandosi ad un tasso fisso pari al 4%.

Per effetto dello scambio generato dal contratto, l'intermediario garantirà il pagamento del tasso fisso 4% mentre l'ente pagherà il variabile, normalmente il *Libor*<sup>63 64</sup>.

Immaginiamo che alla scadenza concordata, il *Libor* sia pari al 2%; l'ente dovrebbe pagare il 2% di 100, che rappresenta il capitale di riferimento cui applicare i tassi di interesse, mentre l'intermediario dovrebbe pagare il 4%, sempre di 100.

Anziché effettuare due adempimenti consistenti in due versamenti di somme incrociati, si procede per compensazione attraverso il meccanismo del *netting*, per cui l'intermediario verserà all'ente, avendo "scommesso" sul tasso rivelatosi più alto, la differenza e quindi il 2% (4% - 2%) di 100.

In questo caso, l'ente consegue un vantaggio economico pari a 20. Qualora invece, come spesso è successo nella pratica, il tasso variabile dell'ente si rivelasse più alto di quello dell'intermediario, sarebbe l'ente a dover corrispondere la differenza attraverso un meccanismo speculare a quello sopra illustrato e subirebbe una perdita.

La descrizione e l'esemplificazione hanno puro valore scolastico; in realtà, per il calcolo del differenziale di un contratto di *Irs*, occorrono complessi calcoli matematici, senza dimenticare che è impossibile prevedere in anticipo se vi sarà un rialzo o un ribasso del tasso di interesse variabile.

---

<sup>63</sup> *Libor* è l'acronimo di *London Interbank Offered Rate* e rappresenta un tasso di riferimento per le transazioni sul mercato interbancario, cioè sul mercato dove le banche si scambiano fondi a breve. Il *Libor* è da molto tempo il tasso standard cui sono agganciati molti altri tassi – per esempio, i mutui a tasso variabile e molti prodotti derivati, come i *Forward rate agreement* e gli *Interest rate swap* – e viene calcolato dalla *British Bankers' Association* e reso disponibile ogni giorno intorno alle 11.45 ora di Londra. Viene calcolato come media degli otto valori centrali forniti da sedici grandi banche. Vi sono molti *Libor*, per varie scadenze (*dall'overnight* a 12 mesi) e per molte valute (dollaro Usa, canadese, australiano e neozelandese – euro (sostituito dall'Euribor) – Yen – sterlina – franco svizzero – corona danese e svedese).

<sup>64</sup> Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/L/libor.shtml?uuid=f7ae4d8a-5809-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>.

L'Irs rappresenta per gli enti pubblici uno strumento abbastanza rapido per la gestione e la ristrutturazione dell'indebitamento contratto a monte, per tutta quelle serie di ragioni che cercheremo di analizzare nel corso della trattazione<sup>65 66</sup>.

Esiste, o meglio, deve esistere un nesso di base tra indebitamento (contratto di mutuo) e contratto di *swap*, ma, di solito, tale collegamento<sup>67</sup> non si trasforma in un nesso di natura giuridica, ma resta sempre confinato nell'ambito puramente economico.

L'Irs, pur presentandosi come strumento "ancillare" rispetto a precedenti o contestuali operazioni finanziarie di indebitamento, mantiene la sua indipendenza giuridica, spesso per ragioni di praticità e per ottenere una semplificazione di tutta l'operazione.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Vedi *infra*, cap. II.

<sup>66</sup> Vedi G. DE CANDIA, *Lo swap e l'attività contrattuale pubblica*, cit.: "Nel contesto della prassi contrattuale innanzi succintamente descritta si deve registrare il crescente utilizzo, da parte della pubblica amministrazione, e degli enti pubblici territoriali in particolare, della figura contrattuale dello *swap* nell'ambito della propria attività finanziaria. Il suo crescente impiego nasce da talune, innegabili premesse. Il ricorso a forme alternative di reperimento del capitale, rispetto alle tradizionali forme (si pensi, ad esempio, al ricorso ai mutui della cassa Depositi e Prestiti, oppure ai finanziamenti di derivazione bancaria), rappresenta, all'attualità, per gli enti pubblici territoriali, un imperativo, oltre che un'autentica sfida, tesa alla ricerca ed utilizzo di soluzioni anche innovative, per finanziare lo sviluppo locale."

<sup>67</sup> Per una compiuta analisi della teoria del collegamento negoziale Cfr. R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1989. Da ultimo si veda C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999.

<sup>68</sup> In questo senso S. GILOTTA, *In tema di Interest rate swap*, cit., p. 138: "[...] la relazione tra contratto di *swap* e sottostante operazioni di indebitamento richiama inevitabilmente la figura del collegamento negoziale, quale possibile generale modello esplicativo delle relazioni intercorrenti appunto tra *swap* e contratto padre di finanziamento; in realtà, come emerge anche dall'analisi dei modelli contrattuali più diffusi ed utilizzati nella prassi finanziaria italiana ed internazionale, tale collegamento non sussiste: o meglio, da economico qual è, non si trasforma mai in giuridico. In primo luogo, come appena accennato, nella generalità dei casi è la volontà delle parti (tacitamente o esplicitamente espressa) ad escludere la relazione del collegamento: la ragione di tale scelta in favore della piena autonomia del contratto di *swap* è intuitiva e risiede da un lato nella maggiore sicurezza ed agilità giuridica (in sede di successiva, eventuale circolazione) di un negozio che, proprio in quanto autonomo, non subisce il contagio di eventuali patologie, genetiche o funzionali, che affliggono il negozio di finanziamento sottostante, dall'altro, nell'esigenza, particolarmente sentita dall'intermediario che si fa controparte dell'impresa, di non sommare rischi ulteriori all'ineliminabile rischio di insolvenza, gravando così l'operazione di costi aggiuntivi. In secondo luogo, e soprattutto, è la stessa struttura del contratto di *swap* che impedisce di poter ravvisare nella complessiva vicenda negoziale un'obiettivo, e come tale rimuovibile, relazione di collegamento; più in particolare, è da escludersi che il rilevato carattere ancillare dello *swap* rispetto all'operazione di finanziamento possa declinarsi come accessoria del primo rispetto alla seconda: referente dello *swap* non è infatti, necessariamente, lo specifico contratto di finanziamento da cui origina l'obbligazione al pagamento di interessi a sua volta

Pare difficile invece affermare l'assenza di un nesso teleologico e funzionale e finanche giuridico tra il debito degli enti territoriali ed il contratto di *Irs* concluso in particolari casi per la gestione e la ristrutturazione del debito stesso.

Come vedremo nel corso della trattazione<sup>69</sup>, in caso di debito contratto in valuta estera e di emissione, da parte dell'ente, di un prestito obbligazionario a determinate condizioni o di accensione di un mutuo, la conclusione del contratto di *swap* collegato era per gli enti obbligatoria.

La norma (la finanziaria per il 2002<sup>70</sup>, testo normativo che per primo consentiva agli enti territoriali la conclusione di contratti derivati ad ampio raggio) poneva in capo agli enti un chiaro obbligo a contrarre.<sup>71</sup>

---

produttiva del rischio che lo strumento in esame è chiamato a rimuovere, ma la generale struttura debitoria dell'impresa, la quale viene in rilievo, come appena sottolineato, nella sua dimensione squisitamente contabile; parimenti, come emergerà più chiaramente in seguito, referente funzionale dello *swap* è la situazione di rischio d'interesse correlata e parametrata alla struttura dell'esposizione debitoria dell'impresa: elemento che, per quanto in ultima analisi generato dai contratti, con questi non si identifica né agli stessi è riducibile, appartenendo ad una dimensione estranea e trasversale rispetto al piano giuridico-negoziale."

<sup>69</sup> Vedi *infra* Cap. II.

<sup>70</sup> Ci si riferisce all'art. 41, comma 2, l. 448 del 2001 (Finanziaria per il 2002) che testualmente recita: "Gli enti di cui al comma 1 possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni."

<sup>71</sup> Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit. p. 59: "[...] Lo *swap* è utilizzato al fine di proteggersi da una variazione dei tassi di interesse e/o di cambio oppure lo *swap* è utilizzato per speculare su tali variazioni. Entrambe le parti possono usarlo come copertura dei rischi suddetti o per speculare avendo vedute opposte sull'andamento dei tassi, oppure una parte specula e l'altra contemporaneamente cerca protezione. Il motivo, sia esso di copertura, speculazione, arbitraggio, ecc..., non incide sul tipo contrattuale né sulla sua causa, rimanendo indifferente rispetto alla struttura negoziale. Diverso è il caso previsto dall'art. 41, secondo comma della legge finanziaria 2002, con il quale si prescrive agli enti pubblici che vogliono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza la previa conclusione di un contratto di *swap* per l'ammortamento del debito. In tale specifico caso la validità del contratto di *swap* dipende dall'esistenza del collegamento negoziale con l'emissione obbligazionaria o il mutuo, il cui profilo di ammortamento rimane invariato. La *ratio* della norma risiede nel fatto che si vuole evitare il rischio derivante dall'emissione di debito con pagamento in unica soluzione alla



Dall'analisi emerge comunque un ulteriore elemento che caratterizza i contratti derivati ed in particolare, lo *swap*, ovvero, la componente endemica di rischio che esso racchiude, data dalla fisiologica imprevedibilità dell'andamento della variabile economica di riferimento (nell'*Irs* tasso di interesse) nel periodo successivo alla conclusione del contratto.

### 1.3. Il contratto di *interest rate swap* - profili civilistici.

Come abbiamo avuto modo di verificare, non esiste, nel nostro ordinamento, un testo normativo che contenga una definizione precisa del contratto di *swap* o degli altri contratti derivati.

La normativa tecnica di settore, rappresentata dal Tuf, si limita ad un'elencazione delle fattispecie di contratti derivati, solamente con lo scopo di includerle nel novero degli strumenti finanziari.

Una definizione dello schema contrattuale definibile come *swap* si rinviene solamente nella letteratura giuridica<sup>72</sup> e nella giurisprudenza<sup>73</sup>, che hanno cominciato ad interessarsi dello schema contrattuale sopra menzionato in tempi differenti.

---

scadenza, in quanto l'amministrazione pubblica locale potrebbe avere difficoltà a rifinanziarsi a tale data. In altre parole, si vuole evitare il *moral hazard* di emettere debito lasciando ad altri il futuro problema di come pagarlo, imponendo un cosiddetto *amortizing swap*, cioè uno *swap* che impone all'ente pubblico di effettuare pagamenti alla controparte dello *swap* in misura tale da equivalere ad un ipotetico piano di ammortamento del debito contratto dall'ente pubblico."

<sup>72</sup> In dottrina si vedano E. GIRINO, *Contratti derivati*, cit.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit.; ID, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, cit.; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., M. IRRERA, *swaps*, cit.; B. INZITARI, *swap (contratto di)*, cit.; ID, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Galgano, Torino, 1995, p. 2441 e ss. G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario* cit.; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, cit.

<sup>73</sup> Cfr. note 48 e 49.

Tale assunto non può che far propendere l'interprete verso una considerazione dello *swap* come contratto innominato o atipico.

Il contratto tipico è pacificamente quel contratto che trova la sua disciplina in un testo normativo, come è nel caso degli schemi negoziali disciplinati dal codice civile.

Così, *a contrario*, possiamo affermare che il contratto atipico, o innominato, deve intendersi come contratto che non trova una sua disciplina in un testo normativo.

Nel caso dello *swap* il Tuf, testo normativo di riferimento (art. 1 più volte citato), si limita semplicemente a nominare e ad elencare le fattispecie di contratti derivati, circostanza che non basta a far guadagnare a tali contratti una tipicità legale.<sup>74</sup>

In generale tutti contratti derivati, negli schemi base che abbiamo, seppur brevemente, analizzato costituiscono degli esempi di operazioni negoziali atipiche, e non potrebbe essere altrimenti posta la loro origine puramente pratica e la loro provenienza da ordinamenti stranieri.

Inoltre, si evidenzia come non esista neppure uno schema contrattuale tipico che possa essere perfettamente ed interamente assimilabile allo *swap*, contrariamente a quanto avviene invece per *futures* e *options*, tanto che un conseguente tentativo di tipizzazione, anche teorico e scolastico dello *swap* stesso, apparirebbe più arduo.

Il *future* è infatti assimilabile ad una compravendita a termine di beni o titoli, l'*option* è molto simile al patto di opzione disciplinato dal codice civile.

---

<sup>74</sup> In questo senso R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.*, Sacco, Torino, 1993, p. 432 e ss. Secondo gli AA il contratto atipico è quello che “nasce dalla pratica degli affari, convalidata e rispettata dai tribunali” che si trovano così a decidere “su diritti e obblighi che il contratto crea per le parti, secondo regole che consolidandosi danno luogo danno luogo alla disciplina (giurisprudenziale).” Il contratto acquista così un embrione di tipicità, non legale, ma sociale e giurisprudenziale. La tipicità legale giungerà nel momento in cui “il legislatore dovesse intervenire a regolare il contratto con sue norme.”; Secondo V. ROPPO, *Il Contratto*, in *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.* Iudica, Zatti, Milano, 2001, p. 422: “il contratto tipico è il contratto che rientra in una figura che ha una disciplina legale particolare.” Si rimanda anche a G. ALPA, *Causa e tipo*, in *Tratt. dei contr.*, Rescigno, Torino, 1999, p. 64; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974; G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.

Gli studi più recenti parlano dello *swap* come di un'operazione atipica, complessa e riconducibile a due contratti di accollo interni che si incrociano, in base al quale un parte assume l'obbligo di pagare il debito dell'altra mediante l'inversione delle posizioni debitorie.

L'accordo a base dell'*Irs*, come abbiamo visto, ha ad oggetto l'inversione dei tassi di interesse.<sup>75 76</sup>

La dottrina<sup>77</sup> è comunque compatta nel ritenere lo *swap* un'operazione contrattuale atipica.

Anche la giurisprudenza dimostra una certa continuità e compattezza nella qualificazione degli *swap* come contratti atipici.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> In base al dettato del codice civile, art. 1273: " Se il debitore e un terzo convengono che questi assuma il debito dell'altro, il creditore può aderire alla convenzione, rendendo irrevocabile la stipulazione a suo favore. L'adesione del creditore importa liberazione del debitore originario solo se ciò costituisce condizione espressa della stipulazione o se il creditore dichiara espressamente di liberarlo. Se non vi è liberazione del debitore, questi rimane obbligato in solido col terzo. In ogni caso il terzo è obbligato verso il creditore che ha aderito alla stipulazione nei limiti in cui ha assunto il debitore, e può opporre al creditore le eccezioni fondate sul contratto in base al quale l'assunzione è avvenuta."

<sup>76</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 69 lo assimila invece alla figura dell'accollo interno: "Giuridicamente lo strumento collima appieno con la fattispecie dell'accollo interno, ossia dell'accordo (notoriamente diffuso, ma altrettanto notoriamente non codificato, per il quale le parti debitorie convengono che una di esse si accoli il debito dell'altra, senza che il creditore di quest'ultima venga coinvolto nell'intesa, e talora, anche a sua insaputa. La peculiarità dell'*interest rate swap* risiede propriamente nell'incrocio di due contratti di accollo con i quali ciascuna parte assume il debito di interesse dell'altra, con l'idea di procedere alla liquidazione del solo differenziale." In questo senso anche E. PAGNONI, *Contratti di swap*, cit., p. 1079;

<sup>77</sup> Propendono per la atipicità, tra gli altri, M. IRRERA, *Swaps*, cit.; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, cit.; F. CAPUTO NASSETTI, *Considerazioni in tema di swaps*, cit, p. 326 configura la fattispecie contratto di *swap* come atipico e "[...] assai vicina ad un contratto a termine caratterizzato dalla liquidazione in compensazione ed in lire della differenza tra il valore delle due prestazioni allo scadere del termine. In altre parole, a differenza di un normale contratto a termine che presuppone la consegna a data futura prestabilita di una somma in divisa contro il pagamento di una somma in un'altra divisa, le parti concordano di effettuare un solo pagamento pari alla differenza (espressa in lire tra il valore futuro delle due divise."; ID, *I contratti derivati finanziari*; Secondo F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit. il risultato che si ottiene con la stipulazione di un *IRS* sarebbe raggiungibile anche con l'incrocio di due contratti di mutuo. *Contra* C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi*, cit., il quale si basa su una serie di indici normativi, tra cui l'art. 23 t.u.f. per considerare lo *swap* come legalmente tipico. F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.* 1987, p. 45 e ss.

<sup>78</sup> Si veda da ultimo Trib. Bari, 15 luglio 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Modena, 27 aprile 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Pescara, 12 aprile 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, cit.: "Il contratto di *swap* è contratto innominato, anche se il legislatore, senza descriverlo ne ha tenuto conto nella disciplina degli strumenti finanziari entrata in vigore in tempi successivi alla L. 1/1991, che è invece applicabile alla fattispecie in esame. L'art. 1 comma 1, del D.Lgs. 415/96, ora

Una certa parte della dottrina<sup>79</sup> tendeva invece a ricondurre lo *swap* nell'alveo dei contratti differenziali.

Per contratto differenziale deve intendersi quel contratto attraverso il quale le parti si impegnano, concludendo un negozio a termine, a trasferire non il bene oggetto dell'accordo a fronte del pagamento del relativo prezzo, ma a liquidare solamente la differenza tra prezzo convenuto e prezzo di mercato.<sup>80</sup>

Abbiamo già avuto modo di specificare (§ 1.2) come nel caso dell'*Irs* l'oggetto del contratto non sia una differenza di valore, ma come lo stesso rappresenti il risultato di uno scambio di flussi di denaro, frutto della applicazione della clausola *netting* e della conseguente compensazione che opera nel caso di coincidenza temporale dei pagamenti, ammesso che coincidano e solo in quanto voluta dalle parti.

Un'inclusione dello *swap* nell'alveo dei contratti differenziali semplici, appare da escludere pensando a quella che è l'ontologia del contratto stesso: con il contratto differenziale le parti pongono in essere un negozio assimilabile ad una compravendita a termine avente ad oggetto titoli, valori o entità economiche suscettibile di incrementi o decrementi di valore.

---

art. 1 comma 2, D.Lgs. n. 58/98, stabilisce alla lett. g) che sono strumenti finanziari i "contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (lequity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti". 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.

<sup>79</sup> Si veda a riguardo F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.* 1992, p. 79 e ss.; D. PREITE, *recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. intern.*, 1992, p. 171 e ss.; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, Riolo (a cura di), Milano, 1933; C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit.; E. FERRERO, *contratto differenziale*, in *Contratto e impresa*, 1992, p. 475 e ss. L'A. distingue tra operazione differenziale semplice, "quando le parti convengono con una sola manifestazione di volontà al momento della stipulazione, di liquidare le reciproche obbligazioni con il pagamento delle differenze" e operazione differenziale complessa, "quando si ha al stipulazione di due contratti a termine successivi, in senso inverso, e a seconda che le parti di entrambi i contratti coincidano o meno, si parlerà poi di operazione differenziale complessa propria oppure di operazione differenziale complessa impropria."

<sup>80</sup> Per questa definizione cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.

Oggetto della vendita a termine non è il titolo o la variabile economica in sé, quanto piuttosto la differenza tra il valore che la stessa presenta al momento dell'esecuzione del contratto, che risulta ovviamente differita rispetto alla conclusione (si parla infatti di contratto a termine) e quella che presentava al momento della conclusione.

Con il differenziale le parti hanno in mente di pagare la sola e semplice differenza di valore, non hanno intenzione di effettuare nessuno scambio di pagamenti, puntano all'acquisto di quella differenza di valore, sperando rappresenti un'entità positiva, così da conseguire un vantaggio economico.

La compensazione tra le differenze di valore è endemica al contratto, in quanto ne costituisce l'oggetto; non esiste differenziale senza differenza.

Il contratto di *swap* prevede invece uno scambio di pagamenti che le parti intendono eseguire materialmente e che solo in caso di coincidenza temporale vengono portati a compensazione.

La compensazione nello *swap* è quindi una clausola solamente accessoria.<sup>81</sup>

Si comprende così perché sia da escludere che oggetto dello *swap* possa essere il differenziale. L'oggetto dello *swap* è sempre uno scambio di flussi di denaro, di pagamenti.

Lo *swap* è inoltre un contratto di scambio consensuale, necessariamente bilaterale<sup>82</sup> ed in certi casi può atteggiarsi come soggettivamente qualificato o *intuitu personae*.

Si pensi proprio al caso degli enti territoriali, che devono concludere i contratti derivati avendo come controparte un intermediario finanziario qualificato.<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup> In questo senso, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 85.

<sup>82</sup> Cfr. F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, Cicu, Messineo, Milano, 1973, p. 615: "[...] scambio implica prestazioni (consistenti in un dare o in un facere, o non facere) o da un solo lato o reciproche; e la reciprocità si fa da fra due parti, non fra più parti."

<sup>83</sup> Vedi *infra* cap. II.

Si tratta inoltre di un contratto di durata, ad esecuzione differita, in quanto le prestazioni oggetto dello *swap* non si eseguono immediatamente, ma a scadenze prefissate, in date differenti da quella di conclusione.

Si tratta, in un certo senso, di un'esecuzione differita fisiologica, in quanto, per stabilire l'entità della prestazione dovuta, si deve monitorare l'andamento del tasso di interesse durante un periodo di tempo successivo (tre mesi di solito) alla conclusione del contratto.

Non avrebbe senso neppure da un punto di vista logico parlare di *swap* ad esecuzione immediata.

Si tratta inoltre di un contratto a prestazioni corrispettive<sup>84, 85</sup>, con tutto ciò che ne consegue in termini di applicabilità dei rimedi civilistici, fatta eccezione per la risoluzione dovuta ad eccessiva onerosità sopravvenuta e rescindibilità per lesione, data la natura aleatoria del contratto in questione (infra, § 1.4).

Sembra inoltre doversi accedere all'opinione dottrinale che ritiene necessaria un'equivalenza economica delle prestazioni,<sup>86</sup> ovvero un'equivalenza economica tra i due flussi di pagamento che sono oggetto del contratto di *swap*.

Ovviamente si parla di equivalenza economica che va calcolata al momento della conclusione del contratto, in quanto in seguito, per la natura stessa delle variabili economiche di riferimento, le stesse saranno soggette a variazioni a rialzo o al ribasso, del tutto indipendenti dalla volontà delle parti ed imprevedibili.

Si potrebbe efficacemente obiettare che, in forza di quel principio di libertà contrattuale che permea pressoché tutta la materia del diritto dei contratti e che anzi ne costituisce un sicuro ed indiscutibile substrato, le parti del contratto di *swap* possano liberamente scegliere ciò che può, per loro e nel loro interesse, essere considerato uno scambio vantaggioso o una prestazione equivalente.

---

<sup>84</sup> Cfr. C. M. BIANCA, *Vendita e la permuta*, in *Tratt. dir. civ.*, Vassalli, VII, Torino, 1972, p. 62 e ss.; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu, Messineo, Milano, 1973, p. 615 e ss. cit.; A. PINO, *Il contratto con prestazioni corrispettive*, Padova, 1963.

<sup>85</sup> R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 121 parla di "accordo che genera prestazioni contrapposte fra loro interdipendenti ed omogenee: uno o più pagamenti incrociati, eventualmente su base netta, di somme di denaro."

<sup>86</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 60.

La stessa attenta dottrina fa notare che, fatta salva la libertà contrattuale delle parti, “la sproporzione tra il valore economico delle prestazioni trova il limite nella simbolicità e nella mera apparenza.”<sup>87</sup>

Si pensi alla sorte di una compravendita, anch'esso contratto oneroso a prestazioni corrispettive, in cui le parti abbiano stabilito un prezzo irrisorio, meramente simbolico<sup>88</sup> rapportato al valore del bene oggetto del contratto.

In un caso del genere, è pacifico, non si potrebbe parlare di vendita, in quanto sarebbe frustrato uno degli elementi essenziali del contratto, che prevede lo scambio di bene contro prezzo.<sup>89</sup>

Il contratto di *swap* è un contratto che ha ad oggetto uno scambio di flussi di pagamento; nel caso in cui una delle prestazioni, uno dei pagamenti, avesse valore irrisorio, o mancasse del tutto, verrebbe meno lo scambio stesso, cioè l'essenza stessa dello *swap*; logicamente, lo scambio deve riguardare almeno due elementi.

L'assunto vale in entrambi i casi, essendo vendita e *swap*, negozi patrimoniali onerosi.

#### **1.4. L'interest rate swap come contratto aleatorio.**

Volendo cercare un sinonimo di aleatorio, utilizzando un termine atecnico, mutuato dal linguaggio corrente, potremmo parlare di contratto “rischioso”<sup>90</sup>.

L'alea è in effetti, nella sua nozione “empirica”<sup>91</sup>, il rischio, la possibilità del verificarsi di una vicenda favorevole o sfavorevole ad un soggetto.

---

<sup>87</sup> Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 62.

<sup>88</sup> Cfr. L'importante pronuncia Cass. 24 novembre 1980, n. 6235, in *Rep. Foro it.*, 1980, *Vendita*, n. 39. E' ammessa la fissazione di un prezzo anche sproporzionato rispetto al valore del bene o del diritto che si vuole trasferire con la vendita, purché non sia irrisorio o meramente simbolico.

<sup>89</sup> Si rimanda a C. M. BIANCA, *Vendita e la permuta*, cit.; D. RUBINO, *la compravendita*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, Cicu, Messineo, Milano, 1962, p. 268 e ss.; A. LUMINOSO, *La compravendita*, Padova, 2009.

<sup>90</sup> Cfr. G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, p. 49.

<sup>91</sup> Vedi R. NICOLÒ, *Alea*, in *Enc. dir.* I, Milano, 1958, p. 1024.

Di conseguenza il contratto aleatorio potrebbe, in prima battuta, essere definito come quel contratto connotato dal rischio che si verifichino eventi favorevoli o sfavorevoli alle parti, che sono a monte imprevedibili, in quanto derivano da eventi incerti, ma che incidono “sul risultato economico dell’attuazione di un rapporto contrattuale”.<sup>92</sup>

Una certa dose di rischio è comunque sempre insita in operazioni commerciali; è necessario da subito precisare che il rischio che rende un contratto aleatorio, va molto al di là di quello che possiamo definire rischio fisiologico dell’operazione contrattuale, visto che arriva a permeare il contratto stesso, divenendo parte inscindibile di esso.

Il rischio normale è così elemento estrinseco alla fattispecie negoziale, una sorta di alea esterna, che può condurre, a determinate condizioni, alla modifica delle originarie pattuizioni contrattuali e delle originarie condizioni del sinallagma e che magari può portare, se ne ricorrono i presupposti, alla risoluzione del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta, ma che “solo statisticamente”<sup>93</sup> è connaturato al contratto.

---

<sup>92</sup> Così, R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1025.

<sup>93</sup> Così, R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1026: “In realtà, questa <<alea normale>> è qualitativamente diversa da quell’elemento intrinseco che definisce e individua i cosiddetti contratti aleatori, mentre si avvicina a quell’alea, estrinseca al contenuto contrattuale, che, verificandosi in un senso o nell’altro, può alterare, in una con le previsioni delle parti, il contenuto del sinallagma e quell’equilibrio contrattuale che aveva costituito l’oggetto dell’accordo delle parti. Una siffatta condizione che l’onerosità sopravvenuta esorbiti dall’alea normale del contratto non coincide col requisito quantitativo della onerosità sopravvenuta (che deve essere eccessiva), ma ha piuttosto riguardo a un profilo qualitativo: bisogna cioè esaminare se il tipo di contratto posto in essere, per il suo contenuto o per la sua funzione, non implichi di per sé che al momento del suo perfezionamento vi sia o vi debba essere la consapevolezza delle parti di affrontare necessariamente un certo margine di rischio, collegato appunto all’eventuale verificarsi di situazioni di fatto e di vicende, economiche o di altra natura, che normalmente, o per lo meno non eccezionalmente, incidono sullo svolgimento di quel singolo tipo di rapporto e influiscono sul risultato economico che le parti vogliono conseguire. Questa zona di rischio, che in ultima analisi non manca mai quando vi è una apprezzabile soluzione di continuità tra il sorgere del rapporto contrattuale e la sua attuazione finale, può essere modesta, nel qual caso la condizione in esame non assume autonoma rilevanza, perché assorbita dal sia pure diverso requisito quantitativo (eccessività) della onerosità sopravvenuta, ma può essere piuttosto rilevante in certi tipi contrattuali (ad esempio appalto, somministrazione, trasporto e in genere i contratti che risentano più direttamente della influenza esercitata dalle condizioni di mercato o dalla complessità dell’organizzazione di impresa di una delle parti o di pericoli esterni che il comportamento esecutivo di una delle parti deve affrontare), nei quali, l’autonomia di quella condizione appare, anche di fatto, innegabile. Si tratta cioè di un’alea che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da



A riprova di tale assunto il Codice civile<sup>94</sup> prevede che la risoluzione del contratto non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto.<sup>95</sup>

L'alea normale è quindi quella connessa alle fisiologiche variazioni di mercato, cui le parti vanno incontro semplicemente per aver posto in essere una determinata operazione economica e giuridica.<sup>96</sup>

In dottrina si è parlato anche di normale "rischio di impresa."<sup>97</sup>

Si distingue altresì tra alea economica e alea giuridica<sup>98</sup>; la prima si riscontra quando il vantaggio o il danno conseguibili dal verificarsi dell'evento incerto sono valutabili da un punto di vista meramente economico, in termini di perdita e/o guadagno; la seconda quando l'evento di cui sopra incide sull'*an* stesso o sul *quantum* delle prestazioni dedotte in contratto o anche su una sola di esse.

In realtà l'alea economica è presente, come fa notare un'autorevolissima dottrina<sup>99</sup>, in una grande varietà di contratti, come per esempio nei contratti associativi e nei contratti di durata.

Il rischio economico connesso alle potenziali variazioni del valore dei beni oggetto del contratto è presente in tutte quelle fattispecie negoziali in cui il bene

---

qualificare la funzione del medesimo, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto si fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale, dipendenti da fattori esterni, solo statisticamente connaturale a questo o a quel meccanismo contrattuale."

<sup>94</sup> art. 1469, comma 2, c.c.

<sup>95</sup> Si rimanda a G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano, 1960;

<sup>96</sup> Si rimanda a L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*.

<sup>97</sup> In questo senso, G. CAPALDO, *Alea e contratto aleatorio*, Milano, 2000

<sup>98</sup> Cfr. G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, p. 57.; richiama la distinzione tra alea giuridica ed economica anche R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 123: "la prima, infatti, ha a che fare con il rapporto tra prestazione e controprestazione: il contratto è aleatorio quando è a carico di una parte (o di entrambe) il rischio di un evento che incide sul contenuto del suo diritto o della sua prestazione contrattuale. Si tratta dunque di un rischio in senso oggettivo. Per alea economica, invece, si intende la probabilità di ottenere determinati valori con riferimento alle variabili prese in considerazione, allorché la distribuzione degli eventi futuri e dei risultati ad essi associabili sia stimabile, il rischio risulta qualitativamente misurabile (utilizzando parametri statistici) e può essere o meno coperto, a seconda dei mezzi di cui dispone il soggetto agente. In altri termini l'alea giuridica appartiene alla struttura del contratto di scambio." A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 785 e ss.; R. NICOLÒ, *Alea*, cit.

<sup>99</sup> la riflessione è di T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, p. 435 e ss.

stesso non è destinato al consumo o all'utilizzo immediato, ma a finalità differenti, di speculazione, o investimento, come un appartamento, un terreno o un pacchetto di azioni.<sup>100</sup>

Da ciò ricaviamo che praticamente qualunque contratto può incorporare, e spesso incorpora, una fisiologica componente di rischio, che si può identificare prevalentemente con un rischio economico; l'alea normale è perciò quasi sempre alea economica.

Si parla invece di alea convenzionale nel caso in cui la componente di rischio sia inserita nel meccanismo contrattuale dalla volontà delle parti.<sup>101</sup>

Con gli elementi raccolti, possiamo quindi provare a tracciare una definizione più precisa di contratto aleatorio, per poi verificare se il contratto di *Irs*, possa essere considerato tale.

Si parte dal presupposto che l'alea normale, quella puramente economica, non è sufficiente per considerare aleatorio un contratto; occorre una connotazione più profonda del rischio che caratterizza l'operazione.

Il rischio deve permeare la struttura stessa del contratto<sup>102</sup>, la sua causa, tanto da risultare determinante, influenzare le prestazioni dedotte in contratto, nell'*an* e nel *quantum*.

Un'attenta dottrina considera l'alea come "funzione di rischio" e quindi il contratto aleatorio come "contratto con funzione di rischio".<sup>103</sup>

Il tipo di alea che entra in gioco nella definizione di contratto aleatorio è quindi, *in primis*, quello giuridico e diventa un elemento essenziale del contratto stesso.<sup>104</sup>

---

<sup>100</sup> Così, Trib. Milano, 27 febbraio 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, p.601 e ss.

<sup>101</sup> Si rimanda a R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1029.

<sup>102</sup> Vedi G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., p. 58: "[...] Il rischio esterno non determina la aleatorietà del contratto, poiché non è sufficiente la semplice incidenza dei rischi sulla situazione esterna ed iniziale contemplata dai contraenti affinché il contratto dagli stessi stipulato si qualifichi come aleatorio. In questi casi il rischio non assume maggior rilievo di quanto ne assuma lo stato di fatto precedente la conclusione del negozio. Il rischio interno, di contro, partecipa allo scambio e determina la aleatorietà sia nei contratti aleatori per natura che in quelli tali per volontà delle parti."

<sup>103</sup> Vedi G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., p. 211.

<sup>104</sup> Così A. BOSELLI, *Rischio, alea*, cit.

Il contratto aleatorio è quel contratto in cui la prestazione delle parti (anche di sola di esse) è determinata “nella sua misura fisica”<sup>105</sup> in funzione di un evento futuro e incerto, al punto che la misura può esser anche pari allo zero.<sup>106 107</sup>

Nei contratti tipicamente aleatori l’alea si deve configurare sempre come “un momento essenziale del sinallagma”<sup>108</sup>, che fin dal principio ne condiziona l’operatività; la funzione dei contratti tipicamente aleatori, la causa può essere ricostruita come lo scambio tra “rischi equivalenti”<sup>109</sup>, nel senso che al rischio di un contraente deve fare da corrispettivo il rischio uguale e contrapposto dell’altro.

L’archetipo di contratto aleatorio, in cui prende vita il meccanismo per mezzo del quale l’alea va a permeare il sinallagma, fino a divenire funzione dello stesso, viene individuato dalla dottrina nella *emptio spei*, fattispecie rientrante nell’alveo della vendita di cosa futura, disciplinata dall’art. 1472 c.c.<sup>110</sup>, “nella quale, quando le parti hanno veramente voluto considerare la cosa futura come una *spes*, suscettibile anche di rimanere tale, la configurazione dell’alea è indubbiamente così essenziale e così profondamente connaturale al sinallagma, da non potersi dubitare che qui si abbia un contratto aleatorio in senso tecnico, in cui la funzione dello scambio si determina, sin dalla sua genesi, in relazione all’incertezza di una delle prestazioni corrispettive. Non è solo che l’alea incida sull’oggetto del contratto (e particolarmente sulla prestazione del venditore), ma è che vi incide in modo essenziale e necessario nel senso che la prestazione del venditore è necessariamente incerta e voluta come tale dalle parti, le quali

---

<sup>105</sup> Vedi G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, cit., p. 61.

<sup>106</sup> Così, T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit.

<sup>107</sup> F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., p. 774: “E’ contratto aleatorio, o di sorte, quello nel quale il rapporto fra l’entità del vantaggio e l’entità del rischio, al quale ciascuna parte, contraendo, si espone, non è noto, né certo, e quindi non valutabile all’atto della stipulazione.”

<sup>108</sup> Così, R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1029.

<sup>109</sup> In questo senso G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, cit., p. 1028; A. BOSELLI, *Rischio e alea*, cit., p. 777.

<sup>110</sup> Vedi art. 1472 c.c.: “Nella vendita che ha per oggetto una cosa futura, l’acquisto della proprietà si verifica non appena la cosa viene ad esistenza. Se oggetto della vendita sono gli alberi o i frutti di un fondo, la proprietà si acquista quando gli alberi sono tagliati o i frutti sono separati. Qualora le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio la vendita è nulla, se la cosa non viene ad esistenza.”

sono consapevoli di far dipendere esclusivamente da un evento futuro la  
esistenza e la entità della prestazione.”<sup>111</sup>

L’alea si pone quindi come un “momento originario ed essenziale, che  
colora e qualifica lo schema causale del contratto.”<sup>112</sup>

L’alea caratterizza il contratto in modo strutturale,<sup>113</sup> rappresentando  
un profilo genetico, riferibile al contratto fin dalla sua conclusione.

L’alea dei contratti aleatori è inoltre voluta, cercata dalle parti, che  
intenzionalmente connotano con l’alea stessa il meccanismo negoziale  
prescelto; è quindi il “risultato di una consapevole rappresentazione e  
volizione delle parti.”<sup>114</sup>, che scelgono di ancorare le loro prestazioni  
all’evento futuro ed incerto.

Contratti aleatori sono allora i contratti connotati da un’alea interna, che  
consiste in uno scambio di rischi tra le parti e che per questo diventa funzione del  
contratto; giuridica, in quanto l’evento futuro ed incerto, il rischio, va ad  
influenzare e a determinare l’entità e l’esistenza stessa delle prestazioni dedotte in  
contratto e consensuale, in quanto la funzione di rischio, lo scambio dei rischi è  
una scelta delle parti fin dall’origine.

Per esclusione, attraverso la ricostruzione prospettata, possiamo  
distinguere un contratto aleatorio da un contratto semplicemente rischioso,  
caratterizzato invece da un’alea esterna, economica che non diventa funzione del  
negozio e che deriva semplicemente dalle “circostanze concrete in cui il negozio  
viene posto in essere”<sup>115</sup>, valide ad influenzare il risultato economico del  
contratto, ma appunto esterne alla struttura del sinallagma.

Una volta tratteggiata una definizione generale di contratto aleatorio, sulla  
base della ricostruzione effettuata sopra, resta da vedere se effettivamente il  
contratto di *swap*, in particolare l’*Irs* possa essere definito in questi termini.

---

<sup>111</sup> Così, testualmente R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1029.

<sup>112</sup> Così, testualmente R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1031.

<sup>113</sup> Cfr. G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, cit., p. 64.

<sup>114</sup> Vedi G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, cit., p. 77.

<sup>115</sup> Vedi G. DIGIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, p. 210.

Come abbiamo evidenziato nell'analisi dei profili civilistici dell'*Irs*, siamo di fronte ad un contratto atipico, necessariamente bilaterale, ad esecuzione (necessariamente) differita, a prestazioni corrispettive ed oneroso, il cui oggetto è rappresentato da uno scambio di flussi di denaro.

Le prestazioni dedotte in contratto sono quindi dei pagamenti incrociati, che le parti si obbligano ad effettuare a scadenze predefinite, l'entità dei quali è determinata dall'andamento del tasso di interesse, che rappresenta la variabile economica di riferimento.

L'*Irs* è infatti un contratto derivato, basato e connesso sulla variabile economica di cui sopra, che è soggetta a delle variazioni.

Il tasso di interesse con le sue variazioni, che sono impossibili da prevedere al momento della conclusione del contratto, rappresenta l'evento futuro ed incerto dal quale le parti fanno volontariamente dipendere, fin dal momento genetico dell'operazione contrattuale, l'*an* e il *quantum* delle future prestazioni che si sono obbligate ad eseguire.

La parte che, alla scadenza, si sarà obbligata secondo il tasso di interessi risultato più alto, dovrà corrispondere la differenza (sempre calcolata sul capitale di riferimento), alla parte che invece si è obbligata secondo il tasso più basso.

Non c'è modo, inizialmente, di prevedere come andranno le cose, né quale sarà l'ammontare delle prestazioni, né quale sarà la parte che effettuerà la prestazione; ciascuna delle parti sopporta il rischio di dover effettuare un pagamento e di non ricevere nulla in cambio, subendo una perdita economica anche ingente.<sup>116</sup>

Abbiamo quindi uno scambio di rischi contrapposti che ciascun contraente sopporta, in base a quanto affermato sopra.

---

<sup>116</sup> Vedi V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati tra normativa e giurisprudenza*, cit., p. 46: "Le parti non hanno controllo sulla variazione di valore delle attività sottostanti, valore che si può muovere in una direzione oppure in quella opposta. In questa incertezza sta il carattere aleatorio del contratto. Si tratta di una aleatorietà particolarmente forte, poiché dall'andamento del sottostante dipende non solo l'ammontare della prestazione, ma addirittura chi sia tenuto a effettuarla. Sul punto è utile ribadire che sussiste una differenza rispetto al contratto di assicurazione, in cui l'evento dedotto in contratto è sì futuro e incerto, ma il soggetto tenuto alla prestazione è certo (si tratta sempre dell'assicuratore)."

Il rischio, *rectius*, lo scambio di rischi, rappresentato dalle fluttuazioni della variabile economica di riferimento permea lo schema dell'*Irs*, la sua funzione.

Possiamo allora concludere che l'*Irs* è un contratto aleatorio, con funzione di rischio secondo la ricostruzione effettuata sopra.

La dottrina è compatta nel considerare l'*Irs* come contratto aleatorio.<sup>117</sup>, così come la giurisprudenza<sup>118</sup>.

Classificare l'*Irs* come aleatorio, porta ad escludere la possibilità di rescindere il contratto per lesione e di richiedere la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.<sup>119 120</sup>

Il contratto di *Irs* può essere definito inoltre, in base agli elementi raccolti, bilateralmente aleatorio. Il rischio infatti va a permeare la struttura del contratto e la variabile economica, il tasso di interesse che rappresenta l'elemento futuro ed incerto, l'elemento di rischio, influenza le prestazioni di entrambe le parti del contratto.

A riguardo si segnala un'importante recente pronuncia giurisprudenziale in materia di intermediazione finanziaria, la quale ha stabilito la necessità dell'alea

---

<sup>117</sup> Secondo B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 616: "Il contratto di swap è del resto contratto aleatorio tanto per sua natura quanto per volontà delle parti (art. 1469 c.c.). Infatti, nei modelli contrattuali più frequentemente utilizzati è costantemente ripetuta la clausola secondo cui le parti riconoscono e dichiarano che <<questo è un contratto aleatorio>>, oppure << le parti si danno reciprocamente atto della natura aleatoria del presente contratto>>." Propende per la natura aleatoria dell'*Irs* R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit.; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, cit.; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, cit.; S. GILOTTA, *In tema di Interst rate swap*, cit.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit. *Contra*, F. CAPUTO NASSETTI, *i contratti derivati finanziari*, cit., p. 70, il quale propende per la natura commutativa del contratto: "il punto chiave risiede nel fatto che non è affatto incerta l'esistenza di una o entrambe le prestazioni, né il loro ammontare. Il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio, né si pone come causa dello scambio. Il rapporto tra l'entità del vantaggio (= scambio in sé) e la qualità del rischio è noto in partenza ad entrambe le parti. La variazione dei tassi di cambio e di interesse, pur incidendo genericamente sulla reciproca posizione dei contraenti, non riesce tuttavia a penetrare nella struttura del contratto, ossia non partecipa allo scambio operato dalle parti. Le prestazioni delle parti sono determinate all'inizio del contratto ed ogni parte conosce quali vantaggi otterrà dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò comporti. Chiaramente non manca un fattore di incertezza economica e l'utile finale dipenderà da circostanze future, ma ciò è comune ad ogni altro contratto a termine."

<sup>118</sup> Cfr. Cass., 1 marzo 2001, n.3272, in *Contratti*, 2002, p. 28 e ss.; Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 134 e ss.; Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

<sup>119</sup> In questo senso, Trib. Lanciano, cit.

<sup>120</sup> Vedi art. 1469, c.c.

bilaterale, considerando il contratto atipico di intermediazione contraddistinto da un'alea solamente unilaterale concentrata in capo al solo risparmiatore, non meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. e quindi di conseguenza radicalmente nullo per illiceità della causa.<sup>121</sup>

Il rischio è parzialmente assente, concentrato solamente su una delle posizioni contrattuali, elemento che, in base alla pronuncia in esame, costituisce un profilo di patologia per il sinallagma, tanto da renderlo invalido ai massimi livelli.

Può sorgere a questo punto un interrogativo: posto che il contratto di *Irs*, così come i contratti derivati in genere, è da considerarsi come aleatorio, o quantomeno, se non si accede alla tesi della dottrina e della giurisprudenza dominante, rischioso, è veramente opportuno considerare ammissibile l'utilizzo di certe operazioni negoziali da parte di enti pubblici?

L'interprete deve tenere presente che, se da un lato la finanza creativa e l'utilizzo dei contratti derivati possono rappresentare un modo "facile" e rapido per l'ottenimento di risorse a breve termine, almeno nel breve periodo, che sono necessarie per la vita dell'ente stesso, ancora più necessarie vista la endemica situazione di indebitamento cronico degli stessi enti, dall'altro, per la

---

<sup>121</sup> Vedi Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, n. 489, in *Giur. merito*, 2008, p. 113 e ss., con nota di V. SANGIOVANNI, *Il caso <<my way>> e il contratto aleatorio unilaterale*: "Per tali caratteristiche, il contratto atipico in esame realizza una figura finora ignota al panorama giuridico italiano, quella, cioè, del contratto aleatorio unilaterale. Invero, l'alea – quale elemento attinente alla causa del contratto – è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore, che paga un saggio di interesse fisso con il concreto rischio di perdite anche eccedenti l'esborso ordinario, nel mentre la banca si giova di tale saggio (nonché del primario beneficio dell'autofinanziamento) senza, di contro, obbligarsi – neppure in via ipotetica, secondo i dettami dell'alea – ad una corrispondente prestazione nei confronti della controparte. E' evidente, allora, lo squilibrio contrattuale derivante da tale genere di operazione. Squilibrio di tipo soltanto unilaterale, e non anche, invece, bilaterale. Per tali ragioni, reputa il Collegio che tale contratto non è meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico (art. 1322 c.c.). Ciò in quanto l'ordinamento non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi da prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto in capo a una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi quanto alla redditività futura del proprio investimento. L'insanabile squilibrio iniziale fra le prestazioni oggetto del sinallagma contrattuale rende allora l'intero contratto in esame radicalmente nullo, per sua contrarietà alle previsioni di cui agli artt. 1322-1343 c.c., non essendo detto negozio volto alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico."

sottoscrizione dei contratti e per la copertura delle perdite, si utilizza denaro pubblico.

### **1.5. L'Interest rate swap e l'applicabilità dell'eccezione di gioco e scommessa ex art. 1933 c.c.: un finto problema.**

Dalla constatazione della natura aleatoria dei contratti derivati e in particolare, per quanto concerne la presente trattazione, del contratto di *Irs*, e dalla difficoltà nella ricerca di uno schema contrattuale nominato al quale poter ricondurre tale contratto<sup>122</sup>, forse in ragione di un'ingiustificata ed eccessiva esigenza di tipizzazione, è nato un interrogativo, successivamente tramutatosi in un vero e proprio problema interpretativo.

Ci si è domandati, se, data la natura dell'operazione contrattuale in analisi, connotata da una forte aleatorietà in cui le parti, in un certo senso, "scommettono" sull'andamento dei tassi di interesse, non fosse corretto propendere per l'applicazione dell'eccezione di cui all'art. 1933 c.c.<sup>123</sup>, che, nel nostro ordinamento è prevista proprio con riguardo al gioco ed alla scommessa.<sup>124</sup>

Parafrasando la norma, ricaviamo che il soggetto per il quale la scommessa dovesse avere esito infausto, non sarebbe tenuto a pagare alcunché al vincitore, verso il quale non avrebbe quindi alcun obbligo di carattere giuridico.

Il soggetto vincitore non potrebbe mai rivolgersi al un giudice per ottenere coattivamente il pagamento del corrispettivo.

---

<sup>122</sup> In questo senso, B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 619.

<sup>123</sup> Vedi art. 1933, c.c.: "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."

<sup>124</sup> R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 128, parla di "timore" diffusi nella prassi, relativo alla riconducibilità del contratto di swap nell'ambito della figura della scommessa, con conseguente applicabilità dell'eccezione di cui all'art. 1933 c.c."



Unica valvola di sicurezza consiste nell'impossibilità, per il "perdente", che non sia incapace di intendere e di volere, di ripetere quanto spontaneamente versato in adempimento del debito di gioco.

Lo stesso principio si rinviene nella disciplina delle obbligazioni naturali.<sup>125</sup> In entrambi i casi, il soggetto passivo del rapporto non ha alcun obbligo giuridico di pagamento nei confronti del creditore che si trova, come abbiamo visto, nell'impossibilità di azionare le proprie pretese.

Immaginiamo per un momento che al contratto di *Irs* si applichi l'eccezione *ex art. 1933 c.c.*: la parte che, alla scadenza concordata risultasse debitrice nei confronti dell'altra, potrebbe considerare il contratto concluso al pari di una qualunque scommessa, rifiutandosi di versare la somma dovuta.<sup>126</sup>

La parte creditrice non avrebbe, dal canto suo, alcuna azione per ottenere il pagamento coattivo, con effetti aberranti e "catastrofici"<sup>127</sup> per la certezza del diritto, della circolazione dei beni, per il principio di buona fede nella esecuzione del contratto e per il sistema finanziario in generale.

La scommessa<sup>128</sup> non è neppure lontanamente paragonabile ad un contratto, per quanto aleatorio esso possa essere: ne differisce per ontologia e per finalità.

La scommessa "verte su un gioco",<sup>129</sup> rappresenta un negozio attraverso il quale le parti assumono reciprocamente il rischio corrispondente all'esito di un gioco, di un evento e addirittura di una semplice opinione.

---

<sup>125</sup> Vedi art. 2034, comma 1, c.c.: "non è ammessa la ripetizione di quanto è stato spontaneamente prestato in esecuzione di doveri morali o sociali, salvo che la prestazione sia stata eseguita da un incapace."

<sup>126</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 15: "In un contratto di *swap*, in cui le parti sono obbligate a corrispondere le rispettive prestazioni secondo una diversa periodicità, si può immaginare il verificarsi di una ipotesi paradossale. Dopo che, ad una o più scadenze, uno dei contraenti abbia esattamente ottemperato alle obbligazioni assunte, può accadere che l'altra parte al momento di eseguire la propria prestazione, non la adempia e, dinanzi alla domanda giudiziale dell'adempiente, eccepisca che l'accordo sottoscritto ha natura di gioco. Ove il giudice decida di accogliere l'eccezione, si verificheranno due conseguenze negative. La prima, sul piano pratico, è che si permette allo speculatore di liberarsi indebitamente degli obblighi che si è assunto. [...] La seconda conseguenza negativa – sul piano dell'ordinamento, consiste nel lasciare senza giustificazione, sia economica che giuridica, il sacrificio del contraente che ha adempiuto."

<sup>127</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 245.

<sup>128</sup> Per una definizione di scommessa si rimanda a E. VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa. La transazione*, in *Tratt. Dir. civ. comm.*, Cicu, Messineo, Milano, 1986, p. 41 e ss.

La parte che avrà scommesso sull'avvenimento poi non verificatosi, o verificatosi in modo difforme dalle sue originarie previsioni, oppure sull'opinione poi rivelatasi errata, risulterà perdente e dovrà corrispondere un pagamento, normalmente una somma di denaro, alla parte vincitrice, che aveva invece scommesso sull'evento o sull'opinione contraria e/o differente.

La scommessa viene conclusa sempre “a margine di un gioco”<sup>130</sup>; ha quindi sempre funzione e caratterizzazione ludica, attua un “trasferimento di ricchezza inutile e socialmente neutro”.<sup>131</sup>

Attraverso il meccanismo della scommessa “le parti si limitano a porre in essere un mero trasferimento di ricchezza preesistente da un soggetto ad un altro, secondo un meccanismo assolutamente casuale che nulla ha a che fare con la loro capacità di creare o procurarsi la ricchezza trasferita”.<sup>132</sup>

L'unico elemento che la scommessa ha in comune con il contratto di *Irs* è rappresentato dal rischio che connota il meccanismo negoziale: anche nella scommessa infatti le parti si affidano, per la determinazione delle prestazioni future, ad un evento futuro ed incerto il cui andamento è impossibile da prevedere al momento della conclusione del negozio stesso.

Per il resto, la scommessa presenta un fine ed un carattere puramente ludici, addirittura futili, non produce ricchezza e rappresenta un negozio da cui discendono, per il perdente, unicamente obblighi di tipo morali, sociali o al massimo etici.

In sostanza, la scommessa rientra nel campo del puro e semplice “passatempo”.<sup>133</sup>

Nel contratto di *Irs* latita completamente il fine ludico; esso rappresenta uno strumento giuridico per la produzione e la creazione di ricchezza, e, proprio per questo suo fine, è da considerarsi meritevole di tutela, per quanto atipico ed aleatorio (art. 1322 c.c.) e questo a prescindere dai reconditi motivi che spingono

---

<sup>129</sup> Così, R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 128.

<sup>130</sup> Così, R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 128.

<sup>131</sup> Così, R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap*, cit., p. 128.

<sup>132</sup> Così, L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 225.

<sup>133</sup> Così, E. VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa*, cit., p. 5.

le parti ad usufruire di tale schema contrattuale, siano essi di copertura o puramente speculativi.

L'idea dell'applicabilità dell'eccezione di gioco nasce probabilmente da un'endemica sfiducia nei confronti del contratto atipico ed aleatorio, inizialmente considerato non meritevole di tutela e quindi assimilabile ad un gioco, e ad una scommessa.

Come abbiamo visto, la teoria dell'applicazione o meno dell'eccezione suddetta al contratto di *Irs* non supera il vaglio del semplice ragionamento (più logico che) giuridico sopra riportato, semplicemente basato sulle differenze ontologiche tra contratto e scommessa, tra le finalità da essi perseguite, e sulla teoria generale del diritto e delle categorie civilistiche in materia di contratto.

Nonostante ciò, la dottrina e la giurisprudenza si sono impegnate per anni, spesso con acrobazie giuridiche ed interpretative, per giustificare l'applicazione dell'eccezione *ex art.* 1933 c.c. ai contratti derivati come l'*Irs*, ingigantendo inutilmente, a parere di chi scrive, una problematica che sarebbe dovuta rimanere solamente allo stadio larvale della teoria.

In dottrina<sup>134</sup> si è provato a costruire una distinzione tra i contratti derivati, sulla base della loro finalità: quella di copertura, volta alla tutela dei contraenti dal rischio di cambio (*domestic currency swap*) o dalle fluttuazioni dei tassi di interesse (*interest rate swap*), che veniva considerato come dotato di una causa meritevole di tutela e quindi sottratto all'eccezione di gioco e scommessa; di puro

---

<sup>134</sup> Si veda per esempio B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 620: "I contratti contrassegnati dall'elemento aleatorio trovano, ritengo, completa protezione dall'ordinamento giuridico, se ed in quanto l'attribuzioni di vantaggi e svantaggi patrimoniali all'uno o all'altro contraente sia pur attuata in ossequio ad un elemento squisitamente aleatorio, trovi la sua giustificazione causale in ulteriori funzioni, esigenze e finalità che sul piano causale svolgono una funzione determinate per la giustificazione dell'intera operazione contrattuale, quale la copertura di un rischio, la soddisfazione di una esigenza di sicurezza nel conseguire periodicamente una somma di danaro nella rendita perpetua o vitalizia, oppure ancora la destinazione remunerativa del risparmio con le obbligazioni a premio o estraibili. La stessa protezione e tutela non è assicurata al contrario nei casi in cui, come appunto nel gioco e nella scommessa, nessuna di queste ulteriori finalità è perseguita o realizzata dalle parti, le quali al contrario si sono determinate entrambe alla conclusione del contratto unicamente al fine di perseguire un lucro nelle forme di una attribuzione patrimoniale di una somma di denaro o di una somma, quale effetto della sorte, senza percepire o dare nessun altro tipo di utilità, se non quella della soddisfazione personale di partecipare al gioco ed al rischio ad esso connesso, la quale è però relegata dall'ordinamento, almeno sinora insensibile alle emozioni dell'*homo ludens*, alla sfera dei motivi irrilevanti."

guadagno, o speculativa, che rendeva il contratto del tutto assimilabile ad una scommessa e pertanto, soggetto alla relativa eccezione.

Una tale ricostruzione porta con sé, come fa notare un'attenta dottrina, un pericoloso "germe di equivocità".<sup>135</sup>

Infatti, in questo modo si finirebbe per giudicare un'operazione negoziale meritevole o immeritevole di tutela sulla base del "fine soggettivo alla stipulazione"<sup>136</sup>, che, in base ai principi generali del nostro ordinamento, rimane irrilevante salvo che non sia illecito e comune ad entrambi i contraenti.<sup>137</sup>

Abbiamo ampiamente verificato che un contratto derivato può essere concluso per finalità di copertura, ma anche per finalità meramente speculative, senza che ciò alteri minimamente la natura del contratto stesso.

Il contratto di *Irs* resta comunque uno scambio tra posizioni debitorie, tra flussi di denaro, che sono parametrati ad una variabile economica, cui le parti fanno riferimento a prescindere dal fine puramente soggettivo per il quale è stato concluso.<sup>138</sup>

Anche in alcune pronunce della giurisprudenza si ritrovano tracce di un'adesione alla distinzione di cui sopra tra fini meramente speculativi e fini di copertura, con la conseguente applicazione, nel primo caso, dell'eccezione *ex art.* 1933 c.c.

Nella pronuncia più datata si può leggere: "alla luce di un'eccezione richiamante l'art. 1933 c.c. non può essere concessa l'istanza *ex art.* 186 c.p.c. d'ingiunzione al pagamento di un credito derivante da contratti di *domestic swap* conclusi da entrambe le parti con finalità meramente speculative."<sup>139</sup>

Non sono mancate pronunce dello stesso tenore e anche più esplicite.<sup>140</sup>

---

<sup>135</sup> Così E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 248.

<sup>136</sup> Così E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 249.

<sup>137</sup> Cfr. art. 1345, c.c.: "Il contratto è illecito quando le parti si sono sterminate a concluderlo esclusivamente per un motivo illecito comune ad entrambe le parti."

<sup>138</sup> Per la completa ricostruzione e disamina del dibattito dottrinale successivo, definitivamente convinto della "irrilevanza del fine soggettivo" si rimanda a E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 249 e ss.

<sup>139</sup> Così, Trib. Milano, 24 novembre 1993, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 455 e ss.

<sup>140</sup> Trib. Milano, 26 aprile 1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 80 e ss.: "Le operazioni di swap non erano finalizzate a coprire i rischi dell'oscillazione dei cambi inerenti ad affari commerciali con soggetti stranieri, trattandosi di operazioni meramente speculative. [...] Il

L'equivoco di fondo insito nella teoria che vuole distinguere tra intento speculativo e di copertura, facendo assurgere i motivi soggettivi sottesi alla contrattazione a parametro determinante, volto a stabilire in casi in cui le pretese derivanti da un contratto possano essere considerate azionabili e tutelabili, passava, attraverso le pronunce analizzate, "dallo stato potenziale a quello attuale"<sup>141</sup>, pratico.

I motivi soggettivi, normalmente irrilevanti, finiscono per diventare determinanti.

La teoria viene abbandonata in alcune successive pronunce.<sup>142</sup>; può attualmente dirsi superata, a seguito degli ultimi e più recenti interventi della Suprema Corte.<sup>143</sup>

---

contratto in esame non è collegato all'esistenza di obbligazioni della S.p.a. X nei confronti di terzi, come obbligazioni inerenti a mutui o più in generale a finanziamenti. Lo swap stipulato dalle parti, quindi, stabilisce il regolamento dell'incidenza delle variazioni dei tassi di interessi nella sfera patrimoniale del cliente, con fini meramente speculativi. Vale a dire, si deve escludere che lo swap n. 72/91 sia finalizzato all'esigenza di coprire concreti rischi di impresa dipendenti dalle variazioni nel tempo del tasso degli interessi, considerato che l'operatività del contratto prescinde dall'esistenza di obbligazioni (per mutui o finanziamenti) della X S.p.a. verso terzi. [...] Va sottolineato come in pari data le parti abbiano stipulato un analogo contratto, in base al quale la Y S.p.a. deve corrispondere alla X S.p.a. la differenza di interessi nell'ipotesi in cui il tasso variabile si superiore al tasso fisso del 13%, con un meccanismo opposto a quello previsto nel contratto n. 72/91 ( in forza del quale la Y S.p.a. è tenuta al pagamento qualora il tasso variabile risulti inferiore al tasso fisso del 12,50%). Questo conferma che il regolamento negoziale posto in essere dalle parti soddisfa una finalità solo speculativa e non anche assicurativa. Da ciò discende che il contratto in esame non corrisponde obiettivamente ed in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendosi piuttosto qualificare come ipotesi di scommessa non azionabile *ex art. 1933 c.c.* Invero, le parti si sono assoggettate all'alea delle variazioni del tasso degli interessi, non per la necessità di coprire effettivi rischi di impresa, ma solo per collegare l'attribuzione di un vantaggio patrimoniale (lucro) alla sorte (cioè appunto all'alea del corso degli interessi." Da ultimo, si veda Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, cit., che afferma che se un contratto di *Irs* viene stipulato al mero scopo speculativo, al di fuori di una funzione assicurativa, legata all'attività imprenditoriale, è assimilabile ad una scommessa.

<sup>141</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit. p. 247.

<sup>142</sup> Trib. Milano, 20 febbraio 1997, in Gius., 1997, p. 1263 e ss.: "L'intento di speculazione sul corso dei cambi, nella convinzione di un apprezzamento della lira sul marco, appartiene alla sfera interna dei motivi che nulla hanno a che vedere con la causa del negozio in senso tecnico-giuridico. [...] il contratto di "swap" non ha natura di gioco o scommessa, con conseguente inapplicabilità della disciplina per gli stessi previsti e ciò anche quando lo stesso rivesta finalità meramente speculativa o comunque prescinde dalla sussistenza di un collegamento tra l'operazione finanziaria ed un rapporto sottostante." Vedi anche Coll. Arb., 26 marzo 1996, in Banca, borsa, tit. cred., II, p. 669 e ss.: "Il nostro ordinamento conosce e disciplina il contratto di swap e tale riconoscimento risulta del tutto incompatibile con un regime che neghi l'azione per il pagamento dei debiti da esso derivanti. L'applicabilità dell'eccezione di gioco o di scommessa trova dei limiti non tanto nella misura più o meno

Il legislatore ha inoltre incorporato a chiare lettere il principio dell'inapplicabilità dell'eccezione di cui all'art. 1933 c.c. ai contratti derivati in quanto strumenti finanziari nelle disposizioni del Tuf.<sup>144</sup>

L'eccezione di gioco o scommessa verrebbe quindi, “anche alla luce del diritto vigente”<sup>145</sup>, giustamente rigettata.

L'idea che l'applicabilità dell'eccezione di gioco e scommessa ai contratti derivati come l'*Irs* fosse un finto problema, ingigantito dal dibattito dottrinale e trasferito sul piano pratico dalla giurisprudenza, è confermato, a parere di chi scrive, anche dalla lettura del contributo di una autorevolissima dottrina, che, già venti anni prima della codificazione, aveva, con un ragionamento logico-giuridico tanto efficace, quanto brillante, escluso a priori tale possibilità, mettendo anche in evidenza quali potrebbero essere le aberranti conseguenze derivanti dall'applicazione dell'eccezione suddetta:

---

accentuata della aleatorietà, quanto piuttosto nella complessa funzione causale realizzata dal contratto. Tale funzione, nel caso del contratto di swap, è diretta a realizzare una finalità ritenuta meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico (la soddisfazione di un'esigenza di garanzia). L'elemento aleatorio, infatti, non costituisce l'unica ragione che determina le parti alla conclusione del contratto, bensì, al contrario, costituisce lo strumento tecnico attraverso il quale si distribuisce il rischio dei cambi su una massa di soggetti. L'eccezione di gioco o di scommessa non è, quindi invocabile per quali contratti che, come lo swap, utilizzano l'alea per perseguire e realizzare funzioni ed esigenze economiche complesse ed articolate (quale la neutralizzazione dei rischi valutario e finanziario) ma sicuramente meritevoli di tutela.” Si veda anche Coll. Arb. 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.* 1997, p. 585 e ss.: “Tra i contratti di *domestic currency swap* e i contratti di gioco e di scommessa esiste una differenza incolmabile: è ben diverso lo scopo di chi intende migliorare i risultati di operazioni sostanzialmente di scambio e concorrere alla formazione di nuova ricchezza per equilibrare le differenze da chi si affida alla mera alea per lucrare speculativamente e cioè rimettendosi alla mera sorte, partecipando a giochi d'azzardo di scommesse.”

<sup>143</sup> Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, p. 503 e ss., che afferma il principio per cui l'attività degli intermediari finanziari non può in nessun caso essere assimilata a quella svolta in una casa da gioco autorizzata, viste anche le articolate disposizioni normative che impongono all'intermediario stesso precisi ed articolati obblighi di condotta improntati alla diligenza, correttezza e trasparenza, per servire un interesse che trascende quello dei singoli contraenti (l'integrità dei mercati). Vedi anche Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Contratti*, 2008, p. 221 e ss. secondo la quale la mera presenza di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale ad assimilarlo ad un gioco o una scommessa, con conseguente impossibilità di applicazione della relativa eccezione di cui all'art. 1933 c.c.

<sup>144</sup> Vedi art. 23, comma 5, Tuf: “5. Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile.

<sup>145</sup> Così, V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, cit.

“[...] La legge nostra ha dovuto arrendersi alla constatazione che non sia possibile distinguere nella vita pratica il giuoco dalla speculazione. Conviene che la giurisprudenza si renda conto di questa direttiva della legislazione. E, rimanendo nell’ambito di considerazioni morali, voglia riconoscere che l’indagine dell’intenzione non si risolve che nel fornire allo speculatore disonesto il modo di sottrarsi ai propri impegni con una eccezione di mala fede: la legge, con rendere efficaci gli obblighi assunti con ogni operazione a termine, anche allo scoperto, raggiungere meglio il fine di allontanare dalle contrattazioni di borsa quelle persone disoneste o imprudenti che volentieri invocherebbero la qualifica di giocatori per sottrarsi all’adempimento di obbligazioni munite di azione.”<sup>146</sup>

#### **1.6. La normativa tecnica di settore: Il T.U.F.**

Tutti i contratti derivati sono catalogabili come “strumenti finanziari”<sup>147</sup>, fattore da cui discende la diretta applicazione agli stessi delle disposizioni contenute nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 o Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito anche solo Tuf), per quanto concerne gli aspetti contrattuali, quelli della trasparenza nelle operazioni in derivati e soprattutto quelli riguardanti le regole di condotta che gli intermediari finanziari sono tenuti a seguire.

Per normativa tecnica di settore dobbiamo così intendere il Tuf, unitamente ai regolamenti di attuazione dello stesso, emanati dalla Consob ed aggiornati a seguito del recente intervento normativo, operato dal legislatore comunitario.

L’intera materia è stata infatti oggetto di riforma a seguito del recepimento della Direttiva 2004/39 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004

---

<sup>146</sup> Così, F. VASSALLI, *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali su divise*, in *La Corte di Cassazione*, 1925, p. 1542, successivamente trasfuso in *Id*, *Scritti giuridici*, II, Milano, 1960, p. 143 e ss.

<sup>147</sup> Vedi Cap. I, nota 7

e relativa ai mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive*), la direttiva MIFID, avvenuta per mezzo delle disposizioni del d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164.<sup>148</sup>

Il testo normativo di recepimento ha apportato significative modifiche all'articolato del T.U.F.

Successivamente all'entrata in vigore della Direttiva MIFID inoltre, la Consob provvedeva ad emanare, tra gli altri, il nuovo regolamento intermediari, quello ovviamente più rilevante ai fini della trattazione, adottato con delibera 20 ottobre 2007 n° 16190, che andava ad abrogare e a sostituire completamente il precedente regolamento n. 11522/98.<sup>149</sup>

---

<sup>148</sup> La Direttiva MIFID può essere inserita in un quadro normativo comunitario dedicato ai mercati finanziari, che ha sempre quale punto di partenza e di riferimento importante il piano d'azione per i servizi finanziari (Financial Service Policy Group, FSPG), elaborato dalla Commissione Europea con la comunicazione dell'11 maggio 1999 che a sua volta fa seguito a quella del 28 ottobre 1998, in ottemperanza alla richiesta del consiglio europeo ed in conformità con le risultanze delle discussioni in seno al gruppo per le politiche in materia di servizi finanziari (Financial Service Policy Group FSPG). Per un esaustivo commento circa le novità normative introdotte dalla Mifid si rimanda a F.S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, V. p. 57 e ss. Cfr. anche F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 25 e ss.; V. SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MIFID*, in *Contratti*, 2008, p. 173 e ss., L. FREDIANI, V. SANTORO (a cura di), *L'attuazione della direttiva MIFID*, Milano, 2009, A. A. RINALDI, *Il Decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Soc.* 2008, p. 12 e ss., F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari finanziari*, Milano, 2008. Cfr. anche il sito [www.dircomm.it](http://www.dircomm.it), alla voce dizionario – lettera M – MIFID.

<sup>149</sup> Vedi F. S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia*, cit., p. 58: “la Direttiva Mifid in Italia è stata recepita con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 secondo i criteri fissati dall'art. 9 bis l. 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria 2004), introdotto dalla l. 6 febbraio 2007 n. 13 (legge comunitaria 2006) ed in forza della delega contenuta nella l. 20 giugno 2007, n. 77. Il decreto di recepimento, entrato in vigore il 1° novembre 2007, ha modificato in più parti il t.u. della finanza, ampliando i poteri regolamentari della Consob e della Banca d'Italia e prevedendo che determinate materie siano oggetto di regolamento congiunto. E' stato osservato che questo approccio, nel rafforzare “le intense e proficue prassi di cooperazione in atto, appare coerente con l'evoluzione del mercato, che vede una progressiva integrazione delle attività e delle modalità di prestazione delle singole tipologie dei servizi di investimento, e con la conseguente necessità di minimizzare l'impatto della regolamentazione e dei controlli sui soggetti vigilati e di evitare duplicazione dei costi per il mercato e per le autorità stesse.”. Nell'ambito della normativa secondaria, i primi provvedimenti di attuazione sono costituiti da: i) la delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190 che ha adottato il regolamento intermediari in attuazione del t.u.f., così come modificato dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164; ii) la delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16191, che ha adottato il regolamento mercati in attuazione del t.u.f., come modificato dal



Il quadro d'insieme risulta così alquanto complesso, in quanto molto del contenzioso in materia di intermediazione finanziaria, e quindi di contratti derivati, ha avuto origine sotto il vigore della normativa precedente e del precedente regolamento intermediari.

Già da una prima lettura delle disposizioni normative in analisi si intuisce quali fossero le *rationes* sottese all'intervento di riforma: la ricerca di un'armonizzazione quanto più possibile profonda tra il diritto dell'intermediazione e degli intermediari finanziari dei paesi membri, nonché la garanzia di una completa trasparenza nelle negoziazioni e nelle operazioni contrattuali tra intermediario e cliente, con gli intermediari in veste di destinatari di precetti contenenti specifiche ed esaurienti disposizioni comportamentali, che possiamo considerare un'espansione oltre che una specificazione del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, enucleato nell'art. 1375 c.c.<sup>150</sup>

L'analisi dell'articolato del Tuf si limiterà alle disposizioni più rilevanti nell'ottica del tema trattato.

La norma di riferimento è senza dubbio l'art. 21 Tuf, disposizione che inaugura il capo secondo dell'articolato, che si occupa di regolamentare lo svolgimento dei servizi e delle attività ed è rubricato "criteri generali".<sup>151</sup>

La disposizione testualmente recita: "1. Nella prestazione dei servizi e

---

d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164; iii) il regolamento congiunto della Consob e della Banca d'Italia adottato con provvedimento del 29 ottobre 2007, in materia di organizzazione procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio; iv) il regolamento della Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 in materia di capitale minimo e operatività all'estero delle Sim e di modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela.

<sup>150</sup>Cfr. C. MIRIELLO, *La buona fede oltre l'autonomia contrattuale: verso un nuovo concetto di nullità?*, cit.

<sup>151</sup> Il testo dell'art. 21 T.U.F., nella stesura precedente al recepimento della MIFID recitava: "1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse, e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. 2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente."

delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;
- b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;
- c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente.”

La norma di per sé non pone significativi problemi al livello interpretativo. La stesura della stessa appare infatti sufficientemente chiara e comprensibile già ad una prima lettura.

Problemi potrebbero semmai sorgere nella fase pratica o in quella

patologica che degenera nel contenzioso, nel momento in cui il Giudice viene chiamato a verificare se il contegno tenuto nel concreto dall'intermediario nel corso del rapporto contrattuale abbia o meno rispettato i crismi di cui all'art. 21.

In questo senso si è rivelata determinante l'opera della giurisprudenza.<sup>152</sup>

Il fine ultimo degli intermediari, nell'attività di intermediazione operata nel rispetto dei precetti comportamentali, è quello di servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati, locuzione da cui possiamo intuire la centralità della figura del cliente nell'ambito delle disposizioni del Tuf e di tutta la materia dell'intermediazione finanziaria.

La lettera b) del capo 1 contiene inoltre la declinazione di un importantissimo principio che si esplica nell'obbligo posto in capo all'intermediario di prendere conoscenza con il cliente, tracciarne un profilo completo in vista della fase operativa, garantendo così una prestazione che non sia spersonalizzata<sup>153</sup>, ma conforme alle esigenze dello stesso. (c.d. *Know your customer rule*, letteralmente “conosci la regola del tuo cliente”). Si parla anche a

---

<sup>152</sup> Si vedano per esempio alcune pronunce ante MIFID in materia di trasparenza, Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, p. 537: “[...] Le clausole contrattuali dovrebbero essere redatte in modo chiaro e comprensibile, l'equivocità e la non trasparenza della clausola è essa stessa fonte di squilibrio tra le parti e di iniquità sostanziale, nella misura in cui contribuisce ad aggravare l'asimmetria informativa già presente nei contratti di adesione.”; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contratti*, 2005, p. 110: “Costituisce violazione del principio di trasparenza di cui all'art. 21 t.u.i.f. la predisposizione di un contratto finanziario per adesione nel quale ricorrano congiuntamente le seguenti caratteristiche: (a) il testo sia scritto in caratteri minuti e difficilmente leggibili; (b) le singole clausole non rechino una rubrica; (c) le clausole sono numerate in modo non progressivo, ma secondo una numerazione che ricomincia daccapo per ogni gruppo omogeneo di clausole; (d) la penale addebitata al cliente nel caso di recesso sia determinabile soltanto attraverso calcoli estremamente complessi.”; Trib. Trapani, 30 agosto 2007, n. 342, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): “il canone della trasparenza cui si deve attenere l'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento si specifica anche nella qualità del documento contrattuale, che deve essere tale da porre il cliente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole. I moduli presentati al cliente devono quindi essere redatti con chiarezza e consentire una immediata rilevazione della portata e dei rischi dell'operazione.

<sup>153</sup> In questo senso, Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, p. 190: “Il duplice riferimento alle informazioni adeguate e necessarie e la direzione dell'obbligo nei confronti del cliente inducono a ritenere che le informazioni debbano essere modellate alla luce della particolarità del rapporto con l'investitore, in modo da soddisfare le specifiche esigenze proprie di quel singolo rapporto.”; Trib. Novara, 9-10 gennaio 2006, n. 14, in *Giur. merito*, 2006, p. 1399: “Pertanto le stesse prescrizioni di settore modulano gli obblighi informativi in relazione alle circostanze del caso concreto, vuoi con riguardo alla tipologia del cliente, vuoi con riferimento alle caratteristiche dell'operazione in questione.”

riguardo di obblighi di informazione passiva.

Specularmente, l'informazione attiva (sempre lettera b) si estrinseca nel dovere di dare informazioni al cliente in merito alle operazioni in corso.

Gli obblighi informativi attivi e passivi non sono a sé stanti, ma sono ovviamente strettamente e funzionalmente connessi.

Altra norma molto importante ai fini della trattazione è senza dubbio l'art. 23 del Tuf, disposizione modificata solamente in modo marginale dalla MIFID.<sup>154</sup>

Per tutti i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, e quindi anche i contratti derivati, il legislatore richiede improrogabilmente la forma scritta.

Nel caso del contratto di intermediazione, la forma scritta assurge ad elemento essenziale, tanto che il mancato rispetto di tale prescrizione comporta la nullità del contratto.<sup>155</sup>

---

<sup>154</sup> Vedi art. 23, T.U.F. nella stesura precedente al recepimento della MIFID: “ 1. I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo. 2. E' nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto. 3. Nei casi previsti dai commi 1 e 2 la nullità può essere fatta valere solo dal cliente. 4. Le disposizioni del titolo VI, capo I del T.U. bancario non si applicano ai servizi di investimento né al servizio accessorio previsto dall'art. 1, comma 6, lettera f). 5. Nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile. 6. Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.”

<sup>155</sup> Vedi art. 23, T.U.F., come modificato dal recepimento della MIFID: “ 1. I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'art. 1, comma 5 lettera f, e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione di servizi accessori, sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo. 2. E' nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto. 3. Nei casi previsti dai commi 1 e 2 la nullità può essere fatta valere solo dal cliente. 4. Le disposizioni del Titolo VI, Capo I del T.U. bancario non si applicano ai servizi e attività di investimento, al collocamento dei prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari assoggettati alla disciplina dell'articolo 25-bis ovvero della parte IV, titolo II, capo I. In ogni caso, alla operazioni di credito al consumo si applicano le disposizioni del titolo VI del T.U. bancario. 5. Nell'ambito dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari

Si tratta di una nullità relativa o di protezione, in quanto opera in favore del cliente, unico soggetto legittimato ad eccepirla, in base al dettato normativo.

Appare evidente la *ratio* sottesa alla disposizione in analisi: la tutela del cliente, individuato come parte debole del rapporto contrattuale e quindi portata al massimo grado.

La prescrizione formale ha, come vedremo nel corso della trattazione, posto qualche interrogativo, che la dottrina e la giurisprudenza più recente hanno tentato di risolvere, in relazione alla struttura particolare del contratto di intermediazione finanziaria.<sup>156</sup>

Ci si è infatti più volte domandato se l'obbligo formale debba essere circoscritto al c.d. contratto quadro, ovvero quel contratto che intermediario e cliente stipulano dopo il primo contatto e che funge da base per le successive operazioni, o sia necessaria anche per i successivi atti esecutivi, ovvero gli atti con cui il cliente commissiona all'intermediario il compimento delle successive singole operazioni contrattuali.

Inoltre, sempre nell'ottica della ricerca della maggiore trasparenza e certezza possibile nell'ambito delle operazioni contrattuali, è prescritto che un esemplare del contratto debba essere consegnato al cliente da parte dell'intermediario.

La norma generale dell'art. 21 e la prescrizione formale dell'art. 23 contribuiscono quindi a tracciare una prima linea di tutela per il cliente che entra in rapporto con l'intermediario.

Da un lato troviamo infatti una prescrizione volta ad improntare il rapporto alla buona fede ed alla trasparenza, dall'altro una rigida prescrizione formale volta a dare certezza e, in un certo senso, solennità all'operazione negoziale posta in essere, il cui mancato rispetto è sanzionato con il più alto grado di invalidità,

---

derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a, non si applica l'articolo 1933 del codice civile. 6. Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.”

<sup>156</sup> Vedi Cap. 3, § 1.

ovvero la nullità del sinallagma.<sup>157</sup>

### **1.7. La normativa secondaria connessa al Tuf - le specie di obblighi informativi.**

Punto di riferimento per l'analisi è il Regolamento Intermediari, (di seguito anche solo RI), adottato dalla Consob con Delibera del 29 ottobre 2007, n. 16190.

Si tratta evidentemente di una norma (di stampo regolamentare), adottata in attuazione del Tuf, che va a sostituire ed abrogare completamente il precedente Regolamento Intermediari, il n. 11522/98.

La parte più rilevante ai fini della trattazione, in riferimento ai precetti applicabili alla negoziazione di strumenti derivati, trova la sua collocazione nel capo II del Regolamento in analisi, rubricato appunto "Contratti".

---

<sup>157</sup> Nell'ambito del Capo II, rubricato "Svolgimento dei servizi e delle attività", sono stati in parte modificati dal recepimento della MIFID anche l'art. 24 T.U.F. (gestione di portafogli): "1. Al servizio gestione di portafogli si applicano le seguenti regole: a) il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere; b) il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso dell'impresa di investimento, della società di gestione del risparmio o della banca ai sensi dell'articolo 1727 del codice civile; c) la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa di investimento, alla banca o alla società di gestione del risparmio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. 2. Sono nulli i patti contrari alle disposizioni del presente articolo; la nullità può essere fatta valere solo dal cliente." E l'art. 25 (attività di negoziazione in mercati regolamentati): "1. Le Sim e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi e attività di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'articolo 67. Le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi e attività possono operare nei mercati regolamentati italiani. 2. Possono accedere ai mercati regolamentati, tenuto conto delle regole adottate dalla società di gestione ai sensi dell'articolo 62, comma 2, soggetti diversi da quelli di cui al comma 1 del presente articolo alle seguenti condizioni: a) soddisfano i requisiti di onorabilità e professionalità; b) dispongono di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione; c) dispongono di adeguati dispositivi organizzativi; d) dispongono di risorse sufficienti per il ruolo che evono svolgere. 3. I soggetti di cui al comma 2, ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati."

Come più volte ricordato, le disposizioni contenute nel RI sono state emanate allo scopo di dare attuazione al Tuf, e costituiscono in un certo senso una specificazione dello stesso.

La norma di riferimento, disposizione generale che trova sempre diretta applicazione, resta comunque l'art. 21 Tuf, di cui si è detto sopra.

La norma del RI da cui partirà l'analisi, l'art. 37, contiene delle precise prescrizioni riguardo il contenuto minimo del contratto di intermediazione finanziaria:

“1. Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente.

2. Il contratto: a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate;

b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;

c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni;

d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta;

e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente;

f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52;

g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti;

h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio;

i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico.

3. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano al servizio accessorio di concessione di finanziamenti agli investitori.”

Come si evince già ad una prima lettura, neppure un singolo aspetto del rapporto contrattuale che va ad instaurarsi tra intermediario e cliente è stato trascurato.

Con l'obiettivo di ricercare la maggiore sicurezza e trasparenza possibile, anche a rischio di apparire fin troppo scontata, tautologica o pleonastica, la disposizione normativa in esame si occupa della formazione del contratto, ribadendo a chiare lettere l'obbligo formale di cui all'art. 23 Tuf; dell'oggetto dello stesso, della durata e perfino dell'eventuale fase del contenzioso e della risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Alla “trasparenza e correttezza nella prestazione di servizi/attività di investimento e servizi accessori” è dedicato il capo II del RI che, come vedremo, contiene un'elencazione esauriente dei doveri informativi dell'intermediario, caratterizzati in modo da integrare e specificare la clausola generale di cui all'art. 21 Tuf.

Rilevano in particolare le disposizioni dell'art. 27, rubricato “requisiti generali delle informazioni”:

“1. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali.

2. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono:



- a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi;
- b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;
- c) alle sedi di esecuzione; e d) ai costi e oneri connessi.”

Una volta specificati i requisiti, è la volta delle “condizioni delle informazioni”, rubrica del successivo art. 28: “1. Ai fini di cui all'articolo 27, comma 1, gli intermediari assicurano che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, rivolte a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio, o probabilmente dagli stessi ricevute, soddisfino le condizioni di cui al presente articolo.

2. Le informazioni:

- a) includono la denominazione dell'intermediario;
- b) non sottolineano gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche un'indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti;
- c) hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute;
- d) non celano, minimizzano od occultano elementi o avvertenze importanti.

3. Quando le informazioni raffrontano servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestano servizi di investimento o accessori, esse soddisfano le seguenti condizioni:

- a) il raffronto è presentato in modo corretto ed equilibrato;
- b) le fonti di informazione utilizzate per il raffronto sono specificate;
- c) i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto vengono indicati.

4. Quando le informazioni contengono un'indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di un servizio di investimento, esse soddisfano le condizioni seguenti:

- a) tale indicazione non costituisce l'elemento predominante della comunicazione;
- b) le informazioni forniscono dati appropriati sui risultati riguardanti:

- b1) i cinque anni immediatamente precedenti, ovvero
- b2) l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l'indice finanziario è stato creato o il servizio di investimento è stato fornito se inferiore a cinque anni, oppure
- b3) un periodo più lungo eventualmente deciso dall'intermediario. In ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi;
- c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono chiaramente indicati;
- d) le informazioni contengono l'avviso evidente che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri;
- e) quando tale indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato comunitario nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente tale valuta e avvertono che il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio;
- f) quando l'indicazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri.

5. Quando le informazioni includono o fanno riferimento a elaborazioni basate su dati storici, esse devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario e soddisfare le condizioni seguenti:

- a) le elaborazioni basate su dati storici sono basate su dati reali di uno o più strumenti finanziari o indici finanziari che siano identici o soggiacenti allo strumento finanziario in questione;
- b) per quanto riguarda i dati storici reali di cui alla lettera a), sono soddisfatte le condizioni di cui al comma 4, lettere a), b), c), e) e f);
- c) le informazioni contengono l'avviso in forma evidente che i dati si riferiscono a elaborazioni basate su dati storici e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri.

6. Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti:

- a) non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati;
- b) si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi;
- c) quando l'informazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo

delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri;

d) evidenziano che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

7. Quando le informazioni fanno riferimento ad uno specifico trattamento fiscale esse indicano in modo evidente che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.

8. Le informazioni non possono indicare o suggerire che l'autorità competente avalla o approva i prodotti o i servizi oggetto dell'informazione.”

Particolarmente rilevante in tema di contratti derivati è la disposizione del comma 6 riguardo le informazioni su stime di risultati futuri, posto che i contratti derivati sono contratti di durata, ad esecuzione differita, ma soprattutto aleatori, cosa che rende assai difficoltosa, se non impossibile, una previsione *ex ante* riguardo i risultati per le parti contraenti, che non possono a priori avere un'idea precisa del rischio contrattuale.

E' richiesto quindi un supporto informativo quanto più possibile attendibile, che trascende da quelli che sono i risultati riscontrati nel passato e che si basa su dati obiettivi.

Le due disposizioni riportate rappresentano un'importante novità nel corpo del RI, in quanto pongono le basi per la creazione di una corretta ed adeguata rete di informazioni, senza la quale è impossibile per qualsiasi cliente rapportarsi all'intermediario e concludere proficuamente operazioni finanziarie e contrattuali.<sup>158</sup>

Il *climax* dei doveri informativi continua con l'art. 29 -“informazioni sull'intermediario e i suoi servizi”<sup>159</sup>, l'art. 30 - “Informazioni concernenti la

---

<sup>158</sup> In questo senso V. PICCINNINI, La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 508. Secondo l'A. : “L'aggiunta di due articoli concernenti le caratteristiche ed i requisiti delle informazioni che l'intermediario deve fornire all'investitore, segnala e sottolinea l'evidente importanza che la comunicazione di informazioni complete, chiare e non ingannevoli, assume in tutta la complessa operazione di negoziazione, perché solo tramite una corretta ed adeguata disclosure il cliente può avere piena contezza dell'operazione, delle sue caratteristiche e dei rischi ad essa inerenti, e dunque scegliere nel modo più consapevole l'operazione meglio confacente alle proprie caratteristiche ed a i propri obiettivi.”

<sup>159</sup> Art. 29 - (Informazioni sull'intermediario e i suoi servizi). “1. Gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio le seguenti informazioni generali, ove siano

pertinenti: a) il nome e l'indirizzo dell'intermediario e i relativi recapiti; b) le lingue nelle quali il cliente può comunicare con l'intermediario e ricevere da questo documenti e altre informazioni; c) i metodi di comunicazione che devono essere utilizzati tra l'intermediario e il cliente, anche, se pertinente, per l'invio e la ricezione di ordini; d) una dichiarazione che l'intermediario è autorizzato e il nome e il recapito dell'autorità competente che l'ha autorizzato; e) quando l'intermediario opera tramite un agente collegato in conformità dell'articolo 23 della direttiva n. 2004/39/CE, una dichiarazione in tal senso in cui viene specificato lo Stato membro in cui tale agente è registrato; f) la natura, la frequenza e le date della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta, di cui agli articoli da 53 a 56; g) se l'intermediario detiene strumenti finanziari o somme di denaro di clienti, una descrizione sintetica delle misure adottate per assicurare la loro tutela; h) il sistema di indennizzo degli investitori o di garanzia dei depositi pertinente, con una descrizione sintetica delle modalità di copertura dello stesso; i) una descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interesse; l) ogniqualvolta il cliente lo richieda, maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell'intermediario purché le condizioni di cui all'articolo 36, comma 2, siano soddisfatte. 2. Quando prestano il servizio di gestione di portafogli, gli intermediari adottano un metodo appropriato di valutazione e comparazione dei risultati della gestione, anche mediante indicazione di un parametro di riferimento significativo, che sia coerente con gli obiettivi di investimento del cliente e con i tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente la valutazione del servizio prestato. 3. Quando gli intermediari propongono di fornire il servizio di gestione di portafogli ad un cliente al dettaglio o ad un potenziale cliente al dettaglio, forniscono, in aggiunta alle informazioni di cui al comma 1, le informazioni seguenti, ove pertinenti: a) informazioni sul metodo e sulla frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente; b) i dettagli di eventuali deleghe della gestione con specificazione dell'ampiezza della delega; c) la descrizione del parametro di riferimento al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; d) i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; e) gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità.”

<sup>160</sup> Art. 30 - (Informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela): “1. Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o somme di denaro appartenenti a clienti al dettaglio forniscono a tali clienti le informazioni di cui ai commi seguenti, ove pertinenti, anche ai sensi del regolamento della Banca d'Italia adottato in conformità all'articolo 6, comma 1, del Testo Unico. 2. Gli intermediari informano il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio della eventuale possibilità che gli strumenti finanziari o le somme di denaro di tale cliente siano detenuti da un terzo per conto dell'intermediario, nonché della responsabilità che essi si assumono, conformemente al diritto nazionale applicabile, per qualsiasi atto od omissione del terzo medesimo e delle conseguenze che l'eventuale insolvenza di quest'ultimo determinerebbe per il cliente. 3. Quando gli strumenti finanziari del cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possono essere detenuti in un «conto omnibus» da un terzo, gli intermediari informano il cliente di questo fatto e gli forniscono un avviso evidente circa i rischi che ne derivano.

4. Quando i conti che contengono strumenti finanziari o somme di denaro appartenenti al cliente o potenziale cliente possono o potranno essere soggetti ad un ordinamento giuridico extracomunitario, gli intermediari forniscono informativa di tale circostanza ed indicano in che misura i diritti del cliente o potenziale cliente relativi a tali strumenti finanziari o somme di denaro possano esserne influenzati.

5. Gli intermediari informano il cliente circa l'esistenza e i termini di eventuali diritti di garanzia o privilegi che l'intermediario medesimo, o il subdepositario, vanta o può vantare sugli strumenti finanziari o sulle somme di denaro del cliente, o di eventuali diritti di compensazione esistenti in relazione ad essi.”

ed art. 31 - “informazioni sugli strumenti finanziari”<sup>161</sup> e si conclude con gli articoli 32 - “informazioni sui costi e sugli oneri”<sup>162</sup>, 33 - “informazioni sui OICR aperti”<sup>163</sup>, 34 - “modalità e termini delle informazioni”<sup>164</sup>, 35 - “informazioni

---

6. Gli intermediari prima di utilizzare, per proprio conto o per conto di un altro cliente, strumenti finanziari detenuti per conto di un cliente al dettaglio, forniscono allo stesso in tempo utile, su un supporto duraturo, informazioni chiare, complete ed accurate sugli obblighi e sulle responsabilità che l'utilizzo di tali strumenti finanziari comporta per l'intermediario, comprese le condizioni di restituzione degli strumenti, e sui rischi che ne derivano.

<sup>161</sup> Art. 31 - (Informazioni sugli strumenti finanziari): “1. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. 2. La descrizione dei rischi include, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo status e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: a) i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti. 3. Se l'intermediario fornisce ad un cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio informazioni in merito ad uno strumento finanziario che è oggetto di un'offerta al pubblico in corso ed in relazione a tale offerta è stato pubblicato un prospetto conformemente agli articoli 94 e seguenti del Testo Unico, l'intermediario medesimo comunica al cliente o potenziale cliente le modalità per ottenere il prospetto. 4. Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi. 5. Nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia includono dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia.”

<sup>162</sup> Art. 32 - (Informazioni sui costi e sugli oneri): “1. Gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti, ove pertinenti, i seguenti elementi: a) il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; b) quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lettera a) deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; c) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; d) le modalità per il pagamento. Ai fini della lettera a), le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente.”

<sup>163</sup> Art. 33 - (Informazioni su OICR aperti): “1. Un prospetto semplificato relativo a parti di OICR aperti redatto in conformità delle pertinenti disposizioni comunitarie è idoneo ad adempiere agli obblighi informativi previsti dall'articolo 31, nonché dall'articolo 32 limitatamente ai costi ed agli oneri propri dell'OICR, incluse le commissioni di entrata e uscita.”

<sup>164</sup> Art. 34 - (Modalità e termini delle informazioni): “1. Ai fini di cui all'articolo 27, comma 2, gli

riguardanti la classificazione dei clienti”<sup>165</sup> e 36 - “informazioni su supporto duraturo e mediante sito internet”<sup>166</sup>.

---

intermediari si attengono alle disposizioni del presente articolo. 2. Gli intermediari forniscono al cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio, in tempo utile prima che sia vincolato da qualsiasi contratto per la prestazione di servizi di investimento o accessori, le informazioni concernenti i termini del contratto. 3. Gli intermediari forniscono le informazioni di cui agli articoli da 29 a 32 ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio in tempo utile prima della prestazione di servizi di investimento o accessori. 4. Gli intermediari forniscono ai clienti professionali le informazioni di cui all'articolo 30, commi 4 e 5, in tempo utile prima della prestazione del servizio interessato. 5. Le informazioni di cui ai commi 2, 3 e 4 vengono fornite su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell'intermediario, purché le condizioni di cui all'articolo 36, comma 2, siano soddisfatte. 6. Gli intermediari notificano al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32. La notifica viene fatta su supporto duraturo, se le informazioni alle quali si riferisce erano state fornite su supporto duraturo. 7. Gli intermediari assicurano che le informazioni contenute nelle comunicazioni pubblicitarie e promozionali siano conformi a quelle che l'impresa fornisce ai clienti nel quadro della prestazione di servizi di investimento e accessori.

8. Quando una comunicazione pubblicitaria o promozionale contiene un'offerta o un invito di cui alle successive lettere a) e b) e specifica le modalità di risposta o include un modulo attraverso il quale può essere data una risposta, essa include le informazioni di cui agli articoli da 29 a 32 che siano rilevanti per tale offerta o invito:

a) offerta a concludere un contratto in relazione ad uno strumento finanziario o servizio di investimento o accessorio con qualsiasi persona che risponda alla comunicazione; b) invito a qualsiasi persona che risponda alla comunicazione a fare un'offerta per concludere un accordo in relazione ad uno strumento finanziario o servizio di investimento o accessorio. 9. Il comma 8 non si applica se, per rispondere ad un'offerta o ad un invito contenuti nella comunicazione promozionale, il potenziale cliente al dettaglio deve far riferimento ad uno o più altri documenti, che, singolarmente o congiuntamente, contengono tali informazioni.”

<sup>165</sup> Art. 35 - (Informazioni riguardanti la classificazione dei clienti): “1. Gli intermediari comunicano su supporto duraturo ai clienti la loro nuova classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata. 2. Gli intermediari informano i clienti, su supporto duraturo, circa l'eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente. 3. Gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente: a) trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata ai sensi dell'articolo 6, comma 2-quater, lettera d), numeri 1), 2), 3) e 5), del Testo Unico nonché ai sensi dell'articolo 58, comma 2; b) trattare come cliente al dettaglio un cliente che è considerato come cliente professionale di diritto.”

<sup>166</sup> Art. 36 - (Informazioni su supporto duraturo e mediante sito Internet): “1. Quando, ai fini del presente regolamento è prescritto che le informazioni siano fornite su un supporto duraturo, gli intermediari: a) utilizzano un supporto cartaceo; b) utilizzano un supporto duraturo non cartaceo a condizione che: i) tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente; e ii) il cliente o potenziale cliente sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest'ultimo. 2. Quando, ai sensi degli articoli 29, 30, 31, 32, 34 e 46, comma 3, gli intermediari forniscono informazioni ad un cliente tramite un sito Internet e tali informazioni non sono indirizzate personalmente al cliente, devono ricorrere le condizioni seguenti: a) l'utilizzo del sito Internet risulta appropriato per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente; b) il cliente acconsente espressamente alla fornitura delle informazioni in tale forma; c) al cliente è comunicato elettronicamente l'indirizzo del sito Internet e il punto del sito in cui si può avere accesso all'informazione; d) le informazioni sono aggiornate; e) le informazioni sono continuamente accessibili tramite tale sito per tutto il periodo di tempo in cui, ragionevolmente, il cliente può avere necessità di acquisirle.

E' evidente che nessun profilo potenzialmente rilevante ai fini informativi è stato lasciato al caso nel corpo del nuovo RI, tanto che praticamente tutti gli aspetti e le fasi del rapporto contrattuale tra intermediario e cliente risultano coperti da una regolamentazione puntuale e precisa.

Tale aspetto rende ancora più evidente la differenza sostanziale rispetto al precedente regolamento intermediari, abrogato a seguito dell'entrata in vigore di quello in analisi, che sostanzialmente limitava gli obblighi informativi ad un generico dovere, sembrerebbe di natura precontrattuale, di acquisire informazioni dall'investitore circa la situazione finanziaria dello stesso, la propensione al rischio e i suoi obiettivi, condensando il tutto in un'unica disposizione, (l'art. 28) rubricata "informazioni tra gli intermediari e gli investitori".<sup>167</sup>

---

3. Ai fini del presente articolo, la fornitura di informazioni tramite comunicazioni elettroniche viene considerata come appropriata per il contesto in cui il rapporto tra l'intermediario e il cliente si svolge o si svolgerà se vi è la prova che il cliente può avere accesso regolare a Internet. La fornitura da parte del cliente di un indirizzo e-mail ai fini di tale rapporto può essere considerata come un elemento di prova."

<sup>167</sup> Cfr. art. 28 Regolamento Consob n. 11522 del 1998: "Art. 28 (Informazioni tra gli intermediari e gli investitori): "1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3. 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento. 3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito. 4. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10% di tale controvalore. 5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute."

### 1.7.1 *Segue: la regola dell'adeguatezza o suitability rule*

Nel titolo II, capo II del nuovo RI, sono enucleati altri importanti principi afferenti alle caratteristiche e alle modalità delle informazioni scambiabili tra intermediario e cliente.

Ma mentre le norme richiamate ed analizzate nel precedente paragrafo avevano ad oggetto l'obbligo di dare informazioni posto in capo all'intermediario, e quindi rientravano in un supporto informativo di tipo attivo, prevedendo un *facere* in capo all'intermediario stesso, le disposizioni ora in analisi riguardano invece gli obblighi informativi di tipo passivo, ovvero la raccolta di quelle informazioni che l'intermediario deve ottenere dal cliente.

Anche l'obbligo di informazione passiva trova la sua radice nell'art. 21 del Tuf, che rappresenta sempre la norma generale, di cui i precetti contenuti nel RI rappresentano una specificazione.

La c.d. *suitability rule* o regola di adeguatezza è contenuta nell'art. 39 del RI, che traccia le coordinate che l'intermediario deve possedere, ottenendole sin dal primo contatto con l'investitore, per offrire allo stesso un servizio personalizzato, ovvero adatto al suo profilo ed alle sue peculiari caratteristiche.

La norma in analisi è applicabile, unitamente al successivo art. 40, nei casi di servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli e recita testualmente:

“1. Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento. 2. Le informazioni di cui al comma 1, lettera a), includono i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di



tale servizio, prodotto od operazione: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente. 3. Le informazioni di cui al comma 1, lettera b), includono, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari. 4. Le informazioni di cui al comma 1, lettera c), includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti. 5. Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete. 6. Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi. 7. Gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai sensi del presente articolo.”

Dalla disamina del comma 6 e 7 si evince l'importanza della raccolta delle informazioni, basilare a tal punto che, il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste, porta alla immediata interruzione del rapporto, posto che l'intermediario, in casi del genere, deve astenersi dal prestare il servizio.

La disposizione non lascia particolare spazio discrezionale per l'intermediario, e quindi possiamo considerare la raccolta delle informazioni da un lato come un obbligo per l'intermediario stesso, dall'altro, come *conditio sine qua non* per l'instaurazione o la prosecuzione del rapporto con il cliente.

Particolarmente interessante risulta anche l'equiparazione operata dalla norma tra cliente e potenziale cliente ai fini degli obblighi informativi. La figura del potenziale cliente rappresenta una novità assoluta del RI, anche se non è dato comprendere quando un soggetto che prende contatto con l'intermediario finanziario possa o debba ricoprire tale qualifica.

La disposizione sembra dettata con l'intento di fornire una tutela quanto più ampia possibile, che nasce già in una fase in cui non si può considerare esistente un contratto vero e proprio tra intermediario e (quasi)cliente.

Sembrerebbe quindi che il potenziale cliente possa essere quel soggetto che entra in contatto con l'intermediario, senza avere con lo stesso un rapporto contrattuale vero e proprio, quanto piuttosto un primo contatto, magari anche di natura informale.

Se così fosse, in caso di contenzioso, il potenziale cliente potrebbe invocare la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario, ma probabilmente a titolo precontrattuale, in virtù del fatto che, come detto, un vero e proprio contratto ancora non sussiste.

Il successivo art. 40, rubricato "valutazione dell'adeguatezza" detta le coordinate utili all'intermediario per tracciare il profilo del cliente, operazione logicamente successiva alla raccolta delle informazioni dallo stesso. In questa fase l'intermediario ha il compito di verificare se le operazioni richieste dal cliente siano adatte al suo profilo e se sia o meno consigliabile eseguirle. E' prevista anche un'ovvia valutazione di compatibilità finanziaria.<sup>168</sup>

Diversa dalla valutazione di adeguatezza è la valutazione di appropriatezza, che l'intermediario è chiamato a compiere nel caso di servizi

---

<sup>168</sup> Art. 40 - (Valutazione dell'adeguatezza): "1. Sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio. Una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente. 2. Quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale gli intermediari possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini del comma 1, lettera c). 3. In caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto ai sensi dell'Allegato n. 3 al presente regolamento ovvero del regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico, gli intermediari possono presumere, ai fini del comma 1, lettera b), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento.

differenti da quelli di cui agli artt. 39 e 40, ovvero differenti dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli.

La regola dell'appropriatezza è enucleata nelle disposizioni dei successivi artt. 41<sup>169</sup> e 42<sup>170</sup> e costituisce un obbligo meno stringente per l'intermediario, rispetto alla valutazione di adeguatezza, che richiede la raccolta di informazioni ad ampio raggio.

L'informazione è infatti limitata al settore dell'investimento o dell'operazione richiesti.

Ulteriore importante differenza rispetto ai servizi che rientrano nell'alveo della valutazione di adeguatezza è la conseguenza della mancata cooperazione del cliente in ordine alla comunicazione delle informazioni richieste. Se nel primo caso tale carenza porta inesorabilmente all'astensione dell'intermediario dalla fornitura della prestazione o del servizio richiesti, nel caso di servizi sottoposti alla più esile valutazione di appropriatezza, tale obbligo di astensione non sussiste.

Molto semplicemente l'intermediario avverte formalmente il cliente che il servizio sarà fornito, ma senza la possibilità di determinare l'appropriatezza dello stesso rispetto alle caratteristiche del cliente stesso, che ha rifiutato di fornire le informazioni richieste.

---

<sup>169</sup> Art. 41 - (Informazioni dai clienti nei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli): "1. Gli intermediari, quando prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, richiedono al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. Si applica l'articolo 39, commi 2, 5 e 7."

<sup>170</sup> Art. 42 - (Valutazione dell'appropriatezza): "1. Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, e sulla base delle informazioni di cui all'articolo 41, gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta. 2. Gli intermediari possono presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale. 3. Qualora gli intermediari ritengano, ai sensi del comma 1, che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, lo avvertono di tale situazione. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato. 4. Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni di cui all'articolo 41, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari avvertono il cliente o potenziale cliente, che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato."

Appare infine evidente, anche in caso di *suitability rule*, la differenza tra il RI vigente e l'abrogato regolamento 1152/98, che non operava le distinzioni di cui sopra nella prestazione dei servizi e dedicava alla disciplina dell'adeguatezza unicamente le disposizioni dell'art. 29.<sup>171</sup>

### **1.8. La divisione in classi degli investitori**

La creazione di differenti classi di appartenenza in cui gli investitori-clienti devono essere suddivisi rappresenta la novità forse più rilevante della riforma che ha interessato la materia dell'intermediazione finanziaria.

Rappresenta un ulteriore esempio di quella ricerca di armonizzazione, certezza e trasparenza che impregna tutto l'articolato del RI e del Tuf e che, come più volte affermato, costituisce la *ratio* sottesa all'intervento normativo operato dal legislatore comunitario.

L'inclusione, *rectius*, l'inquadramento di un cliente in una classe piuttosto che in un'altra, porta a determinate conseguenze per quanto concerne le norme applicabili al rapporto contrattuale instaurato con l'intermediario, soprattutto per quanto attiene ai più volte citati obblighi informativi sopra esaminati.

Il nuovo RI introduce una tripartizione,<sup>172</sup> individuando così tre classi

---

<sup>171</sup> Art. 29 (Operazioni non adeguate): "1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. 2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. 3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute."

<sup>172</sup> Vedi F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit. p. 93: "Il recepimento della direttiva n. 2004/39/CE ha accentuato il rilievo del profilo soggettivo del

differenti in cui i clienti possono essere inseriti nel momento in cui prendono contatto con l'intermediario e richiedono un servizio.

Ovviamente la classificazione dei clienti è strettamente collegata agli obblighi informativi di cui sopra, soprattutto a quelli di natura passiva.

Appare ovvio che, se l'intermediario non ottiene le necessarie informazioni dal cliente, non può procedere a classificarlo correttamente e non può quindi offrirgli una prestazione che sia personalizzata e adeguata alle sue caratteristiche.

La prima classe è quella delle c.d. controparti qualificate, individuate dall'art. 58 del RI.<sup>173</sup> Questi soggetti sono considerati, per caratteristiche intrinseche, natura giuridica e funzioni, quasi alla stregua degli intermediari stessi, che quindi in tali casi non sono tenuti, salvo che per rare eccezioni, al rispetto degli obblighi informativi previsti e disciplinati dagli artt. 27 e successivi RI.

Rientrano in questa categoria le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazione, le società di gestione e risparmio, i fondi pensione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, le fondazioni bancarie, i governi nazionali, le banche centrali, le organizzazioni pubbliche sovranazionali, le imprese la cui principale attività consista nel negoziare in conto proprio merci o strumenti finanziari derivati su merci e quelle la cui attività esclusiva consista nel

---

cliente, prevedendo una sostanziale tripartizione delle classi di investitori, a cui è correlata un'accentuata gradazione della tutela."

<sup>173</sup> Art. 58 - (Rapporti con controparti qualificate): "1. Sono controparti qualificate i clienti a cui sono prestati i servizi di esecuzione di ordini e/o di negoziazione per conto proprio e/o di ricezione e trasmissione ordini, definiti come tali dall'articolo 6, comma 2-quater, lettera d), numeri 1), 2), 3) e 5) del Testo Unico. 2. Sono altresì controparti qualificate le imprese di cui all'Allegato n. 3, parte I, punti (1) e (2) non già richiamate al comma 1, a cui sono prestati i servizi ivi menzionati, nonché le imprese che siano qualificate come tali, ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 3, della direttiva n. 2004/39/CE, dall'ordinamento dello Stato comunitario in cui hanno sede o che siano sottoposte a identiche condizioni e requisiti nello Stato extracomunitario in cui hanno sede. Gli intermediari ottengono da tali controparti la conferma esplicita, in via generale o in relazione alle singole operazioni, che esse accettano di essere trattate come controparti qualificate. 3. Alla prestazione dei servizi di investimento, e dei servizi accessori ad essi connessi, a controparti qualificate, non si applicano le regole di condotta di cui agli articoli da 27 a 56, ad eccezione del comma 2 dell'articolo 49. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 35. 4. La classificazione come controparte qualificata non pregiudica la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattato come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio. La richiesta è soggetta al consenso dell'intermediario. 5. Quando, ai sensi del comma 4, una controparte qualificata richiede espressamente di essere trattata come un cliente al dettaglio, si applicano le disposizioni relative alle richieste di trattamento quale cliente non professionale di cui agli ultimi tre capoversi dell'allegato n. 3, parte I."

negoziare in conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati.

Si tratta evidentemente di soggetti che potrebbero a loro volta rivestire la qualifica di intermediari finanziari, avendone le caratteristiche e la veste giuridica necessaria.

La seconda categoria è quella dei clienti professionali, che rappresenta la classe intermedia, suddivisa a sua volta in diverse sottocategorie:

a) clienti professionali di diritto che “sono presuntivamente considerati, sulla base di un’astratta valutazione, dotati delle conoscenze ed esperienze necessarie per effettuare gli investimenti aventi ad oggetto, di volta in volta, determinate categorie di servizi o strumenti finanziari.”<sup>174</sup> I clienti professionali di diritto sono individuati nell’allegato n. 3, parte 1 del RI<sup>175</sup>;

b) clienti professionali su richiesta, anch’essi individuati dal sopra citato

---

<sup>174</sup> Vedi F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit. p. 94.

<sup>175</sup> Vedi All. 3, parte I RI: “Un cliente professionale è un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. I. Clienti professionali di diritto. Si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

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

(3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie. I soggetti elencati possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione. Quando il cliente è un’impresa come definita in precedenza, l’intermediario deve informarla, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, essa viene considerata di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l’intermediario e il cliente convengano diversamente. L’intermediario deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell’accordo per ottenere un maggior livello di protezione. Spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti.

A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio.”

All. 3, parte II<sup>176</sup>.

La terza ed ultima categoria è quella dei clienti al dettaglio, che il RI individua in via residuale.<sup>177</sup>

Questa categoria, la più ampia delle tre, include tutti quei soggetti ai quali è riservata una tutela ampia, con applicazione di tutti i precetti contenuti nel RI ed afferenti agli obblighi informativi.

L'inquadramento in una delle categorie descritte non è definitivo e il cliente al quale è stata attribuita una determinata qualifica può, attraverso una particolare procedura<sup>178</sup>, ottenere un inquadramento differente e quindi modificare

---

<sup>176</sup> Vedi All. 3, parte II RI: “Gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli inclusi alla sezione I, che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito. Non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I. La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario può essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: - il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; - il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; - il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.”

<sup>177</sup> Vedi art. 26, comma 1, lettera e) RI: “e) «cliente al dettaglio»: il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata.”

<sup>178</sup> Vedi All. 3 al RI, II.2. Procedura: “I clienti definiti in precedenza possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta espletata la procedura seguente: - i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto; - l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; - i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. Prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti indicati nella sezione II al punto 1. Gli intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti. Spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione. Se tuttavia l'intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali deve adottare provvedimenti appropriati.”

la disciplina applicabile al proprio rapporto contrattuale. La mobilità è consentita in entrambi i sensi, ovvero il cliente può aspirare ad ottenere una qualifica volta ad usufruire di una tutela minore o maggiore nei suoi rapporti con l'intermediario.

Così per esemplificare un cliente al dettaglio avrà la possibilità di richiedere all'intermediario di essere inquadrato come cliente professionale su richiesta, qualora ricorrano i presupposti.

La dichiarazione del cliente, intesa a modificare il proprio *status* può essere considerata senza dubbio come una dichiarazione unilaterale di volontà con efficacia dispositiva e abdicativa, nel caso in cui sia volta ad acquisire uno *status* al quale è ricollegata una tutela minore.<sup>179</sup> Pare indubbio il carattere negoziale della dichiarazione.

L'entrata in vigore del nuovo RI e della divisione in classe di clienti dovrebbe risolvere, per il futuro, un consistente e rilevante problema interpretativo, spesso alla base di molti contenziosi instaurati dagli investitori nel vigore del precedente regolamento n. 11522 del 1998.

Ovviamente il regolamento n. 11522 non prevedeva una divisione in classi degli investitori, ma contemplava la possibilità per gli stessi di rilasciare una dichiarazione con la quale si attestava la qualifica di operatore qualificato.<sup>180</sup>

---

<sup>179</sup> Per questa ricostruzione si rimanda a F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit. p. 97: " Sennonché la dichiarazione negoziale non è sufficiente, giacché la richiesta di riduzione della tutela sembra configurarsi come un atto complesso. Infatti occorre altresì che il cliente privato effettui affermazioni presupposte, relative alla sussistenza dei requisiti sostanziali in punto di frequenza e dimensione delle operazioni svolte, di valore del portafoglio investito in strumenti finanziari e di lavoro prestatato nel settore finanziario. Affermazioni, queste ultime, che si configureranno come dichiarazioni di scienza di carattere ricognitivo e, dunque come atti giuridici in senso stretto."

<sup>180</sup> Vedi art. 31, RI n. 11522/98: (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori): "1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. 2. 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



Il rilascio di tale dichiarazione da parte dell'investitore esonerava l'intermediario dal rispetto di tutti gli obblighi di condotta trattenuti nel corpo del regolamento, esattamente come accade nel caso di rapporti contrattuali con le controparti qualificate previste dal RI attualmente vigente.

Spesso in sede di contenzioso i risparmiatori attaccavano la validità di tale dichiarazione rilasciata all'intermediario, che così, alla luce di una tale invalidità o inefficacia, risultava a posteriori colpevole per mancato rispetto dei prescritti obblighi.

Vedremo nel corso della trattazione quali soluzioni ha adottato la giurisprudenza riguardo la qualificazione giuridica e gli effetti ricollegati alla dichiarazione di "operatore qualificato", attraverso un percorso abbastanza altalenante.

Nell'ottica della trattazione vi è da dire che molti enti pubblici, nel rapportarsi agli intermediari per la stipula di contratti derivati, hanno rilasciato, per mezzo del loro organo esecutivo tali dichiarazioni e sono stati quindi trattati alla stregua di operatori qualificati, con conseguente logico decremento di tutela.

Ad ogni buon conto, appare plausibile che, con l'entrata in vigore del nuovo RI e con il sistema di tripartizione di clienti, che gli intermediari mettono in opera sin dal primo contatto con il cliente, sulla base delle informazioni reperite, con l'ausilio di parametri sicuramente più certi rispetto al passato e attraverso un'informazione costante<sup>181</sup>, molte delle incertezze e dei problemi nati sotto il vigore della precedente normativa si dovrebbero superare.

---

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.”

<sup>181</sup> Vedi art. 35, RI (Informazioni riguardanti la classificazione dei clienti): “1. Gli intermediari comunicano su supporto duraturo ai clienti la loro nuova classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata. 2. Gli intermediari informano i clienti, su supporto duraturo, circa l'eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente. 3. Gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente: a) trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata ai sensi dell'articolo 6, comma 2-quater, lettera d), numeri 1), 2), 3) e 5), del Testo Unico nonché ai sensi dell'articolo 58, comma 2; b) trattare come cliente al dettaglio un cliente che è considerato come cliente professionale di diritto.”

## **CAPITOLO 2: LA RICOSTRUZIONE DEL PANORAMA NORMATIVO IN MATERIA DI DERIVATI PUBBLICI**

### **2.1 Enti territoriali (e quindi pubbliche amministrazioni) ed attività contrattuale.**

Nell'opera di ricostruzione ed analisi del panorama normativo in materia dei contratti derivati sottoscritti dagli enti pubblici territoriali, è utile fare un cenno, senza ovviamente pretese di esaustività, all'annoso tema dell'attività contrattuale, dell'attività di diritto privato della pubblica amministrazione su cui da decenni si cimenta la letteratura giuridica pubblicistica e privatistica.

La ricostruzione del panorama normativo in materia di contratti derivati pubblici può così idealmente essere divisa in tre blocchi e può articolarsi in primo luogo attraverso la disamina del problema della legittimazione negoziale degli enti pubblici locali in quanto pubbliche amministrazioni e delle procedure contrattuali che sono, in parte procedimentalizzate; questa parte dell'analisi si concentra sul substrato normativo su cui poggia tutta l'attività contrattuale dei soggetti pubblici.

Si passerà quindi alla ricostruzione della normativa specifica in materia di contratti derivati sottoscritti dagli enti territoriali e infine all'analisi della normativa tecnica, ovvero i precetti applicabili all'operazione negoziale definibile come contratto derivato nei rapporti tra l'ente pubblico e le sue controparti.

Gli enti pubblici possono operare facendo ricorso agli stessi schemi negoziali utilizzati dai soggetti privati, possano cioè servirsi del contratto per il raggiungimento dei propri fini.

Tuttavia, per un ente pubblico la conclusione di un contratto costituisce un'operazione negoziale che rientra in un procedimento complesso che, per certi versi, presenta connotati pubblicistici.

Partendo dall'assunto che gli enti territoriali sono enti pubblici e che rientrano perfettamente nell'alveo del concetto di "pubblica amministrazione"<sup>182</sup>,

---

<sup>182</sup> Vedi V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, Napoli, 2009, p. 78: "[...] esistono piuttosto tante nozioni diverse di pubblica amministrazione, che il legislatore adotta volta per volta in relazione agli obiettivi che, in quel particolare frangente, intende perseguire. In base ad una tradizione ormai inveterata, rientrano nella nozione, certamente,

nonostante, è bene ribadirlo, una definizione vera e propria di pubblica amministrazione non abbia cittadinanza nel nostro ordinamento<sup>183</sup>, vengono alla luce diversi profili di analisi e differenti spunti di riflessione connessi alle peculiarità di tali enti nel momento in cui pongono in essere un'attività quasi tipicamente appannaggio dei soggetti privati come quella negoziale.

Si rientra chiaramente nel campo della teoria generale del diritto.

Per un soggetto giuridico, sia esso persona fisica o giuridica, la capacità di agire e quindi la capacità negoziale<sup>184</sup>, rappresenta, in sintesi, la possibilità di autodeterminarsi ponendo in essere atti di volontà come negozi giuridici e quindi stipulare contratti.

---

lo Stato e gli enti pubblici territoriali (regioni, province, comuni), che si caratterizzano per il perseguimento di finalità di interesse generale riferibili ad una data collettività, identificabile su base territoriale.”

<sup>183</sup> Si rimanda a E. CASSETTA, *Pubblica amministrazione*, in *Dig. discipl. Pubbl.*, I, Torino, 1997, p. 271 e ss. Si veda inoltre M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano, 1993. Secondo l'A. un soggetto giuridico è qualificabile come pubblica amministrazione sulla base di una sorta di investitura, che viene effettuata dalla legge, in ragione dei fini che l'ente sarà chiamato a perseguire e per i quali necessita di determinate prerogative. Per una definizione di Amministrazione dal punto di vista sostanziale si veda V. CERULLI-IRELLI, *Diritto amministrativo e diritto comune: principi e problemi*, in *Scritti in onore di G. Guarino*, I, Padova, 1998, p. 555. Secondo l'A. “L'Amministrazione in senso sostanziale, è, si sa, cura concreta di interessi pubblici: interessi che storicamente, e sul piano formale attraverso gli strumenti decisionali previsti dall'ordinamento (segnatamente, da noi, attraverso lo strumento della legge), sono individuati come tali in un determinato momento storico. *Interest rei publicae* che sia curata una determinata questione, una determinata vicenda che importa la necessità di determinati interventi, e così via. L'amministrazione (come attività) perciò, nei suoi contenuti, varia secondo le necessità del momento, quali determinate positivamente e quali evidenziate dalla realtà dei fatti. L'amministrazione consta di atti e di operazioni. Essa cioè avviene come attività dei pubblici poteri, attraverso il compimento di azioni giuridiche (contratti, atti giuridici unilaterali, provvedimenti amministrativi ecc.) che tendono a concludersi mediante atti produttivi di effetti; ovvero attraverso attività materiali, fatti, operazioni. E' amministrazione l'attività intesa alla prevenzione e alla cura delle malattie; è amministrazione l'attività intesa alla cura del dissesto idrogeologico; è amministrazione l'attività intesa a rimuovere gli effetti dannosi di un'alluvione, e così via; attività tutte, che constano principalmente di operazioni: la cura del medico nei confronti del malato, l'intervento sul territorio da parte dell'ingegnere forestale ovvero nella costruzione di impianti idrogeologici, il materiale e il trasporto delle persone e delle cose colpite dall'alluvione. Anche in questi settori di attività, tuttavia, vi è una presenza cospicua di azioni giuridiche che danno luogo ad atti produttivi di effetti, quali il certificato sanitario, l'ordine di ricovero in caso di malattie infettive, così come l'attività contrattuale o provvedimento intesa all'assunzione del personale all'indizione delle gare per l'affidamento dei lavori.”

<sup>184</sup> In tema di capacità si rimanda ai contributi di A. FALZEA, *Capacità*, in *Enc. dir.*, VI, Milano, 1960, p. 16; secondo l'A. “Capace di agire è il soggetto per la possibilità che il diritto gli riconosce, di rivelare nel mondo giuridico e fare in esso valere interessi: perché dunque è in grado di determinare, con i propri comportamenti, l'applicazione delle norme e l'insorgere degli effetti da esse predisposte.”

Rispetto alla capacità giuridica, essa si pone come una sorta di esplicazione dinamica della stessa; la legittimazione (negoziale) è invece un *quid pluris* rispetto alla capacità di agire e rappresenta la possibilità che un determinato soggetto (e solamente esso) ha di compiere una determinata e particolare operazione negoziale.<sup>185 186</sup>

Per esemplificare, nel caso in cui un soggetto decida di alienare l'immobile di cui è proprietario, egli sarà in grado di farlo in quanto dotato di capacità di agire e se legittimato; la legittimazione deriverà a lui (e solamente a lui) dall'essere proprietario dell'immobile.

Negozio giuridico<sup>187</sup> e contratto rappresentano la massima espressione della c.d. autonomia privata<sup>188</sup>; il soggetto diventa arbitro, negli ovvi limiti

---

<sup>185</sup> Sul concetto di capacità giuridica, si veda P. RESCIGNO, *Capacità giuridica*, in *Dig. discipl. priv., sez. civ.*, II, Torino, 1988, p. 218. "Per capacità giuridica si intende l'attitudine alla titolarità di poteri e doveri giuridici. E' giuridicamente capace, e quindi soggetto di diritto, chi è attualmente o virtualmente titolare di diritti e di obblighi. Per la ricostruzione del concetto e del fondamento della capacità di agire si rimanda a A. FALZEA, *Capacità*, cit, p. 18: "[...] La soggettività giuridica trova il suo normale svolgimento nella capacità di agire. Ciò significa che il soggetto incapace di agire non è in grado da solo - almeno in linea di massima - di uscire dalla posizione statica che gli deriva dalla capacità giuridica. [...] La capacità di agire permette alla soggettività di svolgersi nella vita del diritto, mentre sotto il profilo della capacità giuridica il soggetto appare in una posizione essenzialmente statica." In questo senso anche P. STANZIONE, *Capacità*, in *Enc. giur. Treccani*, V, Roma, 1990, p. 8: "Se alla capacità giuridica si riserva la funzione di designare il momento statico, di guisa che in questa veste il soggetto si presenta soltanto come immobile portatore d'interessi, necessariamente si deve ricondurre la capacità di agire il profilo dinamico del diritto, risultando così accreditata del soggetto la sola immagine di operatore giuridico, di protagonista attivo nel mondo del diritto."

<sup>186</sup> Sul concetto di legittimazione, si rimanda a P. RESCIGNO, *Legittimazione*, in *Dig. discipl. priv., sez. civ.*, X, Torino, 1988, p. 519: "La legittimazione riguarderebbe invece il particolare rapporto del soggetto con l'oggetto del negozio: per usare un termine non consueto al linguaggio del diritto privato la legittimazione si riferisce alla competenza del soggetto rispetto alla materia che il negozio è destinato a regolare." Si veda inoltre A. DI MAJO, *Legittimazione*, in *Enc. dir.*, XXIV, Milano, 1974, p. 52 e ss.

<sup>187</sup> Per una ricostruzione della categoria <<negozio giuridico>> è imprescindibile un rimando all'opera di E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994 (rist.). All'A. si deve la creazione del concetto di negozio giuridico come espressione di autonomia privata; secondo F. CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova 1933, il negozio giuridico, ed in particolare il contratto è lo strumento che più di tutti viene utilizzato per la circolazione di beni e ricchezze. Secondo F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002 (rist.), i privati si servono del negozio giuridico per stabilire e disporre, per l'avvenire, un regolamento giuridico dei propri rapporti ed interessi. G. B. FERRI, *Il negozio giuridico*, Padova, 2001, p. 38: "Il negozio giuridico è così un atto di autonomia privata e cioè espressione del potere di autoregolamentare gli interessi." ID. *Negozio giuridico*, in *Dig. discipl. priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, p. 61 e ss. Attribuisce rilevanza alla dichiarazione negoziale R. SACCO, *La parte generale del diritto civile, 1. Il fatto, l'atto, il negozio*, in *Tratt. dir.*

imposti dall'ordinamento giuridico, della propria sfera giuridica e soprattutto patrimoniale.<sup>189</sup>

Il soggetto giuridico è quindi assolutamente libero, nel rispetto dei limiti di cui sopra, di perseguire, tramite l'operazione contrattuale dal lui liberamente scelta, i fini che meglio crede, sopportando, ovviamente, le conseguenze positive o negative della scelta liberamente operata.

Inizialmente, sarebbe quasi fisiologico per gli interpreti pensare le categorie del negozio giuridico e del contratto come riferite e riferibili alla sfera privatistica e considerarle così solamente e marginalmente mutuabili per quella pubblicistica, con tutta una serie di precisazioni.

Ormai può comunque considerarsi pacifico l'assunto che gli enti pubblici, e quindi le pubbliche amministrazioni, sono dotati di capacità giuridica, capacità

---

*civ.*, R. Sacco, Torino, 2005, p. 310: "Bisogna considerare che nell'area del diritto la dichiarazione, ossia il messaggio portatore di un significato, è l'unico atto umano dotato di onnipotenza. [...] Nella presente opera il negozio giuridico sarà, d'ora in avanti la dichiarazione. La dichiarazione che interessa noi è quella che impegna (giuridicamente) il dichiarante, o assicura al dichiarante una protezione giuridica, vincolando altre persone al precetto dichiarato." [...] Fin d'ora peraltro noi precisiamo che il nostro <<negozio>> è una dichiarazione giuridicamente vincolante, una dichiarazione che può avere ad oggetto una volontà o consistere in un'attestazione."

<sup>188</sup> Sul punto si veda E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., p. 44: "Gli interessi che il diritto privato disciplina, esistono nella vita sociale indipendentemente dalla tutela giuridica, e circolano in perenne vicenda, ovunque sia riconosciuta ai singoli una cerchia di beni di loro spettanza, sotto l'impulso dell'iniziativa individuale. I privati stessi, nei loro rapporti reciproci, provvedono al soddisfacimento dei propri bisogni secondo il loro libero apprezzamento mediante scambio di beni o di servizi, associazione di forze, prestazione di lavoro, prestito o messa in comune di capitali ecc. L'iniziativa privata è il congegno motore di ogni consapevole regolamento reciproco d'interessi privati. [...] L'iniziativa privata si esplica non solo nell'aspirare a determinati scopi pratici, ma anche nel creare mezzi corrispondenti. Già nella vita sociale, prima ancora di qualsiasi intervento dell'ordine giuridico, i privati provvedono da sé a foggarsi i mezzi adatti. Ora mezzi di tal natura sono per eccellenza i negozi giuridici. Assai istruttiva in proposito è quella che suol esserne la genesi sul terreno sociale. I negozi giuridici hanno la loro genesi nella vita di relazione: sorgono come atti coi quali i privati dispongono per l'avvenire un regolamento impegnativo di interessi nei loro rapporti reciproci e si sviluppano spontaneamente sotto la spinta dei bisogni, per adempiere svariate funzioni economico-sociali, all'infuori dell'ingerenza di ogni ordine giuridico."

<sup>189</sup> Si veda G. B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., p. 69: "Ed allora, se è possibile formulare appunto un'ipotesi sul negozio giuridico e proporre una definizione, noi saremmo propensi ad individuare il negozio giuridico come un atto vincolante di privata regolamentazione di interessi che assume positiva <<rilevanza>> per l'ordinamento statale, quando i valori, di cui esso è portatore, sono compatibili con i valori che l'ordinamento esprime."

di agire e quindi legittimazione negoziale esattamente come le persone fisiche e tutti gli altri soggetti privati.<sup>190 191</sup>

Del resto, come dimostra chiaramente anche l'evoluzione normativa degli ultimi decenni, l'amministrazione ha fatto ampio ricorso alla soluzione negoziale, basando i rapporti con le controparti private sul consenso.<sup>192 193</sup>

---

<sup>190</sup> Si veda G. GRECO, *I contratti dell'amministrazione tra diritto pubblico e privato. I contratti ad evidenza pubblica*, Milano, 1986, p. 23: "Com'è noto, la tradizionale teoria della capacità giuridica limitata degli enti pubblici nel campo privatistico è stata da tempo sottoposta a severa e decisiva critica. La premessa di siffatta nuova impostazione è rappresentata dalla contestazione, di per sé ovvia, che il sistema ordinario di immissione di un soggetto non persona fisica nel sistema dei fenomeni disciplinati dal diritto privato è costituito dalla personalità giuridica. Ed è sviluppata nell'ulteriore constatazione che, nel nostro ordinamento, la persona giuridica ha pienezza (almeno tendenziale) di capacità giuridica di diritto privato, nonché di autonomia privata, intesa quest'ultima in termini di autoregolamentazione della propria sfera giuridica con strumenti privatistici." Secondo M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 492: "L'ente pubblico è prima di tutto un ente (inteso come soggetto agente secondo il diritto comune), poi è pubblico." Secondo A. FALZEA, *Capacità*, cit., p. 14: "Concepita globalmente la qualità di soggetto giuridico non consiste in altro, se non nella posizione, in parte attuale e nella maggior parte potenziale, di destinatario degli effetti giuridici di un ordinamento, senza distinzioni o esclusioni di campi."

<sup>191</sup> Tale assunto è stato più volte ribadito anche dalla giurisprudenza. Si vedano a riguardo Cass., 19 dicembre 1989, n. 1838, in *Riv. trim. app.*, 1990, p. 1065: "deve ritenersi che tutte le persone giuridiche, sia private che pubbliche, abbiano la medesima capacità giuridica."; Cass., 11 maggio 1999, n. 596, in *Urb. app.*, 2000, p. 876: "Non può negarsi allo Stato la possibilità di avvalersi di tutti i contratti disciplinati dal codice civile, salvo che non sussistano particolari ed espressi divieti normativi, o che contrastino con la sua natura di persona giuridica."

<sup>192</sup> In questo senso, A. MASSERA, *contratto e pubblica amministrazione*, in *Tratt. del contratto*, Roppo, Milano, 2006, p. 902: "Le amministrazioni si orientano sempre più frequentemente, per la conformazione delle formule organizzative e dei moduli procedurali da esse impiegati, verso le regole del diritto privato; il diritto amministrativo, tradizionalmente sentito come il diritto <<comune>> delle amministrazioni stesse (almeno nell'area del continente europeo), come quel diritto mediante e in forza del quale le amministrazioni agiscono in posizione di supremazia nei confronti dei soggetti privati in vista della tutela dell'interesse pubblico, si spoglia delle sue manifestazioni più spiccatamente autoritative e assume in sé forme e istituti che inducono i soggetti pubblici agenti alla previa ricerca del consenso della controparte privata."

<sup>193</sup> Si veda V. CERULLI-IRELLI, *Diritto amministrativo e diritto comune*, cit., p. 557: "Possiamo infatti considerare come un dato acquisito (certamente lo è nell'attuale esperienza del nostro ordinamento positivo) che le pubbliche amministrazioni sono dotate della capacità giuridica generale e sono quindi idonee a porre in essere atti negozi di diritto comune tutte le volte ciò sia necessario e salve espresse norme di divieto. Esse, come affermano con imprecisione alcuni testi positivi, sono dotate sia della capacità di diritto pubblico che della capacità di diritto privato: espressione con la quale si intende dire invero che le pubbliche amministrazioni accanto alla c.d. capacità di diritto pubblico, che in realtà consiste nell'insieme dei poteri ad esse attribuiti dalla legge, sono appunto dotate della capacità giuridica generale. Possiamo pertanto affermare in via di principio, che la strumentazione giuridica dell'azione amministrativa può consistere sia di atti negoziali che di atti amministrativi."

L'indagine sul primo livello di compatibilità delle categorie privatistiche del negozio giuridico e del contratto con soggetti di diritto pubblico porta quindi all'assunto sopra ricordato: non vi è differenza tra la capacità giuridica e negoziale dei soggetti privati e quella dei soggetti pubblici. Entrambi sono dotati di una illimitata capacità negoziale.

Ma una tale conclusione, per quanto importante, non può autorizzare gli interpreti a pensare che il concetto di autonomia privata possa essere riferito a soggetti privati e pubblici con la stessa estensione.<sup>194</sup>

Si tratta infatti di soggetti portatori e curatori di interessi che si collocano su piani differenti.

## **2.2. Autonomia privata ed enti pubblici: l'evidenza pubblica.**

Quando un soggetto privato decide di porre in essere una determinata operazione contrattuale, in armonia e nel rispetto dei limiti stabiliti dall'ordinamento giuridico, sta in effetti agendo in forza della propria autonomia privata.

Dai concetti di autonomia privata e autonomia contrattuale<sup>195</sup> derivano tutta una serie di importanti corollari: Il soggetto è innanzitutto libero di contrattare o meno ed è libero di scegliere come meglio crede la controparte con cui rapportarsi, salvo alcune marginali ipotesi legate per lo più alla qualificazione giuridica del soggetto ed alla situazione contingente nella quale esso si trova<sup>196</sup>.

---

<sup>194</sup> Vedi V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 84: "I concetti di capacità e di autonomia negoziale sono stati concepiti e elaborati in ambito privatistico e quindi con riferimento alla struttura ed alle esigenze del soggetto privato. Secondo questa impostazione la capacità viene intesa come idoneità del soggetto ad essere potenzialmente titolare delle situazioni giuridiche soggettive che l'ordinamento gli riconosce per attuare la tutela degli interessi ritenuti rilevanti. In questa prospettiva, la capacità si pone come presupposto logico necessario dell'autonomia negoziale."

<sup>195</sup> Vedi art. 1322, comma 1, c.c. , rubricato appunto "Autonomia contrattuale": "Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge.

<sup>196</sup> Si veda a riguardo V. RICCIUTO, *Formazione progressiva del consenso e obblighi a contrarre*, Torino, 1999, p. 123: "Obbligo a contrarre è la formula con cui dottrina e giurisprudenza sintetizzano, lessicalmente, il fenomeno rappresentato dall'insieme di quelle situazioni nelle quali i soggetti sono, a seguito di un vincolo assunto in base ad un precedente atto di

Il soggetto è inoltre libero di scegliere il tipo di schema negoziale che più si adatta alle proprie esigenze o necessità, individuandolo tra quelli disciplinati dal codice civile o optando per un contratto c.d. atipico<sup>197</sup>, che non è quindi disciplinato da una norma di legge.

Ma ciò che più rileva è che il soggetto privato, nel momento in cui pone in essere una determinata operazione contrattuale, lo fa in vista della cura di interessi personali, che sono da lui stesso individuati, tanto che le conseguenze positive o negative dell'operazione posta in essere andranno a ricadere solamente nella sua sfera giuridica e/o patrimoniale.

---

autonomia ovvero in conseguenza dell'imposizione contenuta in una norma codicistica o in una legge speciale, obbligati a concludere un contratto. L'espressione, in verità, trova nel nostro codice precisi riferimenti normativi, a partire, considerando la norma più comunemente richiamata in materia, dall'art. 2932, dove si parla dell'«obbligo di concludere un contratto», pur senza che la disposizione stessa indichi la fonte di quell'obbligo; all'art. 2652, n. 2, dove, nell'ambito delle domande riguardanti atti soggetti a trascrizione, si parla di «domande dirette ad ottenere l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo di contrarre». E, in raccordo con la norma richiamata, il riferimento viene fatto al contratto preliminare - previsto dall'art. 1351, dove l'imposizione che il preliminare rivesta la stessa forma del definitivo -, nonché, per espresso richiamo delle norme relative all'esecuzione dell'obbligo a contrarre, al caso di cui all'art. 1706, 2° co., nell'ipotesi di inadempimento del mandatario dell'obbligo di ritrasferire al mandante le cose acquistate per conto di esso. Ed ancora, pur in settori diversi e sempre a voler rimanere nell'ambito codicistico, la formula ricorre, sia pure in termini lessicali più «indiretti», in tema di contratto di trasporto, disponendo l'art. 1679 che «coloro che per concessione amministrativa esercitano servizi di linea per il trasporto di persone o di cose sono obbligati ad accettare le richieste di trasporto che siano compatibili con i mezzi ordinari dell'impresa...»; e così in quella che nella tematica degli obblighi legali è considerata la «norma di più ampio respiro», di cui all'art. 2597, dove «l'obbligo di contrattare con chiunque richieda le prestazioni che formano oggetto dell'impresa» imposto a colui, appunto, che «esercita un'impresa in condizione di monopolio legale». In materia si veda anche L. MONTESANO, *Obbligo a contrarre*, in *Enc. dir.* XXIX, Milano, 1969, p. 509 e ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969.; ID, *Obbligo a contrarre, disciplina antitrust e tutela del consumatore acquirente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969.; V. ROPPO, *Questioni in tema di formazione del consenso, obbligo legale a contrarre e pari trattamento degli utenti di una impresa monopolistica*, in *Giur. it.*, 1979, I, p. 147 e ss.; A. DI MAJO, *Obbligo a contrarre*, in *Enc. giur.* XXI, Roma, 1990.

<sup>197</sup> La possibilità di stipulare contratti atipici, importante corollario connesso al principio dell'autonomia privata è enucleato nell'art. 1322, comma 2 c.c.: «le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.»



Sostanzialmente il soggetto privato sceglie da sé i propri interessi<sup>198</sup> e quali, tra essi, curare; ha quindi la facoltà di autodeterminarsi e di modificare, paradossalmente anche in *peius*, la propria sfera giuridica.

Sul versante degli enti pubblici invece, il meccanismo dell'autonomia negoziale e della libera determinazione degli interessi da perseguire, opera in modo differente, *rectius*, non opera affatto.

I soggetti pubblici sono tenuti a perseguire interessi eterodeterminati, che vengono loro "assegnati dall'esterno"<sup>199</sup> e precisamente dalla legge, in forza di quel principio di legalità che costituisce la base dell'azione di tutte le pubbliche amministrazioni.

Tali enti, in quanto soggetti dotati di potestà autoritativa, in virtù dei fondamentali principi di civiltà e di ordine pubblico che impregnano l'essenza di un qualunque stato di diritto, devono trovare la legittimazione per l'uso di tali poteri solamente nella legge.<sup>200</sup>

Nell'attività delle pubbliche amministrazioni, anche nei casi i cui l'ente può scegliere, nell'esercizio della propria funzione, si rientra nell'alveo della funzione pubblica.

In luogo dell'autonomia, appannaggio dei soggetti privati, l'ente pubblico esercita, in un momento intermedio che si situa tra l'individuazione dell'interesse pubblico da perseguire effettuato dalla legge o da un ente gerarchicamente sopraordinato e la cura concreta di quell'interesse, una (limitata) facoltà di scelta in ordine all' *an*, al *quid* e al *quomodo* della cura dello stesso.

Si parla a riguardo di "discrezionalità amministrativa"<sup>201</sup>.

---

<sup>198</sup> In questo senso G. B. FERRI, *Negoziio giuridico*, in *Dig. discipl. priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, p. 61 e ss.

<sup>199</sup> Così, V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 85.

<sup>200</sup> Vedi V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 116: "In questa sede può essere utile riflettere sulle ragioni sistematiche sottese all'impostazione con la quale, tradizionalmente, si inquadra la nascita e l'esteriorizzazione della volontà contrattuale da parte del soggetto pubblico. Un primo ordine di considerazioni si ricollega alla ricostruzione del *modus operandi* della pubblica amministrazione come attività di cura di pubblici interessi, che sono individuati a monte, in termini generali ed astratti, sul piano normativo, e che richiedono una continua e progressiva attività di <<attualizzazione>> nella concretezza della realtà socioeconomica."

<sup>201</sup> Vedi M. S. GIANNINI, *Diritto Amministrativo*, cit., p. "[...] Il punto d'arrivo odierno sta nel collegamento tra la discrezionalità e la funzione. Prima però di vedere questi punti, è da esaminare

Con l'esercizio della discrezionalità l'ente effettua una scelta, non certo paragonabile per ampiezza e per finalità alla scelta che potrebbe compiere un soggetto privato nella cura dei propri interessi personali o patrimoniali<sup>202</sup>, ma esercita piuttosto un potere che spazia in un "ambito circoscritto da norme: quando l'amministrazione agisce, deve curare l'interesse pubblico proprio della sua attribuzione o della sua competenza, la sua scelta è perciò finalizzata: dev'essere la più opportuna in ordine ad un pubblico interesse nel caso concreto."<sup>203</sup>

L'interesse pubblico che l'ente si vede assegnare è un interesse primario, gli altri interessi, che ovviamente possono coesistere con quello primario, sono detti secondari.<sup>204</sup>

---

la morfologia della discrezionalità amministrativa. Un soprintendente si avvede che ad un edificio di interesse artistico si stanno facendo lavori non autorizzati; esso ha, giusta le norme di legge, tre possibilità: può ordinare che le innovazioni non autorizzate siano rimosse, rimettendosi l'edificio in pristino; può, in sanatoria, autorizzare i lavori, ma prescrivendo che si adottino talune misure; può autorizzarli in sanatoria, puramente e semplicemente. Lo strumentario che gli offre la legge copre tutte le eventualità possibili, ed egli deve solo scegliere se adottare il primo o il terzo provvedimento (che sono i più semplici), o il secondo (che invece è complesso, comportando uno studio e una scelta tra una molteplicità di clausole speciali). Si dice che nel primo caso vi è discrezionalità sul se (an) adottare un certo provvedimento; nel secondo vi è anche discrezionalità nel contenuto del provvedimento (quid); vi può anche essere una discrezionalità nel modo da seguire per adottare provvedimenti (quomodo). Inoltre taluni provvedimenti sono discrezionali sotto un solo aspetto (an quid o quomodo), altri sotto due dei tre (p. es. an e quid), altri sotto tutti e tre insieme. Quali che siano le specie e il numero delle specie, la discrezionalità comporta sempre una scelta fra più soluzioni possibili: la scelta della soluzione più opportuna per il caso concreto. Si va da scelte ristrette ad alternative – com'è nel caso in cui la norma consente solo di emanare o non emanare un certo atto, che è poi interamente regolato nel suo oggetto e nei suoi modi – fino a scelte che spaziano almeno teoricamente all'infinito – come è per esempio, nella determinazione dei piani urbanistici - .”

<sup>202</sup> Vedi G. FALCON, *Le convenzioni pubblicistiche*, Milano, 1984, p. 231. L'A. individua la differenza tra autonomia privata e discrezionalità amministrativa nel fatto che la prima esprime il carattere finalisticamente vincolato – in modo giuridicamente ed esternamente rilevante – delle determinazioni amministrative.

<sup>203</sup> Vedi M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 49.

<sup>204</sup> Vedi M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 48: “Un interesse pubblico non esiste mai solitario ma sta insieme ad altri interessi, pubblici collettivi e privati. Chiamiamo primario l'interesse pubblico che un'autorità ha in attribuzione o in competenza, secondari, per quella autorità, gli altri interessi. Ovviamente ciò che per un'autorità è un interesse primario, per un'altra è secondario. Gli interessi secondari non giocano gli stessi ruoli. Taluni di essi hanno un ruolo di attenuazione dell'interesse primario; altri di rafforzamento; taluni sono così forti da impedire la realizzazione dell'interesse primario; altri portano a soluzioni di compromesso; accade pure che i medesimi talora operino come attenuativi, tal'altra come rafforzativi. Più aumenta l'ampiezza delle scelte, più cresce il numero e la qualità degli interessi coinvolti: il piano urbanistico coinvolge interessi finanziari pubblici e privati, interessi dell'agricoltura, dell'industria, dell'artigianato, del commercio, della sanità, dell'arte

Chiamiamo quindi discrezionalità il potere di scelta dell'amministrazione, che opera una "ponderazione comparativa tra più interessi secondari in ordine ad un interesse primario".<sup>205</sup>

La scelta trova comunque la sua giustificazione nella stessa legge che a monte individua l'interesse da perseguire.

Il potere di scelta è quindi sempre e comunque l'esercizio di una funzione e come tale appartenente alla sfera pubblicistica dell'attività dell'ente.<sup>206</sup>

La funzione cui si fa riferimento è ovviamente la cura dell'interesse pubblico etero determinato.

Il corollario, forse principale, che deriva dal concetto stesso di autonomia contrattuale, non opera in riferimento ai soggetti pubblici, che una volta venuti alla luce, si vedono già assegnati i fini da perseguire nel corso della loro esistenza.<sup>207</sup>

Ancora, il concetto di autonomia contrattuale, se riferito agli enti pubblici, appare ridimensionato anche sotto un altro, importante profilo, ovvero quello della libertà di scelta della controparte.

Gli aspetti che per i soggetti privati sono il frutto di una libera determinazione, ovvero la scelta e la cura degli interessi e la scelta del contraente con cui rapportarsi, nel caso degli enti pubblici acquistano una valenza strettamente procedimentale, diventano cioè parte di un procedimento amministrativo, appositamente regolamentato.

---

e della cultura, cioè coinvolge virtualmente ogni interesse umano attinente alla zona a cui si riferisce. La molteplicità degli interessi da valutare comporta l'applicazione di criteri: nella maggior parte dei casi sono rimessi all'esperienza della stessa autorità chiamata a decidere, in altri son stabiliti dalla norma attributiva della discrezionalità (e allora sono riconducibili allo schema: agisci in modo da contemperare A e B); in altri casi ancora sono fissati da autorità in rapporto di sopraordinazione gerarchica o direzionale rispetto all'autorità chiamata a decidere."

<sup>205</sup> Vedi M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 50.

<sup>206</sup> Cfr. V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica Amministrazione*, cit., p. 86

<sup>207</sup> Si veda V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 86: "Anche quando il soggetto pubblico è chiamato a dare attuazione ad un'indicazione di carattere generale, in quanto l'ordinamento assegna poi proprio a quell'ente il compito di stabilire nel concreto qual è l'interesse da realizzare, nella comparazione con altri interessi rilevanti, ciò rientra nell'esercizio della discrezionalità amministrativa, e quindi appartiene al piano pubblicistico, e non privatistico della sua attività."

Solamente una volta superata la necessaria fase pubblicistica della procedura e stipulato il contratto, per la regolamentazione del rapporto contrattuale, del suo svolgimento, ma anche per la fase patologica, si fa riferimento e ricorso alle categorie civilistiche.<sup>208</sup>

Questa combinazione tra pubblico e privato nell'ambito delle operazioni contrattuali realizzate da pubbliche amministrazioni è stata cristallizzata da un'autorevolissima dottrina nel lemma "evidenza pubblica"<sup>209</sup>.

---

<sup>208</sup> Secondo G. GRECO, *I contratti dell'amministrazione*, cit., p. 31 tutto il procedimento culmina, *rectius* "sfocia in un negozio giuridico, della cui natura privatistica non è lecito dubitare: sicchè ben si potrebbe argomentare che l'atto centrale del procedimento impronta della sua natura tutte le fasi che lo precedono e che sono ad esso preordinate."

<sup>209</sup> L'espressione è di M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 363 e ss.: "[...] Il contratto ad evidenza pubblica consta infatti di due procedimenti paralleli: l'uno è il procedimento di formazione della volontà contrattuale quale disciplinato, con alcune varianti, dalle norme di diritto privato; l'altro è il procedimento amministrativo che si sviluppa tra l'autorità che intende concludere e/o ha concluso il contratto (l'autorità contraente) e l'autorità che su di essa esercita il controllo. In tale procedimento l'autorità contraente spiega le ragioni di pubblico interesse per le quali vuol addivenire o è addivenuta a quel contratto avente quel certo contenuto, e perché vuol scegliere, o sceglie, o ha scelto quella controparte; la seconda controlla i giudizi le decisioni e le procedure a cui la prima intende addivenire o è addivenuta. I due procedimenti si svolgono parallelamente, come si dice correttamente; ma ciò va inteso nel senso che si svolgono per episodi successivi or dell'uno or dell'altro procedimento. Talora, concluso il contratto, l'autorità che lo ha concluso e che è divenuta parte del contratto (l'autorità contraente) è sottoposta ad ulteriori controlli, per l'esecuzione e per la fase finale di chiusura del rapporto contrattuale: anche questi ulteriori procedimenti amministrativi sono volti a dar evidenza alle ragioni di pubblico interesse per le quali si sono adottate certe decisioni e a controllarle". Si veda altresì A. MASSERA, *Contratto e pubblica amministrazione*, cit., p. 914: "prima regola della combinazione del momento pubblicistico con quello privatistico all'interno della stessa vicenda contrattuale è data dallo svolgersi dell'intero complesso delle relazioni dell'amministrazione con le possibili controparti private nell'ambito di un procedimento amministrativo, denominato da autorevole dottrina, con fortunata formulazione, dell'evidenza pubblica, originariamente disciplinato dalla normativa di contabilità dello Stato e successivamente pesantemente riregolato dalla normativa di settore, a seconda del tipo contrattuale, nonché dalla normativa comunitaria. Attraverso questo procedimento si realizza quel tanto di influenza che il principio di legalità, che tradizionalmente presiede alle attività di tipo autoritativo delle pubbliche amministrazioni, può esercitare anche nei confronti dell'amministrare per contratti, in una duplice direzione: per un verso, mediante la previsione di precise e minute prescrizioni circa le modalità di scelta del contraente si tende a garantire la pretesa dell'imprenditore di *chances* nell'accesso alla domanda di beni, servizi e lavori da parte delle amministrazioni pubbliche, che rappresenta in molti casi una parte quantitativamente e sovente anche qualitativamente rilevante del relativo mercato; per altro verso si tende ad assicurare, attraverso i controlli che il procedimento rende possibili, la conformità dell'azione amministrativa dispiegata anche mediante le forme contrattuali alle finalità di interesse pubblico, normativamente stabilite e agli indirizzi delle autorità di governo, in specie circa gli andamenti della spesa pubblica."

La materia è stata recentemente oggetto di un importante intervento normativo operato dal legislatore comunitario<sup>210</sup>, volto, in un certo senso, a porre rimedio alla eccessiva stratificazione ed alla complessità della normativa di riferimento.

Il recepimento al livello interno è avvenuto per mezzo delle disposizioni del d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163, rubricato, non senza una certa ambiziosa pretesa di esaustività, “Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture.”<sup>211</sup>

La *ratio* del testo normativo in analisi, oltre ad un’ovvia esigenza di fornire una sistemazione quanto più possibile organica della materia, è quella di improntare l’evidenza pubblica ai criteri di economicità, efficacia, tempestività e correttezza.<sup>212</sup>

Le fasi dell’operazione contrattuale posta in essere da un ente pubblico si snodano attraverso un percorso, *rectius*, un procedimento preciso che si caratterizza, come visto, con connotazioni in parte pubblicistiche e in parte privatistiche.<sup>213</sup>

---

<sup>210</sup> Ci si riferisce all’emanazione delle direttive n. 17 – 18 del 2004. La prima è dedicata ad operazioni negoziali relativi a particolari e individuati settori, come la fornitura dell’acqua, dell’energia, i servizi di trasporto e postali. La seconda si occupa, in termini più generali, delle procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici.

<sup>211</sup> Cfr. art. 1, d.lgs. 163/2006. “Art. 1. Oggetto 1. Il presente codice disciplina i contratti delle stazioni appaltanti, degli enti aggiudicatori e dei soggetti aggiudicatori, aventi per oggetto l’acquisizione di servizi, prodotti, lavori e opere. 2. Nei casi in cui le norme vigenti consentono la costituzione di società miste per la realizzazione e/o gestione di un’opera pubblica o di un servizio, la scelta del socio privato avviene con procedure di evidenza pubblica.”

<sup>212</sup> Cfr art. 2, d. lgs. 163/2006. “Art. 2. Principi 1. L’affidamento e l’esecuzione di opere e lavori pubblici, servizi e forniture, ai sensi del presente codice, deve garantire la qualità delle prestazioni e svolgersi nel rispetto dei principi di economicità, efficacia, tempestività e correttezza; l’affidamento deve altresì rispettare i principi di libera concorrenza, parità di trattamento, non discriminazione, trasparenza, proporzionalità, nonché quello di pubblicità con le modalità indicate nel presente codice. 2. Il principio di economicità può essere subordinato, entro i limiti in cui sia espressamente consentito dalle norme vigenti e dal presente codice, ai criteri, previsti dal bando, ispirati a esigenze sociali, nonché alla tutela della salute e dell’ambiente e alla promozione dello sviluppo sostenibile. 3. Per quanto non espressamente previsto nel presente codice, le procedure di affidamento e le altre attività amministrative in materia di contratti pubblici si espletano nel rispetto delle disposizioni sul procedimento amministrativo di cui alla legge 7 agosto 1990, n. 241, e successive modificazioni e integrazioni. 4. Per quanto non espressamente previsto nel presente codice, l’attività contrattuale dei soggetti di cui all’articolo 1 si svolge nel rispetto, altresì, delle disposizioni stabilite dal codice civile.”

<sup>213</sup> In questo senso M. S. GIANNINI, *Diritto Amministrativo*, cit., p. 367. Si rimanda anche a G. GRECO, *I contratti dell’amministrazione*, cit., p. 31: “E’ in siffatto quadro ricostruttivo che si

La genesi dell'operazione negoziale è sempre e comunque rappresentata da un atto formale che promana dall'ente<sup>214</sup> e che contiene la manifestazione di volontà dell'ente stesso<sup>215</sup>, ovvero la determinazione a contrarre.<sup>216</sup>

La procedura, nel caso dell'ente territoriale, inizia con una delibera a contrarre assunta ai sensi dell'art. 192 del d.p.r. 267 del 2000 (TUEL -Testo unico degli enti locali)<sup>217</sup>.

Segue la fase forse più delicata della procedura, ovvero, la scelta del contraente che, come abbiamo visto in precedenza, non è libera, ma guidata dal legislatore attraverso binari ben definiti che dovrebbero assicurare ai privati che aspirano ad entrare in contatto con l'amministrazione, parità di trattamento e trasparenza nel momento in cui presentano la propria offerta.

L'atto iniziale è l'emissione del bando di gara<sup>218</sup>, anche se esistono procedure, come vedremo, in cui non sussiste una gara ufficiale.<sup>219 220</sup>

---

pone, a mio modo di vedere, l'autorevole insegnamento che, spezzando il tradizionale monolitismo della qualificazione pubblicistica dell'evidenza pubblica, ha individuato nella sequenza di atti che precede il contratto un duplice procedimento: l'uno di carattere privatistico e attinente alla formazione della volontà contrattuale; l'altro di carattere pubblicistico e attinente ai rapporti di controllo."

<sup>214</sup> Secondo A. MASSERA, *Contratto e pubblica amministrazione*, cit., p. 915, la deliberazione a contrarre non può essere considerata come proposta contrattuale vera e propria, ma come semplice "atto con efficacia interna all'Ente che ha solo natura autorizzatoria e quale unico destinatario il diverso organo legittimato ad esprimere la volontà all'esterno."

Anche la Giurisprudenza concorda sulla qualificazione della delibera a contrarre come mero atto interno e preparatorio. Cfr. *ex plurimis* Cass., 3 gennaio 2001, n. 59, in *Foro it.*, 2001, I, p. 2899; Cass., 5 novembre 2001, n. 13628, in *Cons. Stato*, 2002, II, p. 25 e Cass., 22 giugno 2004, n. 11601, in *Foro amm.*, CDS, 2004, p. 1613.

<sup>215</sup> La norma di riferimento è l'art. 11 del Codice dei contratti pubblici, commi 1 e 2: "Art. 11. Fasi delle procedure di affidamento 1. Le procedure di affidamento dei contratti pubblici hanno luogo nel rispetto degli atti di programmazione delle amministrazioni aggiudicatrici, se previsti dal presente codice o dalle norme vigenti. 2. Prima dell'avvio delle procedure di affidamento dei contratti pubblici, le amministrazioni aggiudicatrici decretano o determinano di contrarre, in conformità ai propri ordinamenti, individuando gli elementi essenziali del contratto e i criteri di selezione degli operatori economici e delle offerte.

<sup>216</sup> Cfr. M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 365: "[...] Si richiede innanzitutto una deliberazione di contrattare, che l'organo o l'ente contrattante adottano e che concreta o schema di contratto; la deliberazione è sottoposta a un controllo di opportunità e legittimità insieme, e talora occorrono pareri di organi consultivi."

<sup>217</sup> Vedi art. 192, d.p.r. 267/2000: "Determinazioni a contrattare e relative procedure. 1. La stipulazione dei contratti deve essere preceduta da apposita determinazione del responsabile del procedimento di spesa indicante: a) il fine che con il contratto si intende perseguire; b) l'oggetto del contratto, la sua forma e le clausole ritenute essenziali; c) le modalità di scelta del contraente ammesse dalle disposizioni vigenti in materia di contratti delle pubbliche amministrazioni e le ragioni che ne sono alla base. 2. Si applicano, in ogni caso, le procedure previste dalla normativa della Unione europea recepita o comunque vigente nell'ordinamento giuridico italiano.

Nel caso dei contratti derivati l'ente territoriale mira a rivolgersi ad un intermediario finanziario, normalmente un istituto di credito, che sarà la controparte nell'operazione negoziale. Possiamo dire che l'ente si rivolge all'intermediario per ottenere un servizio.

E' una delle fattispecie in cui gli enti locali possono avvalersi della trattativa privata,<sup>221</sup> spesso preceduta da gara ufficiosa<sup>222</sup>, una procedura che

---

<sup>218</sup> Vedi A. MASSERA, *Contratto e pubblica amministrazione*, cit. p. 916: "Così il bando di gara, cioè l'atto con il quale la amministrazione pubblica esterna nei confronti dei soggetti presenti nel mercato rilevante la propria intenzione contrattuale già racchiusa nella deliberazione di contrattare, riproducendola, o anche, come spesso avviene, integrandola, è in primo luogo atto amministrativo a carattere generale destinato alla cura concreta di interessi pubblici con effetti diversi nei confronti di una pluralità di destinatari, non determinati nel provvedimento, ma chiaramente determinabili: alla luce di tale qualificazione il bando opera come *lex specialis* dell'intera procedura, quindi normalmente impugnabile, secondo i criteri propri della giurisdizione amministrativa, unitamente agli atti che ne fanno puntuale applicazione, dal momento che sono questi ultimi ad identificare in concreto il soggetto leso dal provvedimento ed a rendere attuale e concreta la lesione della situazione soggettiva dell'interessato, ma per contro immediatamente impugnabile quando contenga clausole impeditive dell'ammissione dell'interessato alla procedura, quali sono essenzialmente quelle aventi per oggetto requisiti soggettivi degli aspiranti alla partecipazione e comunque riferite a situazioni preesistenti al bando stesso."

<sup>219</sup> Cfr. art. 11, comma 3 del Codice dei contratti: "3. La selezione dei partecipanti avviene mediante uno dei sistemi previsti dal presente codice per l'individuazione dei soggetti offerenti."

<sup>220</sup> Vedi M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 365: "[...] Segue una fase in cui l'autorità contrattante prende contatto con i privati, e sottopone loro lo schema di contratto, fase che può prevedere o una gara pubblica tra i possibili contraenti, o una negoziazione condotta secondo le norme del c.c., detta trattativa privata."

<sup>221</sup> Vedi art. 56 Codice dei contratti pubblici: "Procedura negoziata previa pubblicazione di un bando di gara 1. Le stazioni appaltanti possono aggiudicare i contratti pubblici mediante procedura negoziata, previa pubblicazione di un bando di gara, nelle seguenti ipotesi: a) quando, in esito all'esperimento di una procedura aperta o ristretta o di un dialogo competitivo, tutte le offerte presentate sono irregolari ovvero inammissibili, in ordine a quanto disposto dal presente codice in relazione ai requisiti degli offerenti e delle offerte. Nella procedura negoziata non possono essere modificate in modo sostanziale le condizioni iniziali del contratto. Le stazioni appaltanti possono omettere la pubblicazione del bando di gara se invitano alla procedura negoziata tutti i concorrenti in possesso dei requisiti di cui agli articoli da 34 a 45 che, nella procedura precedente, hanno presentato offerte rispondenti ai requisiti formali della procedura medesima. Le disposizioni di cui alla presente lettera si applicano ai lavori di importo inferiore a un milione di euro; b) in casi eccezionali, qualora si tratti di lavori, servizi, forniture, la cui particolare natura o i cui imprevisti, oggettivamente non imputabili alla stazione appaltante, non consentano la fissazione preliminare e globale dei prezzi; c) limitatamente ai servizi, nel caso di servizi rientranti nella categoria 6 dell'allegato II A e di prestazioni di natura intellettuale, quali la progettazione di opere, se la natura della prestazione da fornire renda impossibile stabilire le specifiche del contratto con la precisione sufficiente per poter aggiudicare l'appalto selezionando l'offerta migliore secondo le norme della procedura aperta o della procedura ristretta; d) nel caso di appalti pubblici di lavori, per lavori realizzati unicamente a scopo di ricerca, sperimentazione o messa a punto, e non per assicurare una redditività o il recupero dei costi di ricerca e sviluppo. 2. Nei casi di cui al comma 1, le stazioni appaltanti negoziano con gli offerenti le offerte presentate, per adeguarle alle esigenze indicate nel bando di gara, nel capitolato d'oneri e negli eventuali documenti complementari, e per individuare

---

l'offerta migliore con i criteri di selezione di cui agli articoli 82 e 83. 3. Nel corso della negoziazione le stazioni appaltanti garantiscono la parità di trattamento tra tutti gli offerenti, e non forniscono in maniera discriminatoria informazioni che possano avvantaggiare determinati offerenti rispetto ad altri. 4. Le stazioni appaltanti possono prevedere che la procedura negoziata si svolga in fasi successive per ridurre il numero di offerte da negoziare applicando i criteri di aggiudicazione indicati nel bando di gara o nel capitolato d'oneri. Il ricorso a tale facoltà è indicato nel bando di gara o nel capitolato d'oneri.”

Vedi art. 57, Codice dei contratti pubblici: “ Procedura negoziata senza previa pubblicazione di un bando di gara 1. Le stazioni appaltanti possono aggiudicare contratti pubblici mediante procedura negoziata senza previa pubblicazione di un bando di gara nelle ipotesi seguenti, dandone conto con adeguata motivazione nella delibera o determina a contrarre.

2. Nei contratti pubblici relativi a lavori, forniture, servizi, la procedura e' consentita: a) qualora, in esito all'esperimento di una procedura aperta o ristretta, non sia stata presentata nessuna offerta, o nessuna offerta appropriata, o nessuna candidatura. Nella procedura negoziata non possono essere modificate in modo sostanziale le condizioni iniziali del contratto. Alla Commissione, su sua richiesta, va trasmessa una relazione sulle ragioni della mancata aggiudicazione a seguito di procedura aperta o ristretta e sulla opportunità della procedura negoziata. Le disposizioni contenute nella presente lettera si applicano ai lavori di importo inferiore a un milione di euro; b) qualora, per ragioni di natura tecnica o artistica ovvero attinenti alla tutela di diritti esclusivi, il contratto possa essere affidato unicamente ad un operatore economico determinato; c) nella misura strettamente necessaria, quando l'estrema urgenza, risultante da eventi imprevedibili per le stazioni appaltanti, non e' compatibile con i termini imposti dalle procedure aperte, ristrette, o negoziate previa pubblicazione di un bando di gara. Le circostanze invocate a giustificazione della estrema urgenza non devono essere imputabili alle stazioni appaltanti. 3. Nei contratti pubblici relativi a forniture, la procedura del presente articolo e', inoltre, consentita: a) qualora i prodotti oggetto del contratto siano fabbricati esclusivamente a scopo di sperimentazione, di studio o di sviluppo, a meno che non si tratti di produzione in quantità sufficiente ad accertare la redditività del prodotto o a coprire i costi di ricerca e messa a punto; b) nel caso di consegne complementari effettuate dal fornitore originario e destinate al rinnovo parziale di forniture o di impianti di uso corrente o all'ampliamento di forniture o impianti esistenti, qualora il cambiamento di fornitore obbligherebbe la stazione appaltante ad acquistare materiali con caratteristiche tecniche differenti, il cui impiego o la cui manutenzione comporterebbero incompatibilità o difficoltà tecniche sproporzionate; la durata di tali contratti e dei contratti rinnovabili non può comunque di regola superare i tre anni; c) per forniture quotate e acquistate in una borsa di materie prime; d) per l'acquisto di forniture a condizioni particolarmente vantaggiose, da un fornitore che cessa definitivamente l'attività commerciale oppure dal curatore o liquidatore di un fallimento, di un concordato preventivo, di una liquidazione coatta amministrativa, di un'amministrazione straordinaria di grandi imprese. 4. Nei contratti pubblici relativi a servizi, la procedura del presente articolo e', inoltre, consentita qualora il contratto faccia seguito ad un concorso di progettazione e debba, in base alle norme applicabili, essere aggiudicato al vincitore o a uno dei vincitori del concorso; in quest'ultimo caso tutti i vincitori devono essere invitati a partecipare ai negoziati. 5. Nei contratti pubblici relativi a lavori e negli appalti pubblici relativi a servizi, la procedura del presente articolo e', inoltre, consentita: a) per i lavori o i servizi complementari, non compresi nel progetto iniziale ne' nel contratto iniziale, che, a seguito di una circostanza impreveduta, sono divenuti necessari all'esecuzione dell'opera o del servizio oggetto del progetto o del contratto iniziale, purché aggiudicati all'operatore economico che presta tale servizio o esegue tale opera, nel rispetto delle seguenti condizioni: a.1) tali lavori o servizi complementari non possono essere separati, sotto il profilo tecnico o economico, dal contratto iniziale, senza recare gravi inconvenienti alla stazione appaltante, ovvero pur essendo separabili dall'esecuzione del contratto iniziale, sono strettamente necessari al suo perfezionamento; a.2) il valore complessivo stimato dei contratti aggiudicati per lavori o servizi complementari non supera il cinquanta per cento dell'importo del contratto iniziale; b) per nuovi lavori o servizi consistenti nella ripetizione di lavori o servizi analoghi già affidati all'operatore economico aggiudicatario del contratto iniziale dalla medesima stazione appaltante, a condizione che tali lavori o servizi siano conformi a un



possiamo definire semplificata, differente da quella aperta, che presenta caratteristiche di maggiore snellezza e consente un margine maggiore di discrezionalità per l'ente stesso nel momento della scelta del contraente.<sup>223</sup>

---

progetto di base e che tale progetto sia stato oggetto di un primo contratto aggiudicato secondo una procedura aperta o ristretta; in questa ipotesi la possibilità del ricorso alla procedura negoziata senza bando è consentita solo nei tre anni successivi alla stipulazione del contratto iniziale, e deve essere indicata nel bando del contratto originario; l'importo complessivo stimato dei servizi e lavori successivi è computato per la determinazione del valore globale del contratto, ai fini delle soglie di cui all'articolo 28.

6. Ove possibile, la stazione appaltante individua gli operatori economici da consultare sulla base di informazioni riguardanti le caratteristiche di qualificazione economico finanziaria e tecnico organizzativa desunte dal mercato, nel rispetto dei principi di trasparenza, concorrenza, rotazione, e seleziona almeno tre operatori economici, se sussistono in tale numero soggetti idonei. Gli operatori economici selezionati vengono contemporaneamente invitati a presentare le offerte oggetto della negoziazione, con lettera contenente gli elementi essenziali della prestazione richiesta. La stazione appaltante sceglie l'operatore economico che ha offerto le condizioni più vantaggiose, secondo il criterio del prezzo più basso o dell'offerta economicamente più vantaggiosa, previa verifica del possesso dei requisiti di qualificazione previsti per l'affidamento di contratti di uguale importo mediante procedura aperta, ristretta, o negoziata previo bando.

7. È in ogni caso vietato il rinnovo tacito dei contratti aventi ad oggetto forniture, servizi, lavori, e i contratti rinnovati tacitamente sono nulli.

<sup>222</sup> Cfr. per esempio T.A.R. Toscana, 11 novembre 2010, n. 06579, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). La pronuncia particolarmente rilevante in quanto si occupa di una fattispecie di autotutela verte su un'operazione in derivati effettuata dalla provincia di Pisa: "[...] La Provincia di Pisa ha inetto una gara ufficiosa per individuare uno o più intermediari finanziari con i quali perfezionare un'operazione di ristrutturazione del proprio debito."

<sup>223</sup> Vedi a riguardo Cons. Stato, 4 novembre 2002, n. 6004: "Le procedure d'appalto diverse da quelle cd. "aperte" sono sottratte al principio di pubblicità della seduta di apertura delle offerte; in particolare ciò avviene per le procedure negoziate precedute da bando di gara, le quali, pur divergendo dalla trattativa privata integralmente deproceduralizzata, giustificano la sottrazione alle regole formali di pubblicità e di formalismo delle gare"; Cons. Stato, 21 giugno 2002, n. 3407: "Nella trattativa privata preceduta da una gara informale la P.A. risulta titolare di margini molto ampi di discrezionalità nella valutazione dei requisiti soggettivi delle imprese concorrenti, con i soli vincoli autonomamente stabiliti in sede di indizione della procedura selettiva o desumibili da principi inderogabili dell'ordinamento."; Cons. Stato, 24 dicembre 2001, n. 6377: "Quando la P.A. procede alla trattativa privata, indicendo una gara ufficiosa, le posizioni soggettive dei concorrenti assumono la consistenza di interessi legittimi, abilitando le parti interessate ad agire davanti al g. a per dedurre l'illegittimità degli atti lesivi, contrastanti con i vincoli normativi od autonomamente stabiliti dalla stessa stazione appaltante.

La trattativa privata svolta dopo una gara andata deserta, costituisce un nuovo procedimento di selezione del contraente, occasionato dall'esito negativo della precedente gara; tuttavia il modulo della trattativa privata, caratterizzato da rilevanti margini di elasticità, permette alla P.A. di definire l'ambito soggettivo dei concorrenti ammessi alla gara ufficiosa, modellando la trattativa privata come una continuazione della precedente selezione e indicendo una gara ufficiosa riservata ai soli concorrenti partecipanti alla precedente selezione stessa."; Cons. Stato, 29 marzo 2001, n. 1881: "La gara ufficiosa è una categoria diversa dal mero sondaggio di mercato, pure utilizzabile nell'ambito della trattativa privata. Il sondaggio di mercato tende solo a conoscere l'esistenza di potenziali contraenti e delle condizioni contrattuali che sono disposti a praticare; la gara ufficiosa implica anche una valutazione comparativa delle offerte in base a criteri prefissati. Ove la P.A., nell'ambito di una trattativa privata, indica una <<gara ufficiosa>>, così espressamente qualificando la procedura e diramando le conseguenti lettere-invito, essa è tenuta al rispetto dei principi tipici di gara, ossia trasparenza e par condicio: questi impongono che i partecipanti siano

La scelta di una procedura semplificata per l'individuazione del contraente nel caso di operazioni, in alternativa alla ordinaria procedura di gara pubblica, se da un lato può snellire l'operazione e sveltirne i tempi, dall'altro rischia di diventare poco trasparente e addirittura prestarsi a degli abusi, nel momento in cui appare difficoltoso, in conseguenza proprio della discrezionalità di cui l'ente gode nella scelta e della mancanza dei normali obblighi formali, ricostruire i parametri usati al momento della scelta stessa che hanno portato a preferire un intermediario, un istituto di credito piuttosto che un altro.

La normativa specifica non aiuta gli operatori, dal momento che prescrive, come vedremo in seguito, di rapportarsi solamente e semplicemente con intermediari che abbiano un elevato *rating*, riconosciuto anche al livello internazionale. Requisito che praticamente tutti gli intermediari finanziari e ancor di più gli istituti di credito al giorno d'oggi possiedono. Si tratta quindi di un parametro sicuramente non decisivo per orientare una scelta delicata come il compimento di un'operazione economica e negoziale connotata da forte aleatorietà, che, ricordiamo, viene perfezionata con risorse pubbliche.

Emissione della delibera a contrarre e del bando di gara costituiscono le fasi della procedura maggiormente connotate in senso pubblicistico<sup>224</sup>, ma paradossalmente, il momento della determinazione a contrattare è quello durante il quale il soggetto pubblico conserva la maggiore discrezionalità<sup>225</sup>, in quanto sceglie, spontaneamente, per mezzo di procedure decisionali interne, di contrattare, ovvero di adottare lo strumento privatistico per la cura dei pubblici interessi, in alternativa all'atto di imperio, ovvero al provvedimento.

---

posti in condizione di conoscere gli elementi di interesse per la P.A., in base ai quali modulare le offerte. Tuttavia, nella gara ufficiosa si può anche consentire che i criteri selettivi siano fissati ad offerte già cognite e che traggano spunto proprio dalla presa visione di queste: in tal caso la P.A. deve rispettare la par condicio tra i concorrenti, rendendo a tutti noti i criteri selettivi e invitando i concorrenti ad una riparametrazione delle offerte in base ai criteri medesimi.” Le pronunce sono consultabili integralmente sul sito internet [www.dirittoeschemi.it](http://www.dirittoeschemi.it)

<sup>224</sup> Per una compiuta ricostruzione ed un'approfondita analisi della procedura di evidenza pubblica e di tutte le sue fasi si rimanda principalmente all'opera di M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 365 e ss.

<sup>225</sup> In questo senso V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 122.

Successivamente all'emissione del bando di gara<sup>226</sup> ed alla scelta del contraente, si giunge all'inizio dell'operazione negoziale vera e propria, in cui si intravedono i primi profili civilistici; si distingue tra fase di aggiudicazione definitiva<sup>227</sup> e fase della stipulazione<sup>228</sup> vera e propria del contratto (a volte

---

<sup>226</sup> L'emissione del bando di gara può essere ricostruito in termini civilistici come invito ad offrire, ai sensi dell'art. 1336, c.c. In questo senso M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 384: "[...] Il bando di gara presenta un aspetto interno ed uno esterno. Sotto l'aspetto interno è un atto riproduttivo ed integrativo della deliberazione di contrarre: riproduce il progetto di contratto – progetto completo, completato o sommario, secondo quanto già si è visto – rendendolo schema di contratto: lo integra con le sue clausole di attuazione, che eventualmente fossero state omesse (p. es. tempi di consegna, clausole tributarie, clausole sulle documentazioni) nonché delle clausole ordinatorie della gara, che nelle deliberazioni di contrattare non si stabiliscono, per il loro carattere esecutivo. La redazione del bando di gara si concreta quindi in un atto giuridico a se stante, esterno o interno così come per la deliberazione di contrattare; nella pratica può accadere che esso sia qualcosa in più di una semplice riproduzione e integrazione della deliberazione di contrattare e del progetto di contratto, divenendo un atto che potrebbe dirsi di sviluppo completativo dell'una o dell'altro. In questa materia le norme non possono mai essere troppo rigide, perché nuovi perfezionamenti al progetto di contratto sono sempre possibili, specie se si avverano sopravvenienze. Oltre che atto riproduttivo ed integrativo il bando di gara rende conoscibile la deliberazioni di contrattare e lo schema di contratto, sia che si tratti di asta pubblica (attraverso le misure di pubblicità obbligatorie e facoltative), sia che si tratti di licitazione privata (attraverso le comunicazioni). Chi pertanto subisca una lesione di diritti o di interessi protetti dalla deliberazione di contrattare, attraverso la notizia datane dal bando, la può impugnare dinanzi la giudice competente. Nella pratica si dice spesso che vi è un'impugnativa del bando; invece l'impugnativa attiene alla deliberazione di contrattare e la dizione è impropria. La rilevanza dell'aspetto interno del bando di gara si esaurisce, nell'ambito intersoggettivo, nel rendere possibile l'impugnativa della deliberazione di contrattare. Nei rapporti intersoggettivi conta invece l'aspetto esterno: sotto il quale il bando di gara è una proposta al pubblico (art. 1336 c.c.). Il bando di gara, da tale punto di vista, non appartiene più alla serie procedimentale della procedura di evidenza pubblica, ma alla serie negoziale."

<sup>227</sup> Cfr. art. 11, comma 7 e 8, Codice dei contratti pubblici: "7. L'aggiudicazione definitiva non equivale ad accettazione dell'offerta. L'offerta dell'aggiudicatario e' irrevocabile fino al termine stabilito nel comma 9. 8. L'aggiudicazione definitiva diventa efficace dopo la verifica del possesso dei prescritti requisiti. L'aggiudicazione può essere ricostruita in chiave civilistica come accettazione della proposta contrattuale, a cui segue la stipulazione vera e propria. Gli eventuali controlli sull'aggiudicazione danno vita ad un contratto sospensivamente condizionato, in cui l'elemento accidentale è rappresentato proprio dalle suddette verifiche. Così V. RICCIUTO, A. NERVI, *Il contratto della pubblica amministrazione*, cit., p. 124. Secondo A. MASSERA, *Contratto e pubblica amministrazione*, cit., p. 920: "In primo luogo, sul piano civilistico, l'atto in esame è di nuova dichiarazione negoziale mista, con contenuto di accertamento dell'avvenuta formazione dell'accordo (ex art. 1326) in forza dell'incontro delle volontà sulla base dell'offerta economica prescelta, che assorbe in sé anche il contenuto di conferma dell'oggetto e delle modalità della prestazione dedotta in contratto indicati nel bando di gara; sul piano amministrativo, esso è atto di accertamento dell'offerta migliore, cioè più conveniente, per l'amministrazione, avente natura essenzialmente di atto dichiarativo, praticamente privo di contenuto discrezionale o fornito di un modesto tasso di discrezionalità, tuttavia produttivo, come avviene per taluni atti di questo tipo, di effetti insieme costitutivi e preclusivi. Due infatti sono i criteri principali di aggiudicazione della gara formalizzata indicata dalla normativa comunitaria e nazionale sui contratti delle pubbliche amministrazioni: il criterio del prezzo più basso e quello dell'offerta economicamente

preceduta da una fase di approvazione) per la quale si fa ricorso alle categorie civilistiche.

Ovviamente scindere il procedimento dell'evidenza pubblica ed individuare le diverse fasi caratterizzate dall'emanazione di atti pubblici, da quelle prettamente contrattuali ha un'importanza fondamentale anche per individuare il giudice competente nel caso in cui la procedura presenti irregolarità o aspetti patologici.

Ne deriva che per tutto quanto attiene la determinazione a contrattare, la sua regolarità o l'impugnazione della stessa, sarà competente il giudice amministrativo, essendo tale delibera un atto pubblico.

---

più vantaggiosa. Al di là delle denominazioni parzialmente fuorvianti, la differenza tra i due criteri verte sulla diversa rilevanza che la normativa assegna, rispettivamente nelle due ipotesi, all'elemento prezzo: Secondo il primo criterio, infatti, il contratto è aggiudicato al concorrente che abbia presentato l'offerta più vantaggiosa: l'offerta più vantaggiosa è quella che contiene il prezzo migliore, cioè, come detto, più conveniente per l'amministrazione aggiudicatrice; il prezzo migliore è il più basso, o il più alto tra quelli indicati separatamente (normalmente su scheda segreta) dai concorrenti, a seconda del tipo di contratto per il quale la gara è stata indetta. Secondo il metodo in questione, quindi, nessun potere di scelta residua in capo alla pubblica amministrazione, terminata al sottofase procedimentale di vaglio sulla ammissibilità delle offerte presentate dai concorrenti alla luce del parametro costituito dalle prescrizioni del bando; l'individuazione del contraente è cioè la risultante di una operazione (o meglio di una serie di operazioni) volta all'accertamento dell'offerta legalmente definita migliore secondo un criterio puramente contabile, spoglio di qualsiasi valutazione soggettiva. Ma anche nel caso del secondo metodo il contenuto di discrezionalità (tecnica) dell'amministrazione è ridotto e comunque normativamente legato: vero è, infatti, che il prezzo è, per specifico dettato normativo, solo una delle componenti necessarie dell'offerta dei concorrenti, accanto ad altri, indicati esemplificativamente dalle norme stesse, quali il termine di esecuzione della prestazione, il rendimento e il suo valore tecnico; ma è altrettanto vero che i singoli elementi, che saranno presi in considerazione dall'amministrazione in sede di valutazione delle offerte per la successiva aggiudicazione, devono, di regola, nelle gare formalizzate, essere predeterminati dal capitolato d'oneri e dal bando di gara, i quali ne predefiniscono altresì i termini numerici di graduazione, delimitando così l'aspetto soggettivo della valutazione stessa.”

<sup>228</sup> Cfr. art. 11, comma 9 Codice dei contratti pubblici: “9. Divenuta efficace l'aggiudicazione definitiva, e fatto salvo l'esercizio dei poteri di autotutela nei casi consentiti dalle norme vigenti, la stipulazione del contratto di appalto o di concessione ha luogo entro il termine di sessanta giorni, salvo diverso termine previsto nel bando o nell'invito ad offrire, ovvero l'ipotesi di differimento espressamente concordata con l'aggiudicatario. Se la stipulazione del contratto non avviene nel termine fissato, ovvero il controllo di cui all'articolo 12, comma 3, non avviene nel termine ivi previsto, l'aggiudicatario può, mediante atto notificato alla stazione appaltante, sciogliersi da ogni vincolo o recedere dal contratto. All'aggiudicatario non spetta alcun indennizzo, salvo il rimborso delle spese contrattuali documentate. Nel caso di lavori, se e' intervenuta la consegna dei lavori in via di urgenza, l'aggiudicatario ha diritto al rimborso delle spese sostenute per l'esecuzione dei lavori ordinati dal direttore dei lavori, ivi comprese quelle per opere provvisorie.”

Le stesse conclusioni valgono per quanto attiene agli atti inerenti alla procedura di scelta del contraente, come il bando di gara e gli atti ad esso collegati.

### **2.3. Enti locali e contratti derivati: le ragioni di una scelta “drastica”.**

Ci si chiede a questo punto quali siano state le ragioni che hanno spinto gli enti locali verso l’indebitamento e quindi le operazioni in derivati, che vengono perfezionate proprio per un tentativo di ristrutturazione, nel breve termine, del debito contratto.

Una prima risposta può fornirla la disamina della normativa di riferimento.

Il profilo economico e finanziario degli Enti locali è stato oggetto di un radicale intervento di riforma, attuato dal Legislatore al più alto livello normativo, ovvero quello costituzionale.

La modifica del titolo V della Costituzione<sup>229</sup>, perfezionata con l’entrata in vigore della l. 18 ottobre 2001<sup>230</sup>, n. 3 aveva lo scopo di dotare tali Enti di una perfetta autonomia finanziaria.

---

<sup>229</sup> Per un’attenta analisi della riforma costituzionale introdotta dalle disposizioni della l. n. 3/2001 si rimanda a L. ANTONINI, La vicenda e la prospettiva dell’autonomia finanziaria regionale: dal vecchio al nuovo art. 119 Cost., in *Le Regioni*, 2003, p. 11 e ss.; L. BRANCASI, L’autonomia finanziaria degli Enti territoriali: note esegetiche sul nuovo art. 119 Cost., in *Le Regioni*, 2003, p. 41 e ss.; R. TOSI, La legge costituzionale n. 3 del 2001: note sparse in tema di potestà legislativa e amministrativa, in *Le Regioni*, 2001, p. 1233 e ss.; G. FALCON, Modello e transizione del nuovo Titolo V della parte seconda della Costituzione, in *Le Regioni*, 2001, p. 1247 e ss.

<sup>230</sup> Cfr. P. FADEL, A. MARANGONI, *Enti Locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Secondo gli Aa., il percorso per l’attribuzione agli Enti locali di una perfetta autonomia finanziaria sarebbe iniziato addirittura nella prima metà degli anni ’90, attraverso le disposizioni della l. 23 dicembre 1993, n. 724, così come attuata con il d.m. 5 luglio 1996, n. 420. Tale disposizione normativa ha di fatto posto fine al precedente regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell’erogazione del credito.

Dalla disamina dell'art. 119 Cost.<sup>231</sup> (modificato a seguito della riforma costituzionale di cui sopra) si può chiaramente evincere l'esistenza di tale autonomia, che si articola su vari livelli:

- a) Un'autonomia finanziaria di entrata e di spesa (comma 1).

L'autonomia di entrata indica la chiara possibilità, attribuita all'ente, di decidere in quale modo disporre delle proprie risorse e comprende logicamente anche la facoltà di operare nell'ottica di un accrescimento e perfino di una diminuzione del relativo ammontare. Esercitando la propria autonomia di spesa l'Ente letteralmente decide come impiegare le risorse accumulate in vista delle necessità derivanti dalla gestione ordinaria e straordinaria, nonché di tutte le incombenze e le funzioni di natura istituzionale.<sup>232</sup>

- b) Un'autonomia di risorse, che si estrinseca nella possibilità di stabilire ed applicare tributi ed entrate propri, ovviamente in armonia con il dettato costituzionale e secondo i principi di coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario.

---

<sup>231</sup> Vedi art. 119 Cost. : "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa. I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno risorse autonome. Stabiliscono e applicano tributi ed entrate propri, in armonia con la Costituzione e secondo i principi di coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario. Dispongono di partecipazioni al gettito di tributi erariali riferibile al loro territorio. La legge dello Stato istituisce un fondo perequativo, senza vincoli di destinazione, per i territori con minore capacità fiscale per abitante. Le risorse derivanti dalle fonti di cui ai commi precedenti consentono ai Comuni, alle Province, alle Città metropolitane e alle Regioni di finanziare integralmente le funzioni pubbliche loro attribuite. Per promuovere lo sviluppo economico, la coesione e la solidarietà sociale, per rimuovere gli squilibri economici e sociali, per favorire l'effettivo esercizio dei diritti della persona, o per provvedere a scopi diversi dal normale esercizio delle loro funzioni, lo Stato destina risorse aggiuntive ed effettua interventi speciali in favore di determinati Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni. I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno un proprio patrimonio, attribuito secondo i principi generali determinati dalla legge dello Stato. Possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. E' esclusa ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti."

<sup>232</sup> Vedi A. BRANCASI, *L'autonomia finanziaria degli enti territoriali*, cit., p. 80: "[...] Vi è però un terzo concetto, meno forte dell'autonomia di entrata e parallelo a quello di spesa, che va comunque associato ai due tipi di autonomia, sebbene l'art. 119 non ne parli esplicitamente: si tratta dell'autonomia come non dipendenza finanziaria, che qualifica la specifica risorsa finanziaria nel senso che essa spetta all'ente, poiché il suo ammontare non dipende da più o meno occasionali decisioni di altri, ma è stabilmente determinato o parametrato a grandezze oggettive, quando non è addirittura disciplinato direttamente dalla Costituzione stessa o non dipende dalla volontà dell'ente che ne è titolare."

La possibilità di disporre di compartecipazioni al gettito di tributi erariali riferibile al loro territorio (comma 2).

In tale materia le Regioni dispongono di una vera e propria potestà legislativa autonoma<sup>233</sup>, che permette loro di dare vita a nuove forme di prelievo fiscale, e quindi nuovi tributi, al fine di reperire le risorse necessarie alla gestione ed alla vita dell'ente stesso.

Anche gli Enti locali diversi dalle Regioni hanno acquisito una propria "capacità impositiva" consistente senza dubbio nella possibilità di reperire risorse finanziarie creando ed applicando tributi propri, ma tale capacità deve per forza trovare una preventiva autorizzazione ed un sostegno da parte della legge, non essendo tali Enti, a differenza, come visto, delle Regioni, dotati di una propria potestà legislativa costituzionalmente riconosciuta.

- c) Un'autonomia patrimoniale, che comprende la possibilità di creare, gestire ed eventualmente incrementare una propria massa patrimoniale (comma 6).

La disponibilità di un patrimonio starebbe a significare la possibilità per gli Enti locali di incamerare tutte quelle risorse che derivano dalla "gestione", intesa in senso lato, dei propri beni, dal loro sfruttamento e/o dismissione, operando esattamente alla stregua di soggetti privati.

- d) La possibilità di contrarre debiti, ma solo ed esclusivamente per finanziare spese di investimento, con esclusione, su tali prestiti, di ogni garanzia da parte dello Stato (comma 7).<sup>234</sup>

---

<sup>233</sup> In questo senso, A. BRANCASI, *L'autonomia finanziaria degli enti territoriali*, cit., p. 50. Secondo l'A. : "Tra le materie di competenza esclusiva dello Stato, l'art. 117, comma 2, ricomprende il suo sistema tributario (lett. e): ciò significa che la disciplina dei tributi viene assunta ad autonoma e distinta materia. Manca però sia nell'elenco dello stesso comma 2, che in quello del successivo comma 3, qualsiasi riferimento al sistema tributario delle Regioni, per cui bisogna ritenere che in questa materia la potestà legislativa sia residualmente riservata alle regioni, ai sensi dell'art. 117, comma 4." Ancora, secondo l'A. : "[...] Il nuovo testo dell'art. 117 ha ormai sancito la piena equiparazione della legge regionale a quella statale."

<sup>234</sup> Si rimanda a L. ANTONINI, *La vicenda dell'autonomia finanziaria regionale*, cit., p. 35: "Si tratta di una regola (cd Golden rule) diretta a evitare che il costo delle spese non in conto capitale sia indiscriminatamente scaricato sulle generazioni (o anche solo sulle amministrazioni) future."

Quest'ultima è senza dubbio la disposizione che maggiormente rileva ai fini della trattazione, posto che la possibilità per gli Enti territoriali di fare ricorso alla stipulazione di contratti derivati è strettamente connessa, come si vedrà, all'indebitamento, e la stipula di contratti derivati avrebbe dovuto rappresentare un sistema ed un metodo utile per la ristrutturazione del debito.<sup>235</sup>

Tutte le facoltà sopra esaminate, che sono tra loro connesse e che discendono dall'autonomia finanziaria attribuita agli enti locali, hanno un'importantissima ed imprescindibile funzione: quella di assicurare all'ente stesso le risorse necessarie per la propria "esistenza".

Tale funzione trova una piena e letterale legittimazione nel dettato costituzionale (art. 119, comma 4).<sup>236</sup>

L'autonomia finanziaria e contabile degli Enti locali voluta dal Legislatore, le origini di un vero e proprio profilo patrimoniale ascrivibile agli stessi, ha avuto come corollario la possibilità-necessità (a seconda dell'angolazione da cui si osserva il problema) di fare ricorso, proprio per gestire ed incrementare in totale autonomia tale patrimonio, a "nuove risorse esterne", tra cui appunto si annovera la finanza derivata, o, per utilizzare un termine forse pittoresco, ma particolarmente efficace, finanza "creativa".

Il ricorso ai contratti derivati si iscrive in uno scenario caratterizzato, da un lato, dalla più volte richiamata autonomia finanziaria degli Enti locali, che, come visto, hanno potuto, per certi versi recidere, o quanto meno attenuare, il legame con l'amministrazione finanziaria centrale; dall'altro, da un sempre più massiccio ricorso a strumenti di raccolta di denaro indispensabile per il funzionamento degli enti stessi, quale la contrazione di mutui o di prestiti

---

<sup>235</sup>Secondo A. BRANCASI, *L'autonomia finanziaria degli enti territoriali*, cit. : "[...] è da segnalare la costituzionalizzazione del vincolo al pareggio di parte corrente (e cioè del vincolo ad impiegare esclusivamente in spese di investimento le risorse procurate mediante l'indebitamento), già previsto a livello di legge ordinaria, e la previsione del divieto di garanzie dello Stato sulle operazioni contratte da regioni ed EE.LL."

<sup>236</sup> Vedi art. 119, comma 4 Cost. : "Le risorse derivanti dalle fonti di cui ai commi precedenti consentono ai Comuni, alle Province, alle Città metropolitane e alle Regioni di finanziare integralmente le funzioni pubbliche loro attribuite."



obbligazionari che sostanzialmente rappresentano una necessaria conseguenza, discendente dall'autonomia finanziaria garantita dalla Costituzione.

La Corte dei Conti ha da subito avuto modo di evidenziare il nesso logico tra autonomia finanziaria degli Enti locali e ricerca di nuove fonti di raccolta del credito, rimarcando che “questa difficile situazione” ha costretto gli Enti territoriali “a ritagliarsi percorsi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti e far fronte alla dilatazione della spesa rigida.”<sup>237</sup>

Il punto di partenza per l'analisi può essere quindi rappresentato da questa sorta di catena logica, il cui primo anello è rappresentato dall'autonomia finanziaria concessa agli Enti locali.

Il secondo anello è la conseguente necessità per tali Enti di sempre nuove risorse, indispensabili per incrementare il patrimonio, per la gestione ordinaria e straordinaria, ma soprattutto, in base al dettato costituzionale, per assolvere i compiti istituzionali ad essi attribuiti. Da qui il sempre più massiccio ricorso a strumenti di raccolta del credito e all'indebitamento.

L'ultimo anello è infine rappresentato dal ricorso alla stipula di contratti derivati per la ristrutturazione del debito contratto, con risultati, non sempre positivi.

#### **2.4. La normativa di settore - Il principio.**

Il legislatore ha da subito prestato molta attenzione al problema “indebitamento” degli Enti locali, intervenendo *ad hoc* sulla materia e dettando una disciplina specifica, soprattutto perché, come evidenziato, la possibilità-necessità di stipulare contratti derivati è sorta proprio con funzione di copertura ed in stretta connessione all'indebitamento.

---

<sup>237</sup> Cfr. Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati”, condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25, consultabile sul sito internet [www.legxiv.camera.it/\\_dati/leg14/lavori/stencomm/06/.../2005/.../pdf000.pdf](http://www.legxiv.camera.it/_dati/leg14/lavori/stencomm/06/.../2005/.../pdf000.pdf)

La possibilità per gli Enti locali di fare ricorso al mercato dei capitali ha trovato una delle sue prime e più importanti regolamentazioni nell'art. 202, d.lgs. n. 267 del 2000 (c.d. T.U.E.L. Testo Unico sugli Enti Locali ).

Tale norma prevedeva chiaramente: “Il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti. Può essere fatto ricorso a mutui passivi per il finanziamento dei debiti fuori bilancio di cui all'articolo 194 e per altre destinazioni di legge”.

Le spese “finanziabili” per gli Enti erano solamente quelle in conto capitale.

Restavano ovviamente escluse fin da subito le finalità speculative.<sup>238</sup>

L'ultima parte della norma in esame ha però dato adito, nel corso degli anni, ad “interpretazioni distorsive”, che la modifica del Titolo V della Carta costituzionale ha contribuito ad eliminare almeno in parte<sup>239</sup>.

Il necessario quanto inevitabile ricorso all'indebitamento si manifestava però già nella prima metà degli anni novanta, periodo in cui gli Enti territoriali hanno dovuto far fronte ad un importante quanto preoccupante fenomeno di carenza di liquidità.

---

<sup>238</sup> Vedi A. LAINO, P. GRASSO, *Atipicità dei derivati quale forma di indebitamento e sanzione ex art. 30, L. 289/2002*, in *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Atelli (a cura di) Milano, 2004, p. 156. Secondo gli Aa. : “La ratio della disposizione è di palmare evidenza: con essa si intende evitare che l'ente locale, spinto da sempre più pressanti esigenze di far cassa per consentire il pagamento delle spese di parte corrente (ossia quelle che indeclinabilmente e ripetitivamente l'amministrazione deve affrontare per il suo stesso funzionamento: es. spese per il personale ecc.) sia indotta, all'uopo, a contrarre prestiti della più varia natura (in particolare mutui). Una delle condizioni basilari per garantire il tendenziale equilibrio di bilancio di ogni P. A., infatti, è che le spese fisse siano alimentate tramite entrate correnti (ossia anch'esse incamerate dall'ente con continuità e reiterazione: es. tributi), rendendo il sistema finanziariamente autonomo. Qualsiasi operazione di finanza straordinaria, proprio perché tale, non può evidentemente giammai assicurare quella continuità nell'approvvigionamento che si addice ad un'entrata corrente.”

<sup>239</sup> In questo senso A. DE LUCA, *Derivati, Enti Locali e diritto internazionale privato: soluzioni ad un problema mai previsto*, consultabile sul sito internet <http://www.diritto.it/pdf/27748.pdf>. Secondo l'A. : “Invero la stessa norma consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio, così legittimando interpretazioni discorsive di tale principio generale.” (ovvero il ricorso al debito solamente per spese in conto capitale).” Ancora “ Sulla questione è intervenuto in modo deciso il legislatore costituzionale, laddove al nuovo art. 119 della Costituzione, riconoscendo l'autonomia finanziaria degli enti pubblici territoriali, ha stabilito come gli stessi possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento.”

Il legislatore, attraverso le disposizioni della l. 23 dicembre 1994, n. 724, (Misure di razionalizzazione della finanza pubblica) ha contemplato la possibilità per gli enti pubblici di accedere molto più facilmente al mercato dei capitali, includendo tra le opzioni possibili, anche l'emissione di prestiti obbligazionari, all'epoca strutturati unicamente con la previsione di una restituzione rateizzata del prestito, quindi non in un'unica soluzione (c.d. *bullet*).

Un altro importante corollario connesso all'entrata in vigore del testo normativo sopra citato è stata l'abolizione del monopolio detenuto dalla Cassa Depositi e Prestiti<sup>240</sup> in materia di accesso al credito per gli Enti pubblici.

Tale testo normativo può essere visto anche come il primo segnale della chiara volontà del Legislatore di rendere gli Enti territoriali finanziariamente autonomi, volontà di fatto esplicitata in modo lapalissiano con la riforma del Titolo V della Costituzione e la redazione del nuovo art. 119.<sup>241</sup>

E' comunque con le disposizioni del d.m. 5 luglio 1996, n. 420, norma di stampo regolamentare emanata in attuazione della l. 724/94 che il Legislatore, per la prima volta, ha fatto riferimento alla possibilità di stipulare contratti derivati per gli Enti pubblici territoriali, seppure limitandola e riconnettendola ai prestiti contratti in valuta estera.

In base al dettato dell'art. 2 del citato d.m., "per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap. L'operazione di swap dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio".

Il testo normativo si limitava a stabilire che "l'operazione di *swap* dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle

---

<sup>240</sup> In proposito vedi A. DE LUCA, *Derivati, Enti Locali e diritto internazionale privato*, cit.: "La spiegazione risiede nel fatto che la l. n. 724/94 elimina, in tema di accesso al credito da parte di Regioni, Province e Comuni, il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti (introdotto dal legislatore statale alla fine degli anni '70 per contenere i ricorrenti fenomeni di "finanze locali allegre") e riattiva la loro facoltà di accedere al mercato dei capitali (anche) emettendo prestiti obbligazionari, aumentando inevitabilmente l'esposizione al rischio di oscillazioni dei cambi e dei tassi."

<sup>241</sup> In questo senso si rimanda alla nota n. 2.

maggiori agenzie di rating.”<sup>242</sup>

La disposizione normativa in esame conteneva un evidente esempio di obbligo a contrarre per gli Enti pubblici. Per tali Enti non era quindi possibile perfezionare operazioni di prestito in valuta estera senza “accompagnare” le stesse con la sottoscrizione di un contratto derivato definibile come *currency swap*.<sup>243</sup>

Tale schema contrattuale aveva chiaramente lo scopo di proteggere l’ente indebitato dal rischio di oscillazione dei cambi di valuta.

Da subito il legislatore ha deciso di creare un nesso tra la conclusione del contratto derivato e la pregressa operazione di indebitamento, con la conseguenza di escludere qualunque finalità speculativa, che, normalmente, i contratti derivati, essendo ormai pacificamente considerati dei contratti aleatori, potrebbero avere, se stipulati da un qualunque altro soggetto privato e di qualunque altra circostanza

Il quadro normativo mutava radicalmente con l’entrata in vigore della l. 28 dicembre 2001, n. 448, il cui art. 41, comma 2<sup>244</sup> consentiva anche agli enti locali di emettere obbligazioni c.d. *bullet*, (letteralmente pallottola, proiettile), ovvero con rimborso del capitale e degli interessi in un’unica soluzione, alla scadenza.<sup>245</sup> e la possibilità di stipulare contratti di prestito, nella forma del mutuo.

Tale testo normativo ha facilitato considerevolmente l’accesso al credito per gli enti locali, è giunto poco dopo la riforma del Titolo V della Costituzione e può essere considerato una logica conseguenza di essa oltre che un’ulteriore espressione di quella “esigenza” di decentramento e autonomia più volte citata.

La disposizione conteneva anche in questo caso un chiaro esempio di obbligo a contrarre. L’emissione delle obbligazioni *bullet* e l’ accensione del

---

<sup>242</sup> Cfr. G. DE MARCO, *Il quadro normativo*, cit.

<sup>243</sup> Quanto alla definizione di contratto derivato, allo swap, nelle diverse caratterizzazione che lo schema contrattuale può assumere, si rimanda al capitolo I della trattazione.

<sup>244</sup> Così letteralmente art. 41, comma 2, l. n. 448 del 2001: “Gli enti di cui al comma 1 possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell’emissione o dell’accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l’ammortamento del debito.”

<sup>245</sup> Vedi A. DE LUCA, *Derivati, Enti Locali e diritto internazionale privato*, cit., p. 4: Secondo l’A. “Questi strumenti finanziari, infatti, si erano rilevati molto più coerenti agli standard ed alle prassi prevalenti sui mercati internazionali, oltre che maggiormente appetiti dal mercato che non aveva dimostrato di apprezzare le obbligazioni precedentemente emesse dagli enti pubblici.”

mutuo venivano subordinati alla costituzione di un fondo di ammortamento del debito o alla previa conclusione di un contratto derivato di *swap* per l'ammortamento dello stesso debito.

La differenza rispetto alla l. 724/94 risiede nel fatto che tale testo normativo non consentiva agli Enti locali l'emissione di obbligazioni *bullet* e la conclusione dello *swap* (tipo *currency swap*) entrava in gioco solamente in caso di prestiti contratti in valuta diversa da quella nazionale.

Si può quindi affermare che l'art. 41 della l. 288 del 2001 rappresenta la disposizione normativa che per prima ammette la conclusione di contratti derivati ad ampio raggio da parte degli Enti locali.

Non cambia invece la *ratio* del ricorso allo *swap*: funzione di copertura, ammortamento del debito cui il contratto derivato è strettamente collegato, con assoluta esclusione di finalità speculative.

Non si può non evidenziare come una norma così innovativa ed importante avrebbe dovuto avere una formulazione meno stringata.

Il legislatore non è andato oltre la previsione dell'emissione di titoli obbligazionari, cui è connessa l'alternativa tra creazione di un fondo di ammortamento e obbligo a contrarre, che si estrinseca nella possibilità per gli enti locali di concludere contratti di *swap* per l'ammortamento del debito.

La lacunosità della normativa citata, *rectius*, la vera e propria carenza normativa e la mancanza di punti di riferimento avrebbe aperto la strada all'utilizzo indiscriminato di contratti derivati da parte delle amministrazioni locali, con lo scopo di acquisire risorse nel breve termine attraverso un malcelato intento speculativo, ma con conseguenze, data la natura aleatoria di tali contratti, spesso disastrose nel lungo termine per le finanze degli enti, che rischiano di riverberarsi sulle amministrazioni future.

## 2.5. I successivi interventi correttivi-interpretativi-limitativi

Alla stringata previsione contenuta nell'art. 41, l. 448 del 2001 è stata data attuazione con le disposizioni del d.m. 1 dicembre 2003, n. 389<sup>246</sup>.

Anche tale testo normativo faceva riferimento alla materia dell'accesso al mercato dei capitali da parte degli Enti locali<sup>247</sup>, all'ammortamento del debito<sup>248</sup> ed alle operazioni in derivati.

---

<sup>246</sup> Norma emanata dal Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministro dell'interno e pubblicata sulla G.U. in data 4 febbraio 2004.

<sup>247</sup> Vedi art. 1, rubricato "Coordinamento dell'accesso ai mercati" "1. Ai sensi dell'articolo 41, comma 1 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 le Province, i Comuni, le unioni di Comuni, le Città metropolitane, le Comunità montane e isolate, di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, i consorzi tra enti territoriali e le Regioni comunicano entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del Tesoro («il Dipartimento del Tesoro»), Direzione II, i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse. Il Dipartimento del Tesoro, entro trenta giorni dall'emanazione del presente decreto, provvederà ad elaborare, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, i modelli da utilizzare per le comunicazioni di cui al presente comma, ai fini del successivo inoltro al Ministero dell'interno per il prescritto concerto. 2. Ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso ai mercati dei capitali degli enti individuati al comma 1. Il coordinamento è limitato alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro. A tal fine, i predetti enti, salvo quanto disposto al comma 3, comunicano al Dipartimento del Tesoro le caratteristiche dell'operazione in preparazione. Entro dieci giorni dalla conferma della ricezione da parte della Direzione II del Dipartimento del Tesoro della comunicazione di cui al presente comma, il Dipartimento medesimo può indicare, con determinazione motivata, quale sia il momento più opportuno per l'effettiva attuazione dell'operazione di accesso al mercato. In assenza di tale determinazione, l'operazione potrà essere conclusa entro il termine dei successivi venti giorni dalla conferma della ricezione nei casi di emissioni obbligazionarie eseguite sul mercato e nei termini indicati dagli Enti in tutti gli altri casi. Restano escluse dalla comunicazione preventiva, di cui al presente comma, le operazioni di provvista con oneri a carico del bilancio dello Stato per le quali si rinvia alle specifiche disposizioni di legge. 3. Nel caso di operazioni soggette al controllo del Comitato Interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), gli emittenti invieranno i dati simultaneamente al Dipartimento del Tesoro e al CICR. In tal caso, l'eventuale formulazione di osservazioni da parte del Dipartimento del Tesoro dovrà avere luogo prima dell'autorizzazione emanata dal CICR, affinché possa costituire adeguato supporto tecnico alla decisione che il Comitato stesso intende adottare."

<sup>248</sup> Vedi art. 2, rubricato "Ammortamento" "1. I contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare o, alternativamente, per la conclusione di uno swap per l'ammortamento del debito, di cui all'articolo 41, comma 2 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 possono essere conclusi soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale."

2. Le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea."

L'art. 3 del citato d.m., rubricato appunto "operazioni in strumenti derivati", dettava chiaramente le coordinate delle opzioni percorribili e conteneva anche una embrionale definizione di alcuni schemi contrattuali:

"1. In caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, è fatto obbligo di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante <<swap di tasso di cambi>>, inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti.

2. In aggiunta alle operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate:

a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti; b) acquisto di <<forward rate agreement>> in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura; c) acquisto di <<cap>> di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito; d) acquisto di <<collar>> di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività

e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività.

3. Le operazioni derivate sopra menzionate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute e possono essere indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati.

4. Al fine di contenere l'esposizione creditizia verso le controparti delle operazioni derivate di cui al presente articolo, è consentita la conclusione di contratti soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale. Qualora l'importo nominale delle operazioni derivate complessivamente poste in essere dall'ente territoriale interessato arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'ente dovrà progressivamente tendere, attraverso le operazioni successive all'entrata in vigore del presente decreto, a far sì che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate con ogni singola controparte non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere.

5. Le disposizioni contenute all'articolo 2 e al presente articolo si applicano, per le Regioni, fino all'emanazione di specifiche normative regionali.”

La norma in analisi è utile per comprendere innanzitutto la complessità e la polimorfia che caratterizza e contraddistingue le operazioni in derivati. Si profila una ricchezza di schemi contrattuali senza eguali, che possono in certi casi anche combinarsi tra loro per dare vita a operazioni giuridiche e finanziarie ancora più complesse.

L'intento del legislatore, che con il più volte citato d.m. 289/2003 ha voluto dare attuazione alle stringate previsioni della legge 448/2001, era quello di evitare che gli Enti locali facessero ricorso ai derivati con finalità diverse da



quelle di ristrutturazione del debito e magari speculative, tanto che più volte ha sentito il bisogno di ribadire la necessità del collegamento funzionale tra il contratto derivato e l'indebitamento, *rectius* la passività sottostante, che deve essere realmente ed effettivamente esistente, attraverso un'operazione da concludersi con l'ausilio di intermediari di elevata professionalità ed in possesso di competenze adeguate, certificate persino ad un livello internazionale.

Il panorama normativo era comunque destinato a diventare ancora più complesso e stratificato: si registrava infatti, a poca distanza dall'entrata in vigore del d.m. 289/2003, disposizione che già doveva servire per attuare il dettato dell'art. 41, l. 448/2001, la diffusione della Circolare esplicativa del 27 maggio 2004<sup>249</sup>, che, a sua volta, aveva lo scopo di fare luce sul d.m. sopra richiamato.

---

<sup>249</sup> Si tratta della Circolare esplicativa del 27 maggio 2004, diffusa dal Ministero dell'economia e delle finanze e pubblicata sulla G.U. in data 3 giugno 2004 : "Il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389 del 1° dicembre 2003 di attuazione dell'art. 41 della legge n. 448/2001 ha regolato l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali. In considerazione anche dei numerosi quesiti avanzati relativamente all'applicazione del regolamento, si ritiene opportuno chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento. Per quanto riguarda l'applicabilità, solo le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data del 4 febbraio 2004 di entrata in vigore del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389, sono assoggettate alla disciplina ivi prevista. Premesso che uno degli obiettivi primari dell'art. 41 della legge n. 448/2001 e, pertanto, del relativo regolamento di attuazione, consiste nell'assicurare un accesso al mercato dei capitali il più possibile efficace, ordinato e prudente, si forniscono le seguenti linee guida.

1) Decorrenza del silenzio-assenso (Art. 1, comma 2). Il termine di dieci giorni entro i quali il Dipartimento del Tesoro può esprimere il proprio avviso sul momento più opportuno di accesso al mercato da parte dell'ente, si intende decorrere dalla data in cui il competente ufficio della Direzione seconda del medesimo Dipartimento invia all'ente richiedente conferma per fax o posta elettronica della ricezione della comunicazione. Oltre che con gli usuali mezzi postali, le comunicazioni potranno essere inviate via fax ovvero per e-mail. Si precisa che l'attività di coordinamento dell'accesso al mercato è volta ad evitare la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale. In tale evenienza, infatti, si potrebbe determinare un affollamento di emissioni, a detrimento delle condizioni di finanziamento.

2) Ammortamento (Art. 2). Per quanto riguarda i criteri che individuano gli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo swap per l'ammortamento del debito, si rimanda alla disciplina relativa al rating dettagliatamente descritta nel paragrafo successivo in relazione alla operatività in strumenti derivati. Per quanto concerne invece l'investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento, la gamma degli strumenti ammessi a tal fine è circoscritta ai titoli obbligazionari, emessi esclusivamente dagli emittenti indicati al comma 2 dello stesso decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, che non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito. In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane

---

comunque a totale carico dell'ente, si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating. Si raccomanda altresì di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento. Per società a partecipazione pubblica si intendono società con una quota di partecipazione diretta rilevante/di controllo detenuta da Stati appartenenti all'Unione europea, facendo riferimento ai principi previsti nell'art. 2359 nel codice civile italiano. Nel caso in cui una società pubblica venga privatizzata, si raccomanda che i titoli da questa emessi eventualmente presenti nel fondo di ammortamento vengano sostituiti dal momento in cui detta sostituzione non comporti una perdita per il fondo. Qualora emergano forti segnali di rischio derivanti dalla privatizzazione, la sostituzione andrebbe comunque valutata anche nel caso in cui comporti una perdita. Si ritiene opportuno che gli enti considerino il costo totale dell'emissione obbligazionaria sia nella forma con rimborso unico a scadenza del capitale sia nella forma «amortising», e valutino, per quanto desumibile dalle condizioni di mercato al momento dell'emissione, la relazione tra tale differenziale di costo ed il maggiore rischio sopportato dall'ente in virtù della costituzione del fondo o dello swap per l'ammortamento. Questa valutazione deve anche tener conto del fatto che le emissioni bullet, ancorché associate ad uno swap di ammortamento, pesano per l'interno ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni Eurostat del debito pubblico.

3) Operazioni in strumenti derivati (Art. 3). Le tipologie di operazioni derivate ammesse, oltre agli swap di tasso di cambio (1) (cross currency swap) a copertura del rischio di cambio nel caso di indebitamento in valuta, sono quelle espressamente indicate nei punti da a) a d) da intendersi nella forma «plain vanilla». In particolare dal punto a) si intende esclusa qualsiasi forma di opzionalità, mentre i punti b), c) e d) si riferiscono esclusivamente all'acquisto da parte dell'ente degli strumenti ivi citati. E' implicito nell'acquisto del collar l'acquisto di un cap e la contestuale vendita di un floor, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del cap. Il livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata. Riguardo alle «altre operazioni derivate» previste alle lettere e) e f), si precisa che le stesse devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle operazioni indicate alle lettere da a) a d). Si ritiene infatti che queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento. Per quanto riguarda la lettera f) inoltre, il divieto di un «profilo crescente dei valori attuali» va riferito, nell'ambito dell'operazione derivata, ai flussi di pagamento da parte dell'ente. Tale prescrizione è volta ad evitare che siano poste in essere operazioni derivate i cui flussi di pagamento da parte dell'ente vengano concentrati in prossimità della scadenza. L'eccezione dell'eventuale sconto o premio, non superiore all'1% ----- (1) Lo scambio di flussi di interessi e capitali espressi nelle due diverse valute deve essere effettuato sempre allo stesso tasso di cambio prefissato al momento della conclusione dell'operazione. del nozionale della sottostante passività, è stata prevista per consentire la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta. Si ribadisce che tale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata e si applica esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione previste, appunto, dal punto f). Il comma 3 circoscrive al mercato monetario, vale a dire ai tassi di interesse a breve termine, l'ambito dei parametri a cui possono essere indicizzate tutte le operazioni derivate descritte nei commi precedenti. Non sono ammessi gli strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare due volte il tasso Euribor. Non sono inoltre ammesse operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato e' configurabile come una passività. Nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto

La circolare forniva effettivamente qualche elemento in più riguardo le operazioni in derivati, mantenendo l'obbligo a contrarre in caso di copertura da rischio di cambio ed ammortamento di obbligazioni *bullet*, ma consentendo anche il ricorso ad altri schemi contrattuali come gli *swap* di tasso di interesse (con riferimento alla lettera a), art. 2 d.m. 289/2003), l'acquisto di *forward rate agreement*, di *cap* e di *collar* (lettere c) e d) dell'art. 2 d.m. 289/2003), fino ad arrivare a combinazioni tra operazioni (lettera f).

Nessuna delle combinazioni citate poteva nascere *ex novo*, ma doveva necessariamente essere frutto delle operazioni contrattuali inizialmente perfezionate. Si pone un chiaro limite alla "finanza creativa", volto ad evitare la costruzione di operazioni troppo elaborate, non collegate tra loro ma soprattutto avulse dalla situazione debitoria sottostante.

---

inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte. In merito al rischio di credito, gli intermediari con i quali è ammesso concludere operazioni derivate devono essere necessariamente dotati di un merito di credito (rating) certificato dalle agenzie di rating riconosciute a livello internazionale, attualmente: Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings. Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difforni tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il «rating adeguato» della controparte non debba essere inferiore a BBB/Baa/BBB. Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo «notch» al di sotto di tale livello minimo, le posizioni acquisite dovranno essere chiuse al più presto. Qualora il singolo contratto derivato sia totalmente coperto da garanzia della «casamadre» della controparte, ai fini dell'«adeguato rating» rileva quello della casamadre. Il tetto del 25% ammesso per ogni singola controparte sull'importo nominale totale delle operazioni derivate in essere, qualora quest'ultimo superi i 100 milioni di euro, non deve comportare la rimodulazione delle operazioni derivate concluse ante regolamento. Inoltre sono escluse dal computo di tale limite le operazioni totalmente garantite da collateral. Ai fini dell'applicazione del tetto l'ente dovrà, però, tenere conto dell'esposizione già acquisita al momento della conclusione di nuove operazioni derivate. Nel caso di una prima operazione, questa può essere conclusa con una sola controparte. L'ente dovrà, con le operazioni successive, procedere ad equilibrare la sua esposizione, tendendo gradualmente all'obiettivo del 25%. Per controparti appartenenti ad uno stesso gruppo, il limite del 25% deve essere riferito all'intero gruppo. Considerata, infine, la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività in derivati, si raccomanda che gli enti destinatari del decreto n. 389 del 2003, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con delibera del 1° luglio 1998 e successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al «Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari» allegato al predetto Regolamento CONSOB.»

Importantissima risulta la prescrizione contenuta nell'art. 3 della Circolare, riguardo ai contratti sopra citati, che devono essere perfezionati esclusivamente nella formula *plain vanilla*, ovvero nella forma più elementare, con il conseguente divieto di dare vita a derivati complessi.

Evidentissima, anche in questo caso, l'esclusione di finalità speculative nelle operazioni in derivati.

Merita infine attenzione la raccomandazione inoltrata dal Ministero agli Enti destinatari della Circolare a "fare riferimento" a quella che possiamo definire la normativa tecnica di settore, ovvero il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) ed i successivi regolamenti emanati dalla Consob, considerata la "particolare caratteristica di rischiosità" connessa alle operazioni in derivati.

Si tratta di riferimenti e raccomandazioni che forse il legislatore avrebbe dovuto includere in un testo normativo a tutti gli effetti e non in una semplice circolare, una volta avuto modo di constatare l'importanza e la delicatezza del problema.

L'attenzione sul tema dei c.d. "derivati pubblici" si è comunque intensificata nel corso degli ultimi anni, in concomitanza con la nascita di veri e propri scandali finanziari derivanti dalla diffusione di massa tra il pubblico dei risparmiatori di strumenti aventi un altissimo grado di rischiosità, da cui ha avuto origine un'impressionante serie di contenziosi, tutt'ora in corso, che vede i risparmiatori contrapposti agli intermediari finanziari.

Si inserisce in questo complicato contesto tutta la successiva produzione normativa in materia di derivati pubblici ed Enti locali, nonché tutta l'attività di prevenzione posta in essere dagli organi di controllo, la serie di audizioni predisposte dalla Camera dei Deputati (VI Commissione Finanze) volte a fare il punto della situazione sull'utilizzo, sulla diffusione dei contratti derivati e su tutte le "problematiche" relative al collocamento degli stessi.

I successivi interventi normativi sono rappresentati dalle disposizioni (articolo unico, comma 736) della Legge finanziaria 2007 (l. 27 dicembre 2006, n.

296), la quale stabiliva quattro importanti criteri, *rectius*, limiti<sup>250</sup> riferibili all'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali. Prescrizioni normative che possiamo tranquillamente considerare espressione del clima di "attenzione" sopra descritto.

La stessa Legge finanziaria 2007 (articolo unico, comma 737) apportava delle modifiche importanti all'articolato della citata Legge finanziaria 2002 (l. 448/2001), aggiungendo all'art. 41 i commi 2-*bis* e 2-*ter*.

Il comma 2-*bis* letteralmente poneva a carico di tutti gli Enti locali l'obbligo di trasmissione al Dipartimento del Tesoro di tutti i contratti con cui si "pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati."

La *ratio* della norma in esame può essere identificata nella ricerca di maggiore trasparenza nelle operazioni contrattuali in derivati, ma soprattutto nell'esigenza di monitorare costantemente, fin dalla fase embrionale, la conclusione dei contratti, esigenza talmente marcata che l'obbligo di trasmissione imposto agli Enti aveva addirittura un carattere preventivo, in quanto doveva avvenire, in base al dettato della norma "prima della sottoscrizione degli stessi".<sup>251 252</sup>

Ancora, la norma non si limitava ad imporre un obbligo di preventiva trasmissione dei contratti da sottoscrivere al Dipartimento del Tesoro, ma elevava

---

<sup>250</sup> Vedi articolo unico l. 27 dicembre 2006, n. 296, comma 736, il quale stabilisce che le operazioni in strumenti derivati "devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito ed alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato" e possono essere concluse "solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avuto riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti."

<sup>251</sup> Si veda in proposito G. DE MARCO, *Il quadro normativo*, cit., p. 16. Secondo l'A. : "In mancanza di ogni indicazione del termine entro cui inviare la documentazione (ci si può anche chiedere se sia sufficiente il solo invio o se la documentazione debba comunque pervenire prima della stipula), nulla sembrerebbe vietare una trasmissione pressoché contestuale alla stipula (si pensi, in prospettiva, all'utilizzo delle tecnologie e, segnatamente all'invio telematico un attimo prima della sottoscrizione)."

<sup>252</sup> In merito all'obbligo di trasmissione preventiva, con riferimento ai profili temporali dello stesso, si veda C. conti, sez. contr. Lombardia, del 596, 26 ottobre 2007, in *Azienditalia*, 2008, p.144 e ss. : "[...] regola di prudenza avrebbe dovuto indurre l'Amministrazione a dar corso all'operazione solo dopo che fosse trascorso un tempo sufficiente alla verifica di regolarità contabile ed alla mancanza di elevati rischi per l'ente, mentre nel caso di specie risulta che l'ente abbia inviato al Dipartimento i documenti lo stesso giorno in cui ha concluso il contratto."

tale trasmissione ad elemento imprescindibile, necessario per il perfezionamento dell'operazione negoziale.

Alla mancata trasmissione dei contratti da parte degli Enti locali, veniva infatti ricollegata una sanzione di stampo civilistico, ovvero l'inefficacia degli stessi.

Il legislatore, senza mezzi termini, configurava la preventiva trasmissione dei contratti come "elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi".

Sembrirebbe eccessivo parlare di invalidità, posto che il contratto, seppure non preventivamente trasmesso, nascerebbe valido a tutti gli effetti, non presenterebbe cioè alcun vizio genetico o funzionale, ma piuttosto un'imprecisione procedurale.

Il comma 2-ter della l. 448/2001 stabiliva infine che tutte le operazioni eseguite in difformità da quanto prescritto dovessero essere sottoposte all'attenzione della Corte dei Conti, "per l'adozione di provvedimenti di sua competenza".

Infine, la Legge finanziaria 2007 (articolo unico comma 738) prevedeva, sempre a carico degli Enti pubblici, l'obbligo di conservare "per almeno cinque anni, appositi elenchi aggiornati contenenti i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento effettuate ai sensi della normativa sopra citata."

E' innegabile come la formulazione della norma desse adito a qualche perplessità e denotasse una certa sfiducia di base del legislatore nei confronti degli Enti pubblici coinvolti in operazioni in derivati e nella capacità degli stessi di tenere un'ordinata documentazione delle operazioni stesse.<sup>253</sup>

---

<sup>253</sup> In questo senso vedi G. DE MARCO, *Il quadro normativo*, cit., p. 18. Secondo l'A. : "La formulazione della norma (che denota una certa sfiducia nei confronti degli enti territoriali, dando quasi per scontato che, altrimenti, essi non terrebbero ordinata memoria delle operazioni segnalate) suggerisce una precisazione e suscita alcune perplessità. La precisazione riguarda il contenuto dell'elenco e, segnatamente cosa debba intendersi per normativa sopra citata; dovrebbe trattarsi, a logica, di tutte le operazioni monitorate ai sensi del citato art. 41 della Finanziaria 2002 (l. 448/2001) e relativa disciplina d'attuazione (in questo senso si esprime il Ministero nella menzionata circolare del 31 gennaio 2007). Le perplessità riguardano, da un lato, la tecnica legislativa, che ambiguamente fissa un termine almeno quinquennale e neppure spiega se detto termine decorra autonomamente per ciascuna operazione registrata in elenco o in ipotesi, per ciascun elenco qualora si tratti ad esempio di un elenco annuale che raccoglie i dati di tutte le operazioni vive nel corso dell'esercizio). Ancor più grave è il fatto che la norma ometta ogni riferimento al termine

L'evoluzione normativa in materia di contratti derivati pubblici nel periodo di tempo esaminato, è stata quindi contrassegnata da un clima di sfiducia generale e di apprensione, che ha visto interventi mirati a limitare l'utilizzo di tali contratti e a renderne più trasparente e più monitorato possibile lo stesso.

Ulteriore esempio di tale *trend* legislativo è rappresentato dalla l. n. 244 del 2007 (Legge finanziaria 2008), la quale, oltre a ribadire ancora una volta l'esigenza di effettuare tutte le operazioni in derivati sotto il segno della massima trasparenza, per la prima volta impone agli enti un limite riguardo l'*an* della conclusione del contratto, assegnando agli organi preposti una funzione che trascende il semplice controllo e monitoraggio e che si estrinseca in una "pesante ingerenza autoritativa nel processo di formazione della volontà negoziale"<sup>254</sup>.

Importantissima, seppure inizialmente rimasta inattuata, la previsione di cui al comma 383 della norma in esame<sup>255</sup>, che prescriveva all'Ente che si andava a concludere un contratto derivato il rilascio di un'attestazione con la quale avrebbe dovuto dare atto di avere preso adeguatamente in considerazione i rischi connessi all'operazione da intraprendere.

Tale previsione verrà trasfusa in modo, come vedremo, alquanto drastico, nel corpo della Legge finanziaria per il 2009.

Si tratta di un esempio di norma che introduce un principio di

---

iniziale di decorrenza dei 5 anni, sicché (stando al mero tenore letterale della stessa) sembrerebbe quasi che il dies a quo coincida con l'apertura dell'operazione o con la comunicazione al tesoro; sul punto, peraltro, è già intervenuto il chiarimento ministeriale (circolare del 31 gennaio 2007) nel senso che l'elenco va conservato, come pare logico, per cinque anni a dalla scadenza finale dell'operazione (ma questo farebbe supporre che ciascuna operazione abbia un suo elenco separato che ne registra le vicende)."

<sup>254</sup> L'espressione è di E. GIRINO, *Contratti derivati*, cit., p. 409.

Vedi art. 1, commi 381-384 legge 21 dicembre 2007, n. 244: "381. I contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza. 382. I contratti di cui al comma 381 devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto. 383. La regione o l'ente locale sottoscrittore degli strumenti finanziari di cui al comma 381 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività.

384. Il rispetto di quanto previsto ai commi 382 e 383 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti. In caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto al comma 382 o al comma 383, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza."

<sup>255</sup> Cfr., nota 26 per la disposizione normativa.

autoresponsabilità per gli Enti contraenti.

## 2.6. La normativa attuale

Il percorso volto alla ricostruzione del panorama normativo in materia di contratti derivati pubblici che, seppure per sommi capi, si è tentato di tracciare, culmina con la disamina della normativa attualmente in vigore<sup>256</sup>, ovvero, la l. 22 dicembre 2008, n. 203.<sup>257</sup>

La nuova disposizione conferma sostanzialmente il *trend* riscontrabile in tutti gli altri precedenti interventi in materia di contratti derivati sottoscritti da Enti locali, dettati da un'esigenza di limitare l'uso di tali strumenti negoziali e sottoporre tutte le operazioni perfezionate a stretta vigilanza, in ossequio alla trasparenza e alla chiarezza, rese ancora più necessarie vista la lacunosità e l'essenzialità delle disposizioni della Legge finanziaria per il 2002, che aveva probabilmente aperto la strada ad "usi distorti della finanza creativa".<sup>258</sup>

La norma in analisi stabilisce innanzitutto il divieto per gli Enti territoriali di emettere obbligazioni di tipo *bullet*, ovvero, come visto, obbligazioni che prevedevano il rimborso del capitale in unica soluzione, alla scadenza.<sup>259</sup> Tale possibilità era stata introdotta dalla legge finanziaria 2002, che aveva ricollegato

---

<sup>256</sup>La disposizione normativa in analisi, il cui art. 3 è, in modo forse emblematico, rubricato "Ulteriori norme in tema di tutela della finanza pubblica", apporta significative modifiche all'articolato del precedente testo normativo in materia di contratti derivati. Al comma 1 viene infatti stabilito: "l'art. 62 del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, è sostituito dal seguente: <<Art. 62- (Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali) - 1. Le norme del presente articolo costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica e hanno il fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica ai sensi degli articoli 117, comma 2, lett. e), e comma 3, 119, comma 2 e 120 della Costituzione. E disposizioni del presente articolo costituiscono altresì norme di applicazione necessaria."

<sup>257</sup> Per un commento della normativa in esame si rimanda a L. MIOTTO, *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica: gli equilibri indicati dalla Legge finanziaria 2009*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, p. 327 e ss.

<sup>258</sup> L'espressione è di L. MIOTTO, *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica*, cit., p. 328.

<sup>259</sup> Vedi art. 3, comma 2, l. 22 dicembre 2008, n. 203: "Alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. Per tali enti, la durata di una singola operazione di indebitamento, anche se consistente nella rinegoziazione di una passività esistente, non può essere superiore a trenta né inferiore a cinque anni."



all'operazione l'obbligo per gli Enti di costituire un fondo di ammortamento o di stipulare uno *swap* per l'ammortamento del debito, il tutto, in contemporanea con l'emissione del prestito obbligazionario.

La conclusione del contratto di *swap*, collegato alla passività sottostante ed avente la funzione di ristrutturare il debito, era un classico esempio di obbligo a contrarre posto dal legislatore direttamente in capo all'Ente pubblico contraente.

Nulla stabiliva invece, il legislatore del 2002, riguardo la sorte del fondo di ammortamento, alternativa alla conclusione dello *swap*.<sup>260</sup>

L'esigenza di frenare un uso improprio dei contratti derivati, di supplire alle lacune della precedente normativa e, una volta di più, di privare gli enti locali della troppa libertà di iniziativa di cui godevano, in virtù proprio delle stringate previsioni della legge, appare evidente nelle disposizioni dell'art. 3, comma 3 della Legge finanziaria 2009, il quale demanda agli organi di controllo, Ministero dell'economia e delle finanze, Banca d'Italia e Consob, il compito di individuare le tipologie di contratti derivati che gli enti possono stipulare.<sup>261</sup>

Il Legislatore sottrae agli Enti l'autonomia contrattuale che aveva loro

---

<sup>260</sup> Secondo L. MIOTTO, *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica*, cit., p. 332: "Il modello dell'accantonamento soffriva peraltro di evidenti limiti, attinenti anzitutto al silenzio della legge circa la gestione delle risorse versate nelle more, quindi al fattore rischio, che per quanto allocato in capo a più operatori finanziari, poneva l'accento sulla possibile insolvenza dell'intermediario prescelto e sulla conseguente esposizione dell'ente a fronteggiare l'eventuale inadempienza nei confronti degli obbligazionisti. A contrastare tale lacuna rimaneva quindi la sola autonomia contrattuale, e di tanto si avvedeva la magistratura contabile che, allo scopo di contenere l'assunzione dei rischi stabiliva che l'ente il quale intendesse privarsi della disponibilità del fondo dovesse negoziare forme di garanzia specifiche in ordine alla restituzione dell'intero capitale alla data di scadenza del prestito obbligazionario. La circostanza che fosse consegnata alla sola diligenza degli organi di governo locale la tutela effettiva dei fondi accantonati evidenziava, però, un contesto normativo a maglie forse eccessivamente larghe".

<sup>261</sup> Vedi art. 3, comma 3, l. 22 dicembre 2008, n. 203: "Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti da emanare ai sensi dell'art. 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, d'intesa, per i profili di interesse regionale, con la Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e Bolzano, individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che gli enti di cui al comma 2 possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contatti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere."

concesso, forse per imprecisione, con le disposizioni della legge finanziaria del 2002, spingendosi fino a vietare completamente la stipulazione di contratti derivati, almeno fino all'entrata, allo stato degli atti, e fino all'entrata in vigore del citato regolamento Ministeriale che ancora non ha visto la luce.

Attualmente quindi, la stipulazione dei contratti derivati è vietata per gli Enti pubblici.<sup>262</sup>

Una delle disposizioni più interessanti ed importanti della Legge finanziaria 2009 è senza dubbio rappresentata dall'art. 3, comma 4, che sostanzialmente richiede agli Enti un rilascio di "autocertificazione" attestante la conoscenza dei rischi, riprendendo così una disposizione già contenuta nella finanziaria per il 2008, rimasta, come detto, lettera morta e trasformandola addirittura in elemento essenziale della fattispecie contrattuale.

Infatti: "Ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente derivata, il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto per l'ente pubblico attesta per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi".<sup>263</sup>

L'importanza dell'attestazione di conoscenza dei rischi in materia di operazioni in derivati rilasciata dagli Enti pubblici appare ancora più evidente nel momento in cui si considera il tipo di sanzione che il legislatore ha ricollegato all'inosservanza della prescrizione normativa: "Il contratto relativo a strumenti finanziari derivati o il contratto di finanziamento che include una componente derivata stipulato dagli enti di cui al comma 2 in violazione delle disposizioni previste dal regolamento emanato in attuazione del comma 3 o privo dell'attestazione di cui al comma 4, è nullo. La nullità può essere fatta valere solo dall'ente".

---

<sup>262</sup> Art. 6, comma 2 d.l. 112/2008: "Agli enti di cui al comma 2 è fatto divieto di stipulare, fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contatti relativi agli strumenti finanziari derivati. Resta ferma la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, con la finalità di mantenere la passività corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura."

<sup>263</sup> Così testualmente art. 3, comma 4, l. 22 dicembre 2008, n. 203.

La sanzione civilistica è quella estrema della nullità. Sostanzialmente non importa che il contratto sia concluso perfettamente e che non presenti vizi di natura genetica o funzionale: la mancata attestazione di conoscenza del rischio da parte dell'Ente pubblico rende il contratto nullo.

In base a tale assunto se ne deduce che il contratto, in quanto nullo, sarebbe assolutamente improduttivo di effetti ed insuscettibile di convalida, per cui non gioverebbe neppure un rilascio di attestazione tardivo da parte dell'ente.

La nullità inoltre, sulla base di una disposizione che quasi ricalca quella contenuta nel Codice del consumo<sup>264</sup>, può essere fatta valere solamente dall'Ente. Si tratta di un tipo di nullità speciale, di protezione, che nell'ambito del Codice del consumo persegue l'evidente scopo di offrire la massima tutela al soggetto individuato come contraente debole, ovvero il consumatore, contrapposto all'imprenditore.

Sembra quindi che il Legislatore, con la disposizione contenuta nella Legge finanziaria 2009, abbia voluto conferire agli Enti pubblici, in caso di conclusione di contratti derivati, lo *status* di parte debole del rapporto.

Sempre riconnesso ad un'esigenza di trasparenza e sicurezza, appare il disposto del successivo comma 6, che vieta<sup>265</sup> sostanzialmente agli Enti pubblici la stipula dei contratti derivati fino all'entrata in vigore dell'emanando regolamento di cui al comma 3, che, allo stato non ha ancora visto la luce, e

---

<sup>264</sup> Vedi art. 36, d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del Consumo) - Nullità di protezione: "Le clausole considerate vessatorie ai sensi degli articoli 33 e 34 sono nulle mentre il contratto rimane valido per il resto. 2. Sono nulle le clausole che, quantunque oggetto di trattativa, abbiano per oggetto o per effetto di: a) escludere o limitare la responsabilità del professionista in caso di morte o danno alla persona del consumatore, risultante da un fatto o da un'omissione del professionista; b) escludere o limitare le azioni del consumatore nei confronti del professionista o di un'altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di adempimento inesatto da parte del professionista; c) prevedere l'adesione del consumatore come estesa a clausole che non ha avuto, di fatto, la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto. 3. La nullità opera soltanto a vantaggio del consumatore e può essere rilevata d'ufficio dal giudice. 4. Il venditore ha diritto di regresso nei confronti del fornitore per i danni che ha subito in conseguenza della declaratoria di nullità delle clausole dichiarate abusive. 5. È nulla ogni clausola contrattuale che, prevedendo l'applicabilità al contratto di una legislazione di un Paese extracomunitario, abbia l'effetto di privare il consumatore della protezione assicurata dal presente titolo, laddove il contratto presenti un collegamento più stretto con il territorio di uno Stato membro dell'Unione europea."

<sup>265</sup> Vedi G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, p. 105. Secondo l'A. anche una volta caduto l'attuale divieto di stipulare ed emanato il regolamento ministeriale che si attende, gli enti godranno comunque di un'"libertà vigilata".

comunque per un anno a decorrere dall'entrata in vigore delle disposizioni normative, e del comma 7, che prescrive la trasmissione mensile della documentazione afferente ai contratti stipulati alla Corte dei conti, da effettuarsi a cura del Ministero dell'economia e delle finanze.<sup>266</sup>

Resta in vigore l'obbligo, avente, come visto sopra, carattere preventivo, prescritto dalla normativa previgente, di trasmettere i contratti stipulati alla Corte dei Conti che così, in base al combinato disposto della norma contenuta nella finanziaria 2009 e nel precedente testo legislativo, si trova ad avere a disposizione non solamente il testo contrattuale, ma anche tutta la documentazione ad esso afferente.

Con la normativa attualmente vigente, emerge chiaro l'intento del Legislatore di caricare le operazioni in derivati di maggiore responsabilità, *rectius* autoresponsabilità sul versante degli Enti pubblici, enfatizzata dalla pesante sanzione civilistica della nullità che discende dall'inosservanza dei precetti normativi; di potenziare il sistema dei controlli e di improntare le operazioni stesse al massimo della trasparenza possibile.

Un'esigenza derivante, come più volte detto, dalla eccessiva permissività della normativa originaria, ovvero quella Legge finanziaria del 2002 che aveva concesso agli Enti pubblici la possibilità di concludere contratti derivati ad ampio raggio.

---

<sup>266</sup> Vedi art. 3, comma 6, l. 22 dicembre 2008, n. 203: "Agli enti di cui al comma 2 è fatto divieto di stipulare, fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente alla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati. Resta ferma la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura".

Comma 7: "fermo restando quanto previsto in termini di comunicazione ai sensi e per gli effetti dell'art. 41, commi 2-bis e 2-ter, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, il Ministero dell'economia e delle finanze trasmette altresì mensilmente alla Corte dei conti copia della documentazione ricevuta in relazione ai contratti di cui al comma 3".

## **CAPITOLO III: ALCUNE PROBLEMATICHE TIPICHE SOTTESE ALLA STIPULAZIONE DEI CONTRATI DERIVATI.**

### **3.1. Prospettive di indagine.**

Nel presente capitolo si prenderanno in esame alcune particolari problematiche, riferibili al lato puramente contrattuale e civilistico delle operazioni.

L'analisi si concentrerà prevalentemente sulle problematiche che hanno destato maggiore interesse tra gli interpreti e che sono state oggetto di pronunce giurisprudenziali nel corso della fase del contenzioso che ha da sempre contraddistinto in modo considerevole le operazioni in derivati, ma sostanzialmente tutte le operazioni di intermediazione finanziaria.

Si tratta di problemi attinenti all'apparato rimediale che consegue alla violazione di quelle norme di condotta che abbiamo visto essere contenute nel corpo della normativa tecnica di settore e destinate agli intermediari finanziari; il problema relativo al trattamento del cliente-investitore che dichiara di essere, a monte, operatore qualificato.

Si procederà inoltre alla analisi di alcuni aspetti tipici, che sono connessi all'uso dei derivati ed in particolare ai derivati pubblici, come le conseguenze della rinegoziazione delle operazioni originarie poste in essere tra ente locale ed intermediario e l'erogazione dell'*up-front payment*.

L'elemento costante che l'interprete può riscontrare nel corso dell'analisi è l'assenza pressoché totale di soluzioni che possano definirsi univoche o pacifiche in relazione alle sunnominate problematiche.

Nella maggior parte dei casi ci si trova di fronte a soluzioni differenti, dettate da linee interpretative spesso agli antipodi, a conferma della particolare complessità tecnica e giuridica delle operazioni contrattuali in analisi, della normativa di riferimento, che si dimostra particolarmente criptica in alcuni punti e alquanto stratificata.

Un rimedio, o quantomeno un correttivo alle citate problematiche, dovrebbe giungere dalle modifiche intervenute nella normativa tecnica di settore, operate, come più volte ricordato, a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, testo normativo improntato alla armonizzazione della articolata disciplina dell'intermediazione finanziaria in ambito comunitario, alla semplificazione della stessa e dall'introduzione di precetti normativi improntati alla massima trasparenza ed alla tutela della parte contraente più debole, rappresentata dall'investitore "inesperto".

### **3.2. La "diatriba"<sup>267</sup> sul rilascio della dichiarazione di operatore qualificato.**

Il problema nasce sotto il vigore del precedente Regolamento intermediari, attualmente abrogato, a seguito dell'introduzione del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, atto normativo per mezzo del quale è avvenuto il recepimento della Direttiva Mifid.

La disposizione normativa che, in sede applicativa ma soprattutto contenziosa, ha causato numerosi problemi interpretativi, era l'art. 31 del precedente Regolamento Intermediari (RI 11522/98), relativa al rilascio della dichiarazione di operatore qualificato.<sup>268</sup>

---

<sup>267</sup> L'espressione è di E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 308.

<sup>268</sup> Vedi art. 31, Regolamento Intermediari: (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori): "A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lett. e), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lett. b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lett. b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. 2.

2. 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<sup>o</sup> settembre 1993, n. 385, 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

In sostanza, il cliente che sottoscriveva la dichiarazione *ex art. 31* sotto forma di clausola inserita nel corpo del contratto, veniva inquadrato dall'intermediario finanziario come "operatore qualificato", con tutta una serie di importanti conseguenze in relazione al contegno tenuto dall'intermediario stesso nel corso dello svolgimento del rapporto contrattuale.

Si creavano così due grandi classi differenti di investitori, da un lato i clienti "*retail*, in ragione di tale qualificazione e del diverso grado di asimmetria informativa sussistente"<sup>269</sup>, che potremmo, con un termine atecnico, definire investitori "comuni", dall'altra, proprio in virtù della sottoscrizione della dichiarazione sopra menzionata, gli operatori qualificati, investitori, in un certo senso, professionali con precedente esperienza e dimestichezza con il mondo dell'intermediazione finanziaria.

Nei rapporti con un investitore *retail* l'intermediario finanziario era tenuto a rispettare interamente le norme di protezione incardinate nella normativa tecnica di settore, senza alcuna esenzione.

Al contrario, nei rapporti con una controparte che si dichiarava operatore qualificato, l'intermediario non era tenuto al rispetto di alcuni importanti precetti comportamentali.<sup>270</sup>

La conseguenza della sottoscrizione della dichiarazione *ex art. 31*, e della relativa attestazione effettuata dal cliente in ordine al possesso delle caratteristiche di operatore qualificato, erano fonte, per lo stesso, di un detrimento della tutela, giustificata dalla professionalità dichiarata.

---

competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante."

<sup>269</sup> Vedi F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei clienti*, cit., p. 84.

<sup>270</sup> In particolare l'Intermediario non era tenuto a segnalare l'esistenza di un conflitto di interessi, sorto in relazione ad un'operazione intrapresa con il cliente, era conseguentemente tenuto ad astenersi dal compierla in mancanza di autorizzazione espressa. (art. 27 del vecchio Regolamento Intermediari). Non trovavano applicazione le norme dettate in tema di inadeguatezza delle operazioni (art. 28), né quelle relative agli obblighi di informazione attiva e passiva (art. 29). Differente era anche l'applicazione del principio della *best execution* (art. 32). L'art. 23 Tuf inoltre attribuiva alla Consob il potere di escludere il rispetto della prescrizione formale in caso di contratto sottoscritti tra intermediario e operatore qualificato. Sarebbe stato possibile inoltre, sottoscrivere un contratto quadro con operatore qualificato anche senza il rispetto del contenuto minimo previsto per lo stesso (art. 37).

Operatore qualificato ed intermediario venivano a trovarsi praticamente sullo stesso piano nell'ambito del rapporto contrattuale.<sup>271</sup>

Operatori qualificati venivano considerati, oltre a tutti quei soggetti completamente parificabili ed assimilabili agli stessi intermediari finanziari<sup>272</sup>, anche “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.”<sup>273</sup>

Rileva come in molti casi gli enti locali, ovviamente catalogabili come persone giuridiche, nell'ambito delle operazioni in derivati effettuate con gli intermediari finanziari, abbiano rilasciato, per mezzo del relativo legale rappresentante, la dichiarazione ex art. 31, con tutte le conseguenze che abbiamo precedentemente evidenziato in relazione alla minore ampiezza della tutela offerta dagli intermediari nell'ambito del rapporto contrattuale.

Nel caso in cui la dichiarazione rilasciata effettivamente rispecchiava il reale stato delle cose, ovvero la competenza, la professionalità e l'esperienza

---

<sup>271</sup> Vedi B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., 87: “La ratio della previsione dell'art. 31 risiede nella possibilità di consentire a soggetti dotati dello stesso livello di professionalità di contattare nel mercato finanziario in modo più rapido ed efficiente e quindi, per dirla sinteticamente, in un eccezionale corridoio di ridotta trasparenza, informazione ecc... Questo in quanto la perizia professionale e l'esperienza consentono loro di agire e raggiungere risultati uguali (o che dovrebbero essere uguali) a quelli che avrebbero potuto conseguire con le regole dettate per gli altri operatori, regole che, pertanto, in considerazione della loro capacità particolarmente qualificata di operare, costituiscono per essi, nella sostanza, un inutile orpello.”

<sup>272</sup> F. SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), Sez. II, *Dottrina, opinioni e interenti*, doc. 33, p. 7: “L'approccio della Commissione è chiaro. Da una parte si individuano ex ante e con precisione determinate categorie di soggetti che si presumono (si tratta di presunzione *juris et de jure*) investitori professionali, ergo non bisognosi di protezione. Dall'altra, per le società o persone giuridiche che non rientrano nella prima categoria di soggetti, si utilizza un parametro di riferimento che sposta *ex post* la valutazione della professionalità. Spetta, infatti, all'autorità giudiziaria il compito di selezionare il tipo di, utilizzando, in particolare, la clausola della buona fede, ed avendo riguardo agli interessi sottesi alla fattispecie di riferimento.”

<sup>273</sup> Così testualmente art. 31, comma 2 RI 11522/98.



maturata dall'ente nel campo dell'intermediazione finanziaria<sup>274</sup>, *nulla questio*; inconvenienti e problemi interpretativi sono sorti, anche nella fase del successivo contenzioso, nel momento in cui la dichiarazione risultava mendace, in tutti i casi in cui il soggetto, pur avendola rilasciata, non era effettivamente dotato dei requisiti per poter essere considerato operatore qualificato.

Investitori che avevano in precedenza rilasciato la citata dichiarazione, si rivelavano in realtà del tutto estranei alla realtà dell'intermediazione finanziaria ed alle operazioni in derivati e spesso, sprovvisti delle necessarie competenze tecnico-giuridiche necessarie per un proficuo e corretto utilizzo di tali strumenti negoziali.

Allo stato, con specifico riferimento ai contratti derivati sottoscritti dagli enti pubblici locali, il testo normativo di riferimento<sup>275</sup>, contiene una norma costruita sulla falsariga del vecchio art. 31.

Si tratta dell'art. 62, del d.l. 112/08, così come modificato ed integrato dalla l. 303/08 (Legge finanziaria per il 2009), il quale, al comma 4, prescrive chiaramente:

“Ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente derivata, il soggetto competente

Al momento della sottoscrizione del contratto l'ente pubblico attesta per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi.”

La norma sanziona dal punto di vista civilistico il mancato rilascio della dichiarazione di cui sopra al massimo grado, ovvero con la nullità del contratto, relativa, in quanto può essere fatta valere solamente dall'ente.

---

<sup>274</sup> Cfr. F. SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, cit., p. 8: “In primo luogo, giova puntualizzare, a scanso di inutili equivoci, che il concetto di competenza ed esperienza, che riecheggia nella disposizione richiamata, è intimamente connesso a quello di professionalità: è quindi necessario che la società e/o la persona giuridica da una parte siano dotate di risorse umane ed organizzative a ciò preposte e dall'altra e dall'altra che abbiano maturato nel tempo (e non solo occasionalmente) una competenza ed esperienza in materia finanziaria. Solo in presenza di tali requisiti, l'ente può, nel rispetto della norma richiamata, essere considerato operatore qualificato ai sensi di legge.”

<sup>275</sup> Per la disamina della normativa di settore si rimanda al cap. II.

Si tratta di un ulteriore esempio di fattispecie di nullità di protezione, esattamente come il caso dell'art. 23 Tuf, in materia di forma dei contratti di intermediazione.

Siamo di fronte ad una norma particolarmente severa, intervenuta in quella fase che abbiamo visto essere caratterizzata da attenzione e da diffidenza nei confronti delle operazioni negoziali in derivati effettuate dagli enti locali.

Daremo comunque conto delle linee interpretative seguite dalla giurisprudenza in relazione alla dichiarazione ex art. 31 di cui al vecchio Regolamento Intermediari, in quanto la maggior parte del contenzioso oggi in essere è nato sotto il vigore di tale disposizione normativa e quindi prima della Mifid e della l. 303/2008, testo normativo attualmente di riferimento in materia di derivati pubblici.

Nel fase del contenzioso sostanzialmente si attaccava l'attendibilità della dichiarazione a suo tempo rilasciata, forse, in alcuni casi, con troppa leggerezza.<sup>276</sup>

A riguardo si evidenzia come la dichiarazione ex art. 31 non era altro che una clausola inserita nel documento contrattuale che il contraente sceglieva di sottoscrivere senza alcun obbligo; poteva, sostanzialmente, anche non rilasciare la relativa dichiarazione avvalendosi così, come investitore *retail*, di una tutela piena ed assoluta da parte dell'intermediario nel corso del rapporto negoziale.<sup>277</sup>

---

<sup>276</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 311: "in concreto accadde che una moltitudine di imprese di piccole e medie dimensioni finirono con il rilasciare la dichiarazione e sottoscrivere contratti derivati di cui non conoscevano minimamente natura, struttura e rischi. Il contenzioso – alimentato, occorre non ignorarlo, tanto da soggetti ingenuamente intrappolati da un perverso meccanismo autocertificativo, quanto da coloro che, viceversa lo avevano perfettamente intuito, ma trovarono comodo cavalcare la tigre dell'ignoranza presunta – esplose nel momento in cui moti derivati (soprattutto *interest rate swap* più o meno sofisticati) incominciarono a registrare significative perdite per le controparti non bancarie."

<sup>277</sup> Un'attenta dottrina offre una differente ricostruzione facendo notare come "[...] Proprio in considerazione del carattere così elevatamente pregiudizievole di queste operazioni, risulterebbe conseguente e del tutto logico attendersi che lo svolgimento e l'attuazione dell'operazione fossero accompagnate dall'applicazione di una disciplina di ampia ed efficace tutela, che garantisca al cliente un protezione addirittura superiore, ma comunque non inferiore a quella ad esso riconosciuta, quando effettua operazioni di investimento in strumenti finanziari in considerazione che il rischio in questo caso non è la perdita parziale o totale dell'investimento patrimoniale effettuato, bensì lo stesso venir meno dello status di cliente e la riduzione di questi nel ruolo di debitore bancario in sofferenza (come si duole, dire

Ovviamente ci si aspetterebbe, da parte di chi rilascia una dichiarazione nell'ambito di un rapporto contrattuale o in generale giuridico, un minimo di auto-responsabilità.

Il rilascio di una dichiarazione mendace integrerebbe inoltre, a parere di chi scrive, un contegno assolutamente contrario a buona fede *ex art. 1175 c.c.*<sup>278</sup>

Dalla disamina della fase contenziosa, incentrata, come detto, sulla messa in discussione dell'attendibilità della dichiarazione a suo tempo rilasciata, si evincono diverse linee giurisprudenziali, che si sono succedute nel tempo.

L'orientamento che possiamo considerare più datato tende a conferire al dato formale del rilascio della dichiarazione e ad "esasperare il principio di responsabilità"<sup>279</sup>, che per il soggetto di chiaramente diventa autoresponsabilità.

In sostanza, il soggetto dichiarante assumeva la veste di operatore qualificato per il solo fatto di avere rilasciato la corrispondente dichiarazione, a prescindere dalla veridicità della stessa.<sup>280 281</sup>

---

nel jargon bancario). Ma se si osserva il comportamento degli intermediari si scopre che, al contrario, esso – in modo assolutamente sistematico e generalizzato, si presenta volto a far sì che la partecipazione del cliente all'operazione sia caratterizzata, piuttosto che da una intensificazione delle tutele, addirittura dal fatto assolutamente costante che l'operazione contrattuale è costruita dall'intermediario attraverso modalità e previsioni attraverso le quali l'intermediario stesso intende realizzare l'operazione con la totale esclusione della tutela che la disciplina legislativa e regolamentare riconoscono al cliente nelle operazioni su strumenti finanziari. Come vedremo tale obiettivo è perseguito dagli intermediari attivi nelle operazioni in derivati attraverso la predisposizione di un contratto nel quale viene inserita una clausola nella quale il legale rappresentante della società dichiara che la stessa società operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del regolamento 11522 della CONSOB." Così, B. INZITARI, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), Sez. II, *Dottrina, opinioni e interventi*, doc. n. 87/2007, p. 2.

<sup>278</sup> In questo senso cfr. F. SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate*, cit., p. 33: "Per vero una lettura neutrale e sistematica della fattispecie normativa che ci occupa porta l'interprete a bilanciare gli interessi delle parti utilizzando le regole e i principi generali. In questa prospettiva, ad esempio è indubbio che l'intermediario finanziario, in base al dovere di diligenza professionale di cui all'art. 21, comma 1, lett. a) del TUF, sia gravato dell'onere di verificare nel merito la rispondenza tra il dato reale e quanto dichiarato dal legale rappresentante della società. Parimenti, quest'ultimo, ai sensi dell'art. 1176, comma 2, cod. civ., è tenuto a non rilasciare (negligentemente) dichiarazioni mendaci che possano pregiudicare l'interesse sociale; anche un comportamento reticente di quest'ultimo, che ingeneri in capo all'intermediario una falsa impressione sulla competenza ed esperienza maturata in materia finanziaria, che costui non sia in grado di verificare in altro modo, finirà per ritorcersi sulla stessa società, fermo restando l'azione di regresso nei confronti dell'amministratore cialtrone."

<sup>279</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 311.

Ne conseguiva che l'intermediario, in base alla linea interpretativa in analisi, era esonerato dal verificare concretamente l'effettiva veridicità della dichiarazione raccolta.<sup>282</sup>

Una linea giurisprudenziale successiva spostava invece la lente sull'intermediario, soggetto obbligato alla verifica in ordine alla veridicità di quanto attestato dal cliente al momento del rilascio della dichiarazione, non più sufficiente, da sola ad attestare lo *status* di operatore qualificato.

La dichiarazione *ex art. 31* veniva quindi considerata come una dichiarazione di scienza<sup>283</sup>, priva di valore e contenuto negoziale.

---

<sup>280</sup> Vedi Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, p. 809: "Allorchè la norma reputi un soggetto particolarmente qualificato per il ruolo ricoperto e gli attribuisca il potere di attestare certe sue conoscenze tecniche (non necessariamente collegate ad una esperienza specifica pregressa) ai fini di escludere l'adozione di normali cautele previste per chi non ha tali ruoli e tali conoscenze, non può porsi nel nulla tale dichiarazione da un contrario, e comunque sempre opinabile, avviso della banca, che suonerebbe come una confessione delle attestazioni altrui, una ipertutela a sostegno di chi si presenta come oggettivamente (per la carica) e soggettivamente (per la dichiarazione in sé), del tutto consapevole dei rischi che l'operazione richiesta implica."

<sup>281</sup> Dello stesso tenore, Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): "La veridicità della dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 reg. Consob da legale rappresentante della società con riferimento al fatto che la società sia munita di competenza ed esperienza in materia finanziaria è affidata alla autoresponsabilità di chi la rende ed è quindi idonea a sollevare l'intermediario da ogni verifica al riguardo." Trib. Milano, 7 aprile 2008, in *Corr. giur.*, 2008, p. 1749 e ss.: "Sotto la vigenza dell'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, gli intermediari finanziari - intrattenendo rapporti contrattuali con società o persone giuridiche che abbiano dichiarato per iscritto di essere operatori qualificati - non hanno l'obbligo di verificare la sussistenza del possesso della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni e strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante." App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Corr. giur.* 2008, p. 747 e ss.: "Il tenore letterale dell'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998 e la differente disciplina prevista per le persone fisiche e le società non rientranti nella prima categoria di soggetti in possesso dei requisiti di operatore qualificato debba essere documentato anche con riferimento alle società ed alle persone giuridiche in genere. Deve quindi escludersi che gli intermediari finanziari abbiano l'obbligo di verificare l'effettiva sussistenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante della società."

Trib. Forlì, 11 luglio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): "Con riferimento alla stipula di contratti swap, si deve ritenere che l'intermediario sia sollevato dagli obblighi informativi a suo carico e che non debba procedere all'accertamento in concreto di tali requisiti qualora la società contraente si dichiari operatore qualificato in possesso di specifica competenza ed esperienza in strumenti finanziari anche derivati ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 31 reg. Consob n. 11522/98. (fb)

<sup>282</sup> Vedi Trib. Milano, 20 luglio 2006, cit.: "La giurisprudenza di questo Tribunale esclude ogni genere di verifica di veridicità da parte della Banca sulla dichiarazione resa a fronte della più volte citata norma, lasciando al prudente apprezzamento del legale rappresentante, non diversamente che nella generalità dei casi in cui è abilitato, a impegnare la volontà del soggetto di cui ha la rappresentanza organica, la scelta se rendere o meno la dichiarazione cui la norma riconnette così delicati effetti."

Scompare ogni riferimento all'autoresponsabilità del cliente, anzi in un certo senso la linea interpretativa basata su tale criterio, viene letteralmente ribaltata.<sup>284</sup>

La tesi riportata è quella che ha incontrato maggiormente il favore della dottrina.<sup>285</sup>

---

<sup>283</sup> Vedi Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Soc.*, 2008, p. 755 e ss.: "Tale dichiarazione è una dichiarazione di scienza che non assume rilievo per sé, ma in quanto presuppone una preesistente situazione giuridicamente rilevante (un pagamento, un fatto a sé sfavorevole e favorevole alla controparte, un riconoscimento di figlio naturale, un elenco oggetto di inventario, i dati contabili contenuti in un bilancio, ecc.) Quando tale collegamento manca o non è puntualmente individuabile e determinabile, la dichiarazione o non dispiega alcun effetto per la radicale indeterminatezza di quanto dichiarato o, in radice, non assume alcun significato giuridicamente apprezzabile, perché tale da risolversi in una mera opinione personale."

<sup>284</sup> Vedi Trib. Novara, 18 gennaio 2007, cit.: "La dichiarazione attestante la qualifica di operatore qualificato, resa ai sensi dell'art. 31, reg. Consob, n. 11522, deve essere corroborata da elementi di positivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione protezione dell'investitore. Diversamente opinando si verrebbe ad ammettere che i diversi standard di comportamento degli intermediari siano ricollegabili non al requisito obiettivo della qualità ed esperienza professionale dell'investitore, bensì ad un giudizio autoreferenziale reso da questi, nel quale si prescinde da ogni concreta verifica del dato reale." Dello stesso tenore, Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): "La dichiarazione resa dall'operatore che si afferma essere qualificato deve rappresentare in maniera corretta e corrispondente a verità il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, e deve fare specificamente riferimento a fatti (non ad opinioni), effettivamente indicativi di tale competenza ed esperienza, altrimenti risolvendosi in una mera proclamazione autoreferenziale."

<sup>285</sup> Cfr. B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 94: "Quando l'ultima parte dell'articolo fa riferimento ad ulteriori soggetti, società e persone giuridiche, suscettibili di essere eccezionalmente ricompresi tra gli operatori qualificati, non stabilisce certo che essi sono tali per autodichiarazione del legale rappresentante, ma piuttosto, indica come primo criterio che le società o persone giuridiche debbono essere in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, e quindi specifica che tale capacità e competenza deve essere espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante. La sostanza della previsione regolamentare non risiede, pertanto, nel fatto che il legale rappresentante abbia dichiarato che la società è operatore qualificato, quanto nel fatto che la società sia realmente in possesso di quelle competenze e qualità. La dichiarazione del legale rappresentante in conclusione ha, secondo le previsioni della norma in parola, la funzione di manifestare all'esterno attraverso una dichiarazione ricognitiva redatta per iscritto, uno *status* che sussiste nella società, e che il legale rappresentante si limita a rendere percepibile all'esterno ma non è, né può essere attribuito da quest'ultimo di certo. Del resto la dichiarazione del legale rappresentante non può che essere strettamente ricognitiva di quella che è la realtà organizzativa e professionale della società, in quanto con tale dichiarazione è pacifico che non si dispone di diritti della società, bensì si rende possibile ai terzi conoscere una realtà interna alla società."; G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, p. 709 e ss.

Si giunge così alla terza linea interpretativa<sup>286</sup> giurisprudenziale, che si pone a mezza via tra la soluzione iniziale e più severa (per il cliente) dell'autoresponsabilità e quella successiva che invece finiva per svilire totalmente l'efficacia della dichiarazione *ex art. 31*, considerata come una mera dichiarazione di scienza.

L'obbligo di verifica dell'intermediario sussiste, ma è limitato agli elementi che l'intermediario stesso può valutare "*ictu oculi*"<sup>287</sup>, ovvero con facilità e che siano manifestamente evidenti nel momento in cui la dichiarazione viene rilasciata e raccolta dallo stesso.

La ricostruzione si incentra su "un obbligo di verifica condizionato alla disponibilità di elementi conoscitivi ricavabili *aliunde* dall'intermediario, suscettibili di ingenerare nel medesimo il convincimento che l'attestazione dell'operatore risulti non affidabile nel suo contenuto."<sup>288</sup>

Non mancano pronunce che individuano parametri utili per l'opera di verifica dell'intermediario in relazione al cliente dichiarante.<sup>289</sup>

---

<sup>286</sup> Vedi Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contratti*, 2007, p. 1093 e ss.: "L'espressa richiesta di una dichiarazione scritta da parte del comma 2 del citato articolo 31 regolamento Consob n. 11522/1998 non può essere svilita affermando l'irrilevanza di tale dichiarazione nel caso in cui non corrisponda all'effettiva esperienza del cliente, in quanto, appare evidente la volontà normativa di richiamare attraverso la scelta della forma scritta, l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione e di svincolare l'intermediario da un accertamento di fatto dai connotati obiettivamente incerti nell'attuale contesto normativo." La pronuncia continua specificando quale deve essere il ruolo dell'intermediario di fronte alla dichiarazione: " qualora l'intermediario, nel momento in cui riceve la dichiarazione, sia in grado di apprezzare la non corrispondenza della posizione effettiva dell'investitore, in quanto ne conosca l'ignoranza o l'inesperienza in materia di negoziazione degli strumenti finanziari, i doveri di diligenza professionale e il necessario rispetto delle comuni regole di correttezza escludono che l'intermediario stesso possa limitarsi a un comportamento meramente passivo, ma lo obbligano a informare il cliente quanto meno della particolare competenza richiesta dalle operazioni poste in essere e più in generale della stessa autocertificazione. In caso contrario, infatti, si potrebbe configurare una fattispecie di abuso del diritto da parte dell'intermediario e ipotizzare l'esperibilità da parte del cliente della *exceptio doli generalis*, idonea a superare l'esclusione dei doveri informativi prevista dal comma 1 del citato art. 31 regolamento Consob 11522/1998."

<sup>287</sup> Così, F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 90.

<sup>288</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 314.

<sup>289</sup> Vedi Trib. Vicenza, 17 agosto 2007, in *Corr. M.* 2008, p. 41 e ss.: "Una s.n.c. che, attraverso il suo legale rappresentante ha sottoscritto più volte derivati autocertificandosi operatore qualificato deve essere effettivamente considerata come tale." In senso negativo, Trib. Verona, 1 aprile 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): "la circostanza che un soggetto che abbia sottoscritto la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'art. 31 del reg. Consob n. 11522/98 sia stato definito cliente non professionale in occasione di altro rapporto con l'intermediario,

In una tale ottica, il rilascio di una dichiarazione autoreferenziale, effettuato in modo da ricalcare pedissequamente il dettato normativo, veniva considerato insufficiente, nell'ottica di un'effettiva verifica dell'intermediario e di un esercizio più agevole di tale potere.<sup>290</sup>

La terza linea interpretativa, basata sul compromesso tra i due precedenti estremi percorsi ermeneutici, viene accolta, in seguito, dalla giurisprudenza di legittimità<sup>291</sup> e da successive, ulteriori, pronunce di merito.<sup>292</sup>

---

può essere indice di non corrispondenza della dichiarazione con le caratteristiche effettive dell'investitore." Da ultimo si veda Trib. Torino, 13 giugno 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): "L'intermediario che opera con diligenza deve essere in condizione di verificare (ad esempio mediante gli specimen di firma) i poteri di colui che, in rappresentanza della società, sottoscrive la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31, regolamento Consob n. 11522 del 1998. Premesso che, in mancanza di valida sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31, regolamento Consob n. 11522 del 1998, l'intermediario ha l'onere di valutare di volta in volta l'adeguatezza dell'operazione compiuta dall'investitore, non può ritenersi adeguata la sottoscrizione di swap da parte di un'impresa che non era solita operare sui mercati finanziari, non avendo a tal fine rilevanza l'ammontare del fatturato della stessa.

<sup>290</sup> In questo senso, Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, I, p. 337 e ss. secondo la pronuncia la dichiarazione rilasciata dall'investitore non può limitarsi a ripetere il tenore letterale e della norma, ma deve contenere elementi tali effettivamente indicativi di tale esperienza e competenza. Trib. Trento, 5 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale la dichiarazione ex art. 31, reg. Consob 11522/1998 "deve avere per oggetto la comunicazione delle esperienze effettivamente possedute dal cliente così da consentire all'intermediario una corretta valutazione in ordine alla professionalità del soggetto; la dichiarazione che si limiti a ripetere il contenuto della disposizione legislativa si risolve in una semplice valutazione giuridica e non ha l'effetto di attestare l'esperienza effettiva."

<sup>291</sup> Vedi Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in *Foro it.*, 2010, p. 121 e ss. dall'analisi della pronuncia si evince la dicotomia tra i due pregressi orientamenti e la successiva adesione ad una via interpretativa intermedia. Da un lato si afferma: "Appare a riguardo evidente la *ratio* della norma in esame volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione e a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto tenuto anche conto che nella disposizione in esame non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto, a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro della veridicità della dichiarazione, riconducendo invece alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione." Dall'altro lato: "[...] 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 i 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 suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti (art. 116 c.p.c.) – può porre a

La citata tesi intermedia, che pone, a carico di intermediario ed investitore dei distinti e bilanciati obblighi di correttezza, appare, a parere di chi scrive, come la ricostruzione più in armonia con il principio di buona fede, che, in base al disposto delle clausole generali di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., deve impregnare lo svolgimento del rapporto obbligatorio e contrattuale.

Si tratta di un obbligo di buona fede oggettiva, un parametro utile per valutare il contegno di entrambe le parti nello svolgimento del rapporto sinallagmatico.

Costituisce un obbligo evidentemente bilaterale, basato su quel principio solidaristico, frutto della lettura costituzionalmente orientata (art. 2 Cost.) delle disposizioni codicistiche sopra citate.

In base a tale interpretazione, ciascuna parte si deve adoperare, attraverso uno sforzo accettabile e possibile, anche mediante il rispetto di obblighi che trascendono quelli letteralmente dedotti in contratto, a fare in modo che la controparte possa agevolmente realizzare la propria pretesa, il proprio interesse nell'ambito del rapporto negoziale.

Nascono così gli obblighi informativi, gli obblighi di protezione, espressione di buona fede oggettiva aventi una caratterizzazione cogente per le parti, pur non essendo espressamente menzionati dal regolamento contrattuale.

Così, se da un lato costituisce un obbligo, nel rispetto del principio di buona fede, per il legale rappresentante dell'ente, il rilascio di una dichiarazione quanto più possibile veritiera, completa, tale da permettere all'intermediario un proficuo controllo sull'attendibilità della stessa e sull'effettivo possesso dei requisiti da operatore qualificato, dall'altro sarà onere per l'intermediario effettuare una verifica, quanto meno sulla base degli elementi in suo possesso e contenuti nella dichiarazione e, in caso di evidenti irregolarità o di non

---

base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato.”

<sup>292</sup> Vedi Trib. Rimini, 12 ottobre 2010, cit.;



attendibilità della dichiarazione stessa, avvertire prontamente il cliente delle conseguenze cui lo stesso può andare incontro.

Una soluzione efficace all'annoso problema, potrebbe essere offerta agli interpreti ed agli operatori in ottica futura, dalle disposizioni del Tuf e dei regolamenti Consob, a seguito della riforma intervenuta per opera della Direttiva Mifid.<sup>293</sup>

Le nuove disposizioni normative prevedono infatti, un'articolata divisione in classi degli investitori, basata su parametri oggettivi e normativi, da effettuarsi a monte, nel momento del primo contatto tra intermediario ed un investitore.

L'inquadramento in una classe determina il trattamento cui l'investitore sarà sottoposto nell'ambito del rapporto negoziale, evitando così il rilascio di dichiarazioni autoreferenziali che, alla prova pratica, nella maggioranza dei casi, si sono dimostrate poco attendibili.

### **3.3. La violazione delle norme di condotta da parte degli intermediari finanziari – un esempio di distorsione nell'applicazione del diritto derivante da urgenza di tutela nei confronti della controparte debole.**

#### **3.3.1. Prima fase: la giurisprudenza di merito.**

Il tema di analisi afferisce agli aspetti patologici del contratto derivato, in quanto contratto di intermediazione finanziaria e strumento finanziario, e precisamente alle conseguenze ricollegabili alla accertata violazione delle norme di comportamento previste dalla articolata normativa tecnica di settore e poste in capo agli intermediari finanziari, oggetto di precedente analisi<sup>294</sup>.

---

<sup>293</sup> vedi infra, cap. I, § 8.

<sup>294</sup> Cfr. Cap. I, § 6-7-8.

L'interprete si trova di fronte ad una serie di pronunce giurisprudenziali senza precedenti<sup>295</sup>, nate da un'infinita serie di contenziosi aperti dai risparmiatori nei confronti degli intermediari finanziari, a seguito delle note vicende dei dissesti finanziari di alcuni importanti emittenti.

In materia si è registrato un importante e recente intervento delle Sezioni unite della Corte di Cassazione<sup>296</sup>, fondata sulla ontologica distinzione tra norme di validità, il mancato rispetto delle quali inficia l'atto negoziale determinandone l'invalidità, e regole di condotta che viceversa non possono in nessun caso condurre all'invalidità.

I risparmiatori<sup>297</sup>, irrimediabilmente danneggiati dalle ingenti perdite economiche subite all'esito di operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari, si rivolgevano al giudice per ottenere la declaratoria di nullità ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c. dei contratti di intermediazione, poiché conclusi in violazione di quei doveri di comportamento previsti dal Tuf (art. 21) e dal Regolamento Intermediari, con la conseguente restituzione *ex art.* 2033 c.c.<sup>298</sup> di tutte le somme investite e perdute a seguito dell'esito infausto delle operazioni.

La prima pronuncia in materia<sup>299</sup> ha letteralmente aperto la strada alle suddette declaratorie di nullità sulla base di presupposti ben precisi, dando vita ad

---

<sup>295</sup> C. MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore, Scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 495 e ss., parla di una serie "ormai incontrollabile di recenti pronunce di merito [...]".

<sup>296</sup> Per alcuni esempi di commenti della pronuncia in esame cfr. Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro It.*, 2008, p. 783 e ss., con nota di E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario e le sezioni unite*; Cass. Civ., sez. un. 19.12.2007, n. 26724, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, p. 432 e ss., con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*; A) Cass. Sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26725, B) Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Contratti*, 2008, p. 221 e ss., con nota di VALERIO SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità.*; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 393 e ss.

<sup>297</sup> In dottrina c'è chi ha utilizzato espressioni più forti, parlando di "sedicenti risparmiatori, turlupinati...", vedi C. MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore*, cit.

<sup>298</sup> Vedi art. 2033 c.c.: "Chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere ciò che ha pagato. Ha inoltre diritto ai frutti agli interessi dal giorno del pagamento se chi lo ha ricevuto era in mala fede, oppure se questi era in buona fede, dal giorno della domanda."

<sup>299</sup> Vedi Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, p. 2124 e ss., con nota di P. FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*. Nello stesso senso Trib. Firenze, 30 maggio 2004, Trib. Venezia, 22 novembre 2004, entrambe in *Giur. It.*, 2005, p.

un vero e proprio *trend* giurisprudenziale, che ha finito per rappresentare, per diverso tempo e comunque fino al sopraggiungere delle pronunce di legittimità, l'orientamento a tutti gli effetti maggioritario.

La nullità che entra in gioco è la nullità c.d. virtuale, principio per cui il contratto può essere dichiarato nullo anche nel caso in cui la nullità stessa non sia contemplata espressamente (da qui nullità inespressa o virtuale), qualora l'esistenza stessa dell'atto negoziale o il suo contenuto integrino la violazione di un precetto normativo considerato come imperativo e non sia espressamente prevista una sanzione di tenore diverso.<sup>300</sup>

La prima linea di pronunce giurisprudenziali considerava come imperative le norme del Tuf e del regolamento Consob, facendo così discendere dalla violazione delle stesse, la sanzione della nullità, concessa anche in considerazione “degli interessi tutelati (diligenza degli intermediari nonché tutela del risparmio) e della natura generale di siffatti interessi [...]”<sup>301</sup>

Le norme violate, i precetti contenenti i doveri di comportamento degli intermediari finanziari, venivano considerati come baluardi, posti a tutela di interessi generali, a tutela dei risparmiatori, parte contrattualmente debole e del risparmio in genere e, pur essendo evidentemente delle norme di condotta, la loro violazione veniva ritenuta sufficiente per integrare la nullità virtuale o inespressa del contratto.

Le pronunce relative alla prima fase del contenzioso avevano, nella maggior parte dei casi, natura di sentenze dichiarative di nullità (virtuale), anche

---

754 e ss. con nota di PAOLO FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della Giurisprudenza di merito*.

<sup>300</sup> In dottrina si rimanda a F. FERRARA, *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Padova, 1914, p. 23 e ss.; L. CARRARO, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943, p. 64 e ss.; G. B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970, p. 148 e ss.; ID, *appunti sull'invalidità del contratto (dal Codice Civile del 1865 al Codice Civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, p. 393 e ss.; G. DE NOVA, *il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, p. 435 e ss.; A. DI MAJO, *Contatto in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, M. Bessone, XIII, p. 81 e ss.; F. GALGANO, *art. 1414 - 1431, Della simulazione, della nullità del contratto dell'annullabilità*, in *Comm. Cod. civ.* Scialoja Branca, Roma -Bologna, 1998, p. 78 e ss.; G. VILLA, *contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993; R. TOMMASINI, *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978;

<sup>301</sup> Così, testualmente Trib. Mantova, 18 marzo 2004, cit.

se non mancano significativi esempi, espressione di linee giurisprudenziali differenti.

Si rinvengono per esempio pronunce basate sull'assunto che la violazione dei doveri di comportamento degli intermediari integri a pieno titolo un inadempimento contrattuale<sup>302</sup> e quindi un vizio funzionale e non già genetico, che non conduce alla nullità dell'atto negoziale, ma al risarcimento del danno<sup>303</sup>.

In sede giudiziale veniva sempre attaccato il sinallagma con lo scopo di ottenere sentenze dichiarative di nullità (virtuale), risoluzione per inadempimento e in alcuni casi anche annullamento per vizi della volontà.<sup>304</sup>

---

<sup>302</sup> In questo senso Trib. Sassari, 11 aprile 2008, n. 658-659, inedite.

<sup>303</sup> In un caso emblematico, si giunge alla parificazione tra l'Istituto di credito intermediario e figure di professionisti come medici, avvocati o notai. Vedi Trib. Taranto, 27 ottobre 2004 in *Giur. it.*, 2005, p.: “[...] Si reputa che nella specie possa fondatamente parlarsi di inadempimento da parte della Banca convenuta di un contratto già perfezionatosi, piuttosto che della conclusione di un contratto nullo. Nel caso in esame non pare che si possa parlare di vizio genetico, relativo alla conclusione del contratto bensì di vizio funzionale, che inerisce il contratto ormai perfezionatosi, e cioè di difetto che riguarda le prestazioni che dovevano essere rese sulla base del negozio concluso. Al riguardo la posizione della banca e dei suoi dipendenti appare del tutto simile a quella di un qualsivoglia altro professionista, (medico, avvocato, notaio) che, ricevuto un incarico per la soluzione di un determinato caso sottoposto al suo vaglio, non fornisca al richiedente quelle informazioni grazie alle quali lo stesso può operare una scelta consapevole e dar seguito o meno ad ulteriori sviluppi anche negoziali, rispetto all'originaria prestazione di mera consulenza o diagnosi. Non pare qui fuorviante richiamare l'ipotesi del consenso informato che un paziente deve esprimere, dopo un primo approccio col medico che stabilisce di fargli seguire una determinata terapia o di sottoporlo ad un determinato intervento: infatti così come è senza dubbio inadempiente (e risponde delle conseguenze dell'intervento terapeutico o chirurgico non preventivate al paziente, pur se lo stesso sia stato tecnicamente ben eseguito) quel medico che omette di informare il paziente dei rischi che la terapia o l'intervento comportino (sì da averne un consenso privo di cognizione di causa in merito a dessi) analogamente non può che rispondere del suo comportamento quell'intermediario finanziario che richiesto di curare un investimento mobiliare, accetti l'incarico (e, quindi, concluda il relativo contratto professionale con il cliente), ma ometta, poi, di avvertire, in modo specifico, chi a lui si è rivolto, dei rischi cui va incontro con il determinato investimento prospettato.” Dello stesso tenore anche Trib. Genova, Sez. I, 15 Marzo 2005, in *Danno e Resp.*, 2005 p. 613 e ss., con nota di V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito Cirio bond e tango bond)*; App. Milano, 13 ottobre 2004., in *Contratti*, 2005, p. 1085 e ss., con nota di M. AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario finanziario e sanzioni*. In dottrina si rimanda a V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 e ss; C. E. SALODINI, *Crack finanziari, risparmiatori e giudici*, in *Analisi giur. ec.*, 2006, p.175 e ss.

<sup>304</sup> L'annullamento del contratto per vizi della volontà è stato praticamente sempre negato dalla Giurisprudenza, che comunque non si è mai addentrata nell'analisi approfondita di una simile ipotesi invalidante. Cfr. Trib. Genova, Sez. I, 15 marzo 2005, cit. in cui i Giudici si limitano ad affermare: “[...] Deve essere, infine respinta la domanda di annullamento dei contratti per errore o dolo, non essendovi alcuna prova che la convenuta abbia

La normativa del Tuf e del regolamento intermediari costituiscono una evidente ed indiscutibile specificazione del generale dovere di buona fede enucleato nell'art. 1375<sup>305</sup> c.c.

Secondo l'opinione di un'attenta dottrina, la clausola generale di buona fede, che chiaramente contiene un criterio generale oggettivo, utile per valutare il contegno delle parti nell'esecuzione del contratto, sembra aver acquisito con il tempo una *vis* espansiva notevole che l'ha portata a diventare innanzitutto fonte di integrazione del contratto, in base alla quale alle parti possono essere richieste anche prestazioni ulteriori, non specificate in origine, per la salvaguardia di interessi diversi da quelli contrattuali, in un'ottica solidaristica, frutto di una lettura costituzionalmente orientata, (art. 2 Cost) che porta a considerare meritevoli di tutela anche gli interessi della controparte. Si pensi agli obblighi informativi o di protezione.

In una fase successiva, la clausola di buona fede e di conseguenza i doveri comportamentali che di essa sono specificazione, sembrano ammantarsi di un'ulteriore rilevanza nell'ambito dell'operazione contrattuale, fino quasi ad assumere il connotato di parametri di valutazione inerenti addirittura la validità del contratto, la cui violazione conduce inevitabilmente alla nullità dell'atto negoziale.

Costituirebbero (non secondo le Sezioni unite come vedremo) un chiaro esempio di questa evoluzione alcune disposizioni contenute in normative specifiche che sanzionano con la nullità il mancato rispetto di norme di condotta.

Il rischio che si corre è quello di arrivare ad attribuire alla clausola di buona fede e agli obblighi comportamentali che di essa sono esplicitazione e specificazione, una “portata invalidante che può veramente diventare illimitata.”<sup>306</sup>

---

artificialmente indotto gli attori ad acquistare i titoli obbligazionari in questione per arrecare ad essi un danno, tale prova non potendosi certamente desumere dalla obiettiva situazione di forte indebitamento del Gruppo Cirio e della posizione di creditrice dello stesso rivestita dalla convenuta.” Il Tribunale nel caso specifico aveva dichiarato risolto per inadempimento dell'intermediario convenuto il contratto di finanziamento.

<sup>305</sup> Vedi art. 1375, c.c.: “Il contratto deve essere eseguito secondo buona fede.”

<sup>306</sup> Per questa ricostruzione cfr. C. MIRIELLO, *La buona fede oltre l'autonomia contrattuale*, cit

### 3.3.2. Seconda fase: la giurisprudenza di legittimità

Un importante punto fermo in favore della sopravvivenza del discrimine tra norme di validità e norme di condotta lo ha posto quella che, a tutti gli effetti, può essere considerata la prima vera pronuncia di legittimità in materia di contratto di intermediazione.<sup>307</sup>

Il ragionamento ermeneutico contenuto nella sentenza in questione ha come substrato logico-giuridico l'assunto che la contrarietà a norme imperative, considerata dall'art. 1418, comma 1, c.c., quale causa di nullità del contratto, postula necessariamente l'afferenza della stessa ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardano cioè la struttura o il contenuto del contratto, mentre il contegno tenuto dalle parti nel corso delle trattative o nella fase esecutiva del rapporto sinallagmatico rimane estraneo alla fattispecie negoziale.

L'eventuale illegittimità di questi ultimi, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto, a meno che tale incidenza non sia prevista dal legislatore.<sup>308</sup>

La pronuncia traccia così i confini tra regole di comportamento e regole di validità, ma non prende posizione, o meglio lo fa solamente in maniera "embrionale" sui rimedi applicabili una volta accertata una palese violazione delle regole di condotta poste in capo agli intermediari, alternativa alla totale invalidazione del contratto.

---

<sup>307</sup> Vedi Cass., 29 settembre 2005 n. 19024, in *Foro it.*, 2006, p. 1105 e ss., con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*. Cfr. anche V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 29 e ss.

<sup>308</sup> La pronuncia si occupa anche dell'eventuale dichiarazione di nullità del contratto per mancanza di consenso: "Le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dall'intermediario [...] non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma (soltanto) elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi della mancanza di consenso."

Si ravvisa un'apertura a favore della responsabilità precontrattuale *ex art.* 1137 c.c., il cui alveo risulta ampliato fino a ricomprendervi casi differenti dalla rottura ingiustificata delle trattative contrattuali e dalla conclusione di contratto invalido.<sup>309</sup>

Tuttavia il percorso verso l'individuazione di una tutela per l'investitore che fosse in armonia con i principi generali in materia contrattuale, non era affatto destinato a concludersi con la sentenza 19024/2005.

Successivamente infatti, proprio dalla Sezione I, che aveva emesso la sentenza di cui sopra, e che veniva nuovamente chiamata a pronunciarsi sulla violazione delle regole di condotta degli intermediari, partiva l'ordinanza di rimessione<sup>310</sup> alle Sezioni unite della Corte, provvedimento connotato da un evidente *favor* per un ritorno alla tesi della nullità virtuale propugnata dalla giurisprudenza di merito nella prima fase del contenzioso, suffragata da una serie

---

<sup>309</sup> Si legge chiaramente in motivazione: “[...] Non è affatto vero che, in caso di violazione delle norme che impongono alle parti di comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e della formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti. Tale tesi [...] poggia sull'assunto che l'ambito di rilevanza della responsabilità contrattuale sia circoscritto alle ipotesi in cui il comportamento non conforme a buona fede abbia impedito la conclusione del contratto o abbia determinato la conclusione di un contratto invalido ovvero (originariamente) inefficace. Di qui la conclusione che, dopo la stipulazione del contratto, ogni questione relativa all'osservanza degli obblighi imposti alle parti nel corso delle trattative sarebbe preclusa, in quanto la tutela del contraente sarebbe affidata, a partire da quel momento, solo alle norme in tema di invalidità e di inefficacia del contratto [...]. Si è però ormai chiarito che l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 c.c. vada ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. L'esame delle norme positivamente dettate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (art. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto.”

<sup>310</sup> Cfr. Cass. ord., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Foro it.*, 2007, p. 2093 e ss., con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità nei contratti su strumenti finanziari: la parola alle sezioni unite.*

di citazioni giurisprudenziali e normative, contenute nell'ordinanza stessa, ma che, a dire il vero, non sempre appaiono pertinenti al *thema decidendum*.<sup>311</sup>

La fase ancora successiva registra l'intervento delle Sezioni unite, volto non tanto a dirimere un contrasto giurisprudenziale, quanto piuttosto a statuire su una questione di "massima e particolare importanza."<sup>312</sup>

Non si ravvisa, infatti, alcuna necessità di comporre un contrasto giurisprudenziale derivante dalla presenza di precedenti difformi decisioni delle sezioni semplici sulla questione di diritto appena riferita, perché le diverse decisioni citate nell'ordinanza di rimessione a suffragio della tesi della nullità virtuale, avevano ad oggetto questioni differenti, non riferite, né riferibili al *thema decidendum*.

Tutti gli argomenti a sostegno della nullità virtuale collegata a violazione di norme di condotta invocati dall'ordinanza vengono demoliti, a partire dai presunti precedenti giurisprudenziali citati dall'ordinanza di rimessione.<sup>313</sup>

---

<sup>311</sup> Cfr. V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2007, p. 635 e ss.

<sup>312</sup> Così, Cass. 17 dicembre 2007, n. 26724, cit.

<sup>313</sup> Nel corpo dell'ordinanza di rimessione, si fa riferimento, tra le altre, ad una nota pronuncia di legittimità, menzionata anche, a dire il vero, in quasi tutte le declaratorie di nullità emesse dalla giurisprudenza di merito. Vedi Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, cit. Questa non è la sola pronuncia citata in ordinanza, ma forse la più significativa, perché come già detto viene menzionata anche dalle pronunce di merito. Sono riportate anche Cass., 15 marzo 2001 n. 3573, in *Foro it.*, 2002, I, p. 858 e ss. e Cass., 5 aprile 2001 n. 5052, in *Foro it.*, 2001, I, p. 2185 e ss. Nel caso *de quo* era stato dichiarato affetto da nullità assoluta il contratto di *swap* stipulato da un intermediario abusivo perché non iscritto all'albo.

La nullità dichiarata in questo caso non nasce affatto da violazioni di regole di condotta, come fa notare la Corte, ma dal presupposto della mancata iscrizione all'albo dell'intermediario, da cui discende chiaramente un divieto assoluto di contrarre. Ciò che entra in gioco è l'*an* stesso del sinallagma: è il divieto di contrarre che assume il carattere di norma imperativa, che conduce alla nullità. Cfr. V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti*, cit. Non appare convincente neppure l'elencazione, effettuata dall'ordinanza di rimessione, delle disposizioni normative recentemente introdotte, che farebbero propendere per un "tendenziale inserimento, in sede normativa, del comportamento contrattuale delle parti tra i requisiti di validità del contratto." Così, testualmente Cass. ord. 16 febbraio 2007 n. 3683, cit. Si tratta dell'art. 9, l. 18 giugno 1998, n. 192 che contiene la disciplina della subfornitura e che sanziona con la nullità i patti volti a realizzare una posizione di dipendenza economica in danno di un'altra impresa contraente; dell'art. 52, comma 3, d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del Consumo), il quale stabilisce, a pena di nullità, che devono essere dichiarati, durante la stipulazione di un contratto a distanza per via telefono, l'identità del fornitore e lo scopo della chiamata; ancora, dell'art. 34 dello stesso testo normativo, che contempla la rilevanza della trattativa specifica che sola può escludere il carattere di vessatorietà delle clausole inserite nei contratti dei consumatori; infine dell'art. 3, l. 10 ottobre 1990, n. 287, relativo alla fattispecie di abuso di posizione dominante. La



Secondo la suprema Corte non appare possibile, allo stato attuale, dedurre dai citati indici normativi e giurisprudenziali che, si ribadisce, costituiscono casi eccezionali, espressione del “carattere frammentario e poco sistematico della moderna legislazione”<sup>314</sup>, indicazioni circa l’esistenza di un *trend* legislativo diretto ad “annacquare” la differenza tra regole di validità e di condotta.

Inoltre, fattispecie come quelle citate, costituiscono esempi di nullità testuali, che rientrano nell’ambito di applicazione del comma 3 dell’art. 1418 c.c., in quanto espressamente previste da precise disposizioni introdotte *ad hoc* dal legislatore; non ci si trova di fronte a ipotesi di nullità virtuale, o inespressa, che viceversa entra in gioco solo in mancanza di disposizioni (testuali-normative) differenti.

La pronuncia a Sezioni unite riafferma in modo perentorio l’esistenza della differenza, o meglio, della “tradizionale distinzione”<sup>315</sup> tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità, una distinzione da sempre tratteggiata anche nell’opera della dottrina.<sup>316</sup>

---

pronuncia afferma che, anche se le disposizioni in parola effettivamente ricollegano la sanzione della nullità ad infrazioni di regole di comportamento, rappresentano pur sempre dei casi speciali, molto complessi, espressioni di una normativa settoriale e specifica, pensate e costruite per la disciplina di fattispecie *ad hoc* e volte alla tutela di particolari situazioni giuridiche e perciò stesso insuscettibili di estensione analogica.

Tra le fattispecie citate in ordinanza si pensi al caso delle c.d. clausole vessatorie nei contratti del consumatore. Il legislatore, mediante il disposto dell’art. 36 del Codice del Consumo, colpisce con la nullità la singola clausola contrattuale nell’ipotesi in cui presenti profili di vessatorietà e non sia stata oggetto di trattativa individuale, e non l’intero contratto. Si tratta di un caso evidente di nullità parziale per cui, una volta estirpate le clausole “malate”, il resto del sinallagma sopravvive. E’ evidente che la *ratio* sottesa alla disposizione normativa in analisi sia la conservazione del contratto, non l’invalidazione dello stesso. In questo senso V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti*, cit. Si pensi poi alla figura della nullità c.d. “di protezione” introdotta dal successivo comma 3 dell’ art. 36, che colpisce particolari clausole considerate vessatorie, a prescindere o meno dalla presenza di una trattativa individuale. La norma testualmente afferma che La nullità di protezione “opera soltanto a vantaggio del consumatore e può essere rilevata d’ufficio dal giudice.” Costituisce un ulteriore esempio di fattispecie di nullità di protezione la disposizione contenuta nell’art. 23 Tuf, in tema di forma dei contratti di intermediazione. Si rimanda a Cap. I, § 6-7, Cap.III, § 1.

<sup>314</sup> Vedi Cass. 17 dicembre 2007, n. 26724, cit.

<sup>315</sup> Così Cass. 17 dicembre 2007, n. 26724, cit.

<sup>316</sup> Si rimanda a F. SANTORO PASSARELLI, *Le dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002, G. B. FERRI, *Appunti sull’invalidità*, cit. p. 389 secondo il quale: “Il 1° comma dell’art. 1418 c.c disciplina il caso della contrarietà a norma imperativa di un negozio giuridico (cioè di un regolamento di interessi) non di un comportamento [...]”; G. D’AMICO, *Regole di validità e di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, p. 57 e ss.; ID, *regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996; V. PIETROBON, *Il*

La violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale, quanto in quella esecutiva o attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, è fonte di responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto, nel caso in cui arrivi ad integrare una forma di inadempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di condotta gravanti sul contraente, ma non può andare ad incidere sul profilo genetico o strutturale dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non può essere idonea ad invalidarlo al massimo grado, provocandone la nullità.

Vi è comunque da dire, a conferma dell'orientamento giurisprudenziale relativo alla prima fase del contenzioso, che l'obbligo di comportarsi con correttezza e buona fede riveste indiscutibilmente carattere imperativo.

La Corte infatti non nega la natura di norme imperative delle statuizioni sulle regole di condotta degli intermediari considerandole come prescrizioni dettate non solo nell'interesse dei contraenti *uti singuli*, ma anche in quello generale riferibile all'integrità dei mercati finanziari.

Proprio per questa loro caratteristica esse si impongono inderogabilmente alla volontà dei contraenti, ma nonostante ciò restano pur sempre norme di condotta, attinenti alla struttura esterna del contratto, e quindi in virtù di quanto esposto, non suscettibili di assurgere a parametro di validità dell'atto negoziale.

Ancora, la teoria della sanzione di nullità derivante dalla violazione di norme di comportamento può essere “demolita”, a parere di chi scrive, anche a seguito di un'analisi logico – sistematica della normativa tecnica di settore: l'unico caso in cui il legislatore ha previsto la sanzione di nullità nella disciplina del contratto di intermediazione è quello dell'art. 23 Tuf, che prescrive la forma scritta per la redazione dei contratti tra intermediario ed investitore.

Il mancato rispetto della prescrizione formale conduce inesorabilmente alla nullità (testuale) del contratto.

---

*dovere generale di buona fede*, Padova, 1969; ID, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963; A. GENTILI, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti*, Rescigno, Gabrielli, II, Torino, 1999, p. 1382;

In nessun'altra disposizione contenuta nella normativa tecnica di settore è contemplata la sanzione di nullità e meno che mai nella parte relativa ai doveri di condotta degli intermediari.

Quando il legislatore ha voluto sanzionare con la nullità gli aspetti patologici, in questo caso formali, del contratto di intermediazione, lo ha fatto chiaramente.

L'art. 23 Tuf è norma di validità, il mancato rispetto della quale conduce alla nullità (espressa perché prevista dal legislatore) del contratto; l'art. 21 Tuf e tutte le previsioni in materia di doveri comportamentali degli intermediari, sono regole di condotta, per la cui violazione non è prevista nullità; la distinzione su cui si basa la sentenza della Corte è presente anche nella normativa tecnica di settore.

### **3.3.3. *Segue: l'apparato rimediale conseguente alla violazione dei precetti comportamentali – la fase immediatamente successiva del contenzioso***

L'importante pronuncia puntualizza come il caso della violazione delle norme di condotta da parte degli intermediari finanziari possa integrare fattispecie di responsabilità precontrattuale e contrattuale; il discrimine è l'avvenuta stipulazione o meno del contratto di intermediazione finanziaria con il cliente.<sup>317</sup> Il riferimento è al contratto quadro.<sup>318</sup>

Si avrà così responsabilità precontrattuale nel caso in cui le violazioni degli obblighi di comportamento insistano nel corso della fase precedente la stipulazione del contratto quadro, responsabilità contrattuale nel caso inverso, ovvero nel caso di contratto già perfezionato.

---

<sup>317</sup> In dottrina c'è chi già in precedenza, addirittura prima della legge SIM, del TUF e delle MIFID aveva proposto la ricostruzione della violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario come fonte di responsabilità, cfr. G. B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1982, I, p. 3 e ss; F. REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1994, I, p. 617 e ss.

<sup>318</sup> Cfr. cap. III, § 1.

L'ambito di operatività della responsabilità precontrattuale<sup>319</sup>, come già si era intravisto nella precedente pronuncia di legittimità<sup>320</sup> viene ampliato, fino a ricomprendervi casi diversi dalla rottura delle trattative e dalla stipulazione di un contratto invalido.

La violazione dei doveri di comportamento nella fase successiva, in cui il contratto è già concluso e perfezionato, integra invece un' ipotesi di responsabilità contrattuale e assume i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) che può condurre alla risoluzione del sinallagma.

La soluzione individuata potrebbe non essere quella ideale per i risparmiatori: la declaratoria di nullità dei contratti di intermediazione rappresentava effettivamente il rimedio più utilizzato dai giudici di merito perché il migliore e il più efficace anche in termini pratici per la tutela degli investitori.

Dalla declaratoria di nullità discende infatti l'esperibilità della *condictio indebiti*, ovvero dell'azione di ripetizione ex art. 2033 c.c.; in pratica l'investitore che aveva impiegato le proprie somme per operazioni di acquisto di strumenti finanziari, poi rivelatesi fallimentari, nel caso in cui il contratto fosse stato dichiarato nullo per violazione da parte degli intermediari delle regole di condotta, avrebbe avuto il diritto di ripetere quanto versato per il contratto, oltre naturalmente agli interessi maturati.

Se poi si considerano anche gli ulteriori corollari connessi alla nullità, ovvero l'imprescrittibilità della relativa azione, che il contratto nullo è *tamquam non esset* e quindi improduttivo di effetti per una carenza strutturale insanabile, insuscettibile di convalida, se si eccettua il caso estremo della conversione, e che

---

<sup>319</sup> Uno spunto interessante soprattutto in prospettiva futura potrebbe essere cercare di conciliare la responsabilità precontrattuale, che per dottrina e giurisprudenza continua ad essere una responsabilità di tipo extracontrattuale (con tutto ciò che ne deriva, incluso il più breve termine prescrizione e l'onere della prova) con le nuove disposizioni del TUF, così come integrate e modificate dalla MIFID, in cui non si fa distinzione tra clienti e quasi clienti, per i quali all'art. 19 è previsto un identico trattamento. Sarebbe forse possibile unificare il regime sanzionatorio e non considerare la distinzione tra obblighi precontrattuali o contrattuali, visto che i quasi clienti, che ancora di fatto clienti non sono, hanno diritto allo stesso trattamento di chi è già cliente dell'intermediario. Cfr. G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento*, cit., p. 110/1

<sup>320</sup> Cfr. Cass. Cass., 29 settembre 2005 n. 19024, cit.

per di più la nullità in materia contrattuale può essere rilevata d'ufficio dal Giudice, a patto che nel processo risultino acquisiti gli elementi che la dimostrino<sup>321</sup>, è davvero agevole capire come mai attaccare il sinallagma sul piano della validità costituisca per i risparmiatori il rimedio migliore, il più incisivo e il più conveniente.

La differenza è lampante se solo si pensa al caso della responsabilità precontrattuale, una delle ipotesi individuate, che continua a rientrare, secondo dottrina e giurisprudenza dominati, nell'alveo della responsabilità extracontrattuale.

Il risparmiatore dovrebbe provare il danno subito, essendo l'onere della prova a suo carico in base ai principi generali; andrebbe ad ottenere un risarcimento (ammesso che riesca a provare compiutamente il nesso di causalità tra comportamento dell'intermediario e danno subito, ammontare del danno ...), che potrebbe essere non congruo, o non commisurato, o addirittura inferiore all'ammontare delle somme investite e dovrebbe azionare tutte le sue pretese presso le competenti sedi giurisdizionali nel rispetto di un termine di prescrizione molto più breve rispetto a quello dell'azione di nullità, che è imprescrittibile.

Il compito stesso del giudicante risulterebbe, in un certo senso, agevolato: dichiarazione di nullità - restituzione, il risparmiatore recupera *sic et simpliciter* la totalità delle somme investite.<sup>322</sup>

La costruzione giuridica basata sulla dichiarazione di nullità dei contratti di intermediazione connessa alla violazione di semplici norme di condotta, appare

---

<sup>321</sup> Cfr. Cass., 15 febbraio 1996 n. 1157; Cass., 17 febbraio 2003 n. 2354, in *Cod. civ. ann.*, Pescatore, Ruperto, Milano, 2005.

<sup>322</sup> Vedi F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 155. Secondo l'A. la dichiarazione di nullità conseguente alla violazione di norme di condotta costituisce "una soluzione indubbiamente di favore per gli investitori, ma che, operando sul piano dei rimedi restitutori - risulta tutto sommato essere una scorciatoia di comodo, in quanto aggira lo spinoso problema della quantificazione del danno nei giudizi di risarcimento del danno per violazione delle regole di condotta. In verità, già in precedenti occasioni, si era avuto modo di osservare come la soluzione della nullità non apparisse convincente. La nullità degli atti compiuti in violazione delle regole di condotta veniva infatti, semplicisticamente ricavata, dalla giurisprudenza richiamata dall'asserita natura di norma imperativa delle regole di condotta. Tuttavia la natura imperativa di una norma non la rende automaticamente rilevante ai fini della declaratoria di nullità dei contratti: affinché vi sia nullità, è necessario che le norme violate mirino, tra l'altro, alla tutela di interessi generali, secondo quanto ampiamente elaborato dalla giurisprudenza in punto di applicazione dell'art. 1418 c.c."

come una scelta volta ad accordare piena ed incisiva tutela ai risparmiatori, individuati come parte contrattualmente debole, da tutelare ad ogni costo e la linea giurisprudenziale che abbiamo visto caratterizzare la fase iniziale del contenzioso, sembra dettata dall'allarme sociale che hanno destato vicende come il dissesto finanziario di importanti emittenti, che ha fatto nascere la conseguente urgenza di tutela, dando vita ad *modus operandi* che diviene criticabile nel momento in cui porta a distorsioni nell'applicazione del diritto.

Il principio ermeneutico della distinzione tra norme di condotta e norme di validità e del loro differente ambito di operatività enunciato dalla pronuncia di legittimità che ha “fotografato la realtà ordinamentale”<sup>323</sup> oggi sussistente, sopravvive anche in alcune successive pronunce di merito<sup>324</sup> e di legittimità<sup>325</sup>.

Allo stato degli atti, la violazione delle norme di condotta poste in capo agli intermediari, pur essendo le stesse un chiaro esempio di norme imperative, non inficia l'atto negoziale tanto da determinarne l'invalidità.<sup>326</sup>

---

<sup>323</sup> Così, F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 310.

<sup>324</sup> In questo senso, Trib. Roma, 19 luglio-22 luglio 2008, n. 1572, citata da F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 312: “Va respinta la domanda principale di nullità del contratto per violazione delle norme di legge e di regolamento: sul punto, appare sufficiente richiamare la pronuncia delle Sezioni Unite 26724/07 della Corte di cassazione, che ha stabilito che la violazione dei doveri di informazione del cliente e del divieto di effettuare operazioni in conflitto di interessi o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente stesso, posti dalla legge a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario per violazione di norme imperative.” Dello stesso tenore, Trib. Roma, 14 luglio, 12 agosto 2008, n. 16596, citata da F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 312: “Deve osservarsi che non appare sussistere l'ipotesi della nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418, co. 1, c.c. sotto un duplice profilo; dall'esame della fattispecie, innanzitutto deve escludersi che la causa di nullità dedotta afferisca alla fase genetica di formazione, riguardando essa la fase successiva dell'esecuzione del c.d. contratto-quadro o generale di investimento ovvero dei singoli negozi o accordi di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, ed in secondo luogo, le disposizioni del T.U.F. sono prescrittive o impositive di obblighi di comportamento (cioè di informazione attiva e passiva) cui la banca è tenuta in forza di un vincolo negoziale già sorto, non rilevando, di regola, ai fini della validità del contratto, il carattere più o meno doveroso (ovvero l'esistenza di un interesse pubblico al corretto adempimento) di quegli obblighi, i quali rappresentano una specificazione del generale dovere di buona fede all'esecuzione del contratto, la cui violazione, come è noto, non si traduce in causa di invalidità dello stesso. Non consente di superare questa conclusione il richiamo in tema di nullità virtuale.

<sup>325</sup> Cfr. Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, p. 503 e ss.

<sup>326</sup> In questo senso, Trib. Torino, 7 novembre 2008, n. 7302, citata da F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 313: “Il collegio non pone in discussione la natura imperativa delle norme ora menzionate, essendo le stesse volte chiaramente alla protezione di interessi di carattere generale e pubblici quali la tutela del

### 3.4 La rimodulazione – *rectius* - rinegoziazione dei contratti derivati

Con il termine rimodulazione si vuole indicare, in senso forse un po' atecnico, l'operazione corrispondente alla rinegoziazione del rapporto contrattuale, posta in essere dai contraenti prima della naturale scadenza del rapporto stesso.<sup>327</sup>

Possiamo considerare come rinegoziazione quell'operazione di "valutazione e modificazione di una realtà negoziale preesistente per adeguarla al mutamento dello scenario in cui si trova ad operare, al fine di assicurare la persistenza dell'operazione economica, sia sul piano della realizzabilità degli interessi perseguiti dai contraenti, sia sul piano della legittimità."<sup>328</sup>

E' chiaramente un problema che si pone per i contratti di durata<sup>329</sup>, non già per quelli ad esecuzione immediata, che sono ontologicamente esenti dal rischio che si modifichi quello scenario economico e/o giuridico in cui sono iscritti al momento della stipula ed al quale sono collegati anche gli interessi delle parti che il contratto intende soddisfare.<sup>330</sup>

---

risparmio, l'integrità dei mercati, l'efficienza del mercato dei valori mobiliari è [...] La nullità virtuale del contratto tuttavia opera solo quando la contrarietà a norme imperative attiene ad elementi intrinseci dello stesso (struttura e contenuto) e non ricorre, pertanto, nel caso di violazione delle prescrizioni dettate dalla disciplina di settore a carico dell'intermediario con riferimento alle modalità di espletamento della sua attività nei rapporti con la clientela, in quanto tali norme attengono a comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto-quadro, estranei alla fattispecie negoziale."

<sup>327</sup> Cfr. M. LEMBO, *la rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Riv. dir. fall.*, 2005, p. 354 e ss.

<sup>328</sup> Così, G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, Padova 2006.

<sup>329</sup> In materia si veda per tutti G. OPPO, *I contratti di durata*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, I, p. 146 e ss.

<sup>330</sup> Vedi F. MACARIO, *Revisione del contratto*, in *Enc. dir., annali*, Milano, 2007, p. 1028: "In primo luogo, ogni considerazione relativa al problema dell'adeguamento del contratto – quale che sia la terminologia adottata: adattamento, revisione, modificazione, con ulteriori varianti semantiche, specie se si considera il più ampio contesto comparatistico – presuppone la delimitazione dell'ambito di indagine, con riferimento a una specifica categoria contrattuale, la quale non sembra peraltro avere avuto particolare successo nella tradizione degli studi civilistici: i rapporti contrattuali a esecuzione prolungata nel tempo: si tratta di quei contratti definiti comunemente di durata, suscettibili, a loro volta, di ulteriori specificazioni in funzione dell'assetto di interessi concretamente risultante dal contratto, come nel caso esemplare dei contratti a lungo termine, ben noti nel gergo dei giuristi tedeschi ( con la formula *Langfristige Verträge*), così come in area di *common law* (con la speculare espressione *long term contracts*).

Nel caso dei contratti derivati, come fa notare un'attenta dottrina<sup>331</sup>, i motivi che possono spingere le parti a prendere in considerazione una revisione o rinegoziazione<sup>332</sup> del rapporto, possono essere molteplici.

Può accadere che il contratto derivato non rivesta più utilità pratica e/o giuridica per i contraenti, in quanto è venuto meno, o si è affievolito il rischio a copertura del quale il contratto è nato, oppure, caso più frequente nella pratica, il contratto presenti una dimensione negativa<sup>333</sup>, delle perdite, tali per cui i contraenti cercano, prima dello spirare fisiologico del termine del rapporto

---

<sup>331</sup> Cfr. M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit.

<sup>332</sup> Si rimanda a F. MACARIO, *Revisione del contratto*, cit., p. 1026: "Benché utilizzati non di rado in modo promiscuo per indicare la medesima realtà giuridica, i termini revisione e rinegoziazione sembrerebbero porsi, piuttosto, in una sorta di relazione di genere a specie. In tal senso, i problemi della rinegoziazione costituiscono una parte del più ampio e già elaborato in dottrina fenomeno della revisione del contratto, rappresentando altresì una delle frontiere della riflessione sull'autonomia privata, in particolare per quel che concerne la disciplina dell'esecuzione del contratto proiettato nel tempo, in vista della realizzazione di un risultato non isolabile dall'attività di impresa e, più in generale, dall'attività economica dei contraenti. Si staglia dunque con sufficiente nitore sullo sfondo del tema la questione del trattamento giuridico delle sopravvenienze e del rischio contrattuale e, ancora più *in apicibus*, quell'enigmatico rapporto di necessaria ma anche tormentata convivenza fra i principi espressi dai tratteggi brocardi latini *pacta sunt servanda* e *rebus sic stantibus*, reso in questo caso più complesso dalla particolare rilevanza che acquista il fattore tempo nell'esecuzione del contratto. Una rilevanza che impone allo studioso del contratto, istintivamente abituato a ragionare su assetti di interessi cristallizzati dall'accordo tra le parti – il mezzo giuridico idoneo a fissare i termini di una data relazione patrimoniale ossia i *pacta sunt servanda* – di valutare i problemi e le relative soluzioni in una prospettiva diversa e, si direbbe, alternativa rispetto a quella adottata nell'esame del modello più ricorrente dello scambio, tradizionalmente isolato e istantaneo, valorizzando la rilevanza giuridica della relazione instaurata per il conseguimento del risultato contrattuale. In questa prospettiva, acquistano particolare valore, nel discorso tecnico-giuridico metodologie di indagine – invero, da tempo ben note, ma ancora troppo poco praticate dai civilisti per una forma di atavica e ingiustificata diffidenza del *novum* – tendenti ad attribuire rilievo a considerazioni di natura socio-economica e, in tal modo, necessarie a ricondurre l'indagine in materia di revisione e rinegoziazione del contratto in corso di esecuzione dal livello della pura astrazione concettuale a quello topico, si direbbe, in cui l'esame del problema e la comprensione del contesto in cui lo stesso si colloca sono prodromici ed irrinunciabili rispetto alla riflessione sul sistema." In materia di rinegoziazione si rimanda inoltre a ID, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996; G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., R. TOMMASINI, *Revisione del rapporto (dir. priv.)* in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, p. 114 e ss.; G. SICCHIERO, *Rinegoziazione*, in *Contratto e impresa*, 2002, p.778 e ss.; R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. contr.*, Sacco, II, Torino, 1993, p. 686 e ss.; A. GENTILI, *La replica della stipula, riproduzione, rinnovazione e rinegoziazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 667 e ss.; P. GALLO, *Revisione del contratto* in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XVII, Milano, 1998, p. 431 e ss.; A. DE MAURO, *Il principio di adeguamento nei rapporti giuridici privati*, Milano, 2000; F. GAMBINO, *Revisione del contratto e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 347 e ss.

<sup>333</sup> Vedi M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit., p. 359.



contrattuale, di porre rimedio, intervenendo sullo stesso e modificandone alcuni profili di arginare “l'emorragia economica”.

Ancora, può capitare che, nel corso dello svolgimento del rapporto contrattuale, si profilino per le parti, delle nuove opportunità economiche o di mercato precluse o poco convenienti al momento della genesi del rapporto.

Con particolare riferimento alle operazioni contrattuali in derivati effettuate dagli enti territoriali, il motivo che spingeva le parti ad una revisione del rapporto in corso di esecuzione era principalmente il manifestarsi di ingenti perdite economiche in capo all'ente, che, con la rinegoziazione, pensava di porre rimedio al *trend* negativo, su chiaro invito dell'intermediario finanziario

L'operazione di rinegoziazione offerta al cliente ha ad oggetto gli elementi relativi alla struttura del contratto in essere, le principali pattuizioni in ordine all'entità delle prestazioni concordate ed agli accordi relativi al termine di durata del rapporto.<sup>334</sup>

Ci si è spesso interrogati sull'esistenza o meno per le parti di un obbligo di rinegoziare, di intervenire sul rapporto contrattuale in corso di esecuzione, in modo da adeguarlo alle sopravvenienze e su quale ne sia la fonte o la *ratio*.

Ovviamente, se l'obbligo di rinegoziare derivasse per la parti da una specifica clausola *nulla questio*; la suddetta clausola di rinegoziazione, se validamente inserita<sup>335</sup> all'interno del regolamento contrattuale, avrà pacificamente efficacia vincolante.

---

<sup>334</sup> Ve. M. LEMBO, *La rinegoziazione dei derivati*, cit., p. 359: “Sotto il profilo operativo, un contratto di ristrutturazione - o, come si usa dire in gergo, la struttura che viene proposta al cliente - si muove su una delle seguenti linee: a. allungamento (proroga) della scadenza dell'operazione originaria (anche se, a volte, ci si trova di fronte ad una riduzione della stessa diversamente compensata dagli altri due fattori seguenti); b. aumento del capitale di riferimento dell'operazione (in gergo tecnico nozionale); c. incremento della leva finanziaria; d. modifica del sottostante o della possibile combinazione delle (o di due delle) stesse.”

<sup>335</sup> Cfr. G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., p. 106: “Ci si può chiedere, infine, quale debba essere la sorte del contratto in caso di invalidità della clausola rinegoziativa che lo stesso ospita. Se, in altri termini, la nullità del patto di rinegoziazione travolga l'intero assetto di interessi voluto dalle parti, o faccia comunque rimanere in vita il contratto, seppur menomato.

Si tratta di un'ipotesi di nullità parziale, quindi governata dall'art. 1419 c.c. In forza di tale norma la nullità di singole clausole del contratto non importa nullità dell'intero contratto se a) tali clausole non risultano essenziali e, dunque, i contraenti avrebbero comunque il contratto anche in loro assenza (1° comma); b) se le clausole nulle sono sostituite di diritto

In sostanza, qualora la parte invitata a rinegoziare in virtù della presenza di un clausola specifica, si rifiutasse senza addurre in merito giustificazioni plausibili, di “sedersi” al tavolo delle trattative o si comportasse scorrettamente in tale frangente, integrerebbe con un tale contegno un chiaro inadempimento, sicuramente, in primo luogo derivante da responsabilità precontrattuale ex art. 1337, c.c.<sup>336 337</sup>, che può però condurre, in determinate ipotesi, anche a responsabilità contrattuale, incidendo negativamente sulla fase esecutiva del contratto che si voleva rinegoziare.<sup>338</sup>

Il problema si pone con proporzioni più evidenti nelle ipotesi in cui, in caso di contratto di durata, le parti nulla abbiano stabilito in merito.

Ci si è chiesti in sostanza se, pur in assenza di un espressa previsione contrattuale, un obbligo “legale”<sup>339</sup> di rinegoziare, possa essere desunto *aliunde*.

La risposta della dottrina tende ad essere positiva e viene costruita sulla base di indici normativi del tenore dell’art. 1467 c.c.<sup>340</sup>, specificamente dettata per

---

da norme imperative di legge (2° comma). In dottrina, in applicazione del primo comma della norma in esame, si è affermata la necessità dell’accertamento, caso per caso, del valore attribuito al patto rinegoziativo rispetto all’intero stato di interessi.”

<sup>336</sup> Vedi art. 1337, c.c.: “Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede.”

<sup>337</sup> Secondo F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 345: “[...] l’adempimento, rispetto a una clausola che imponga alle parti di avviare la rinegoziazione delle originarie condizioni contrattuali, non può esaurirsi semplicemente nel compimento di un atto di impulso della trattativa. L’obbligo di trattare, anche quando formulato in modo generico, comporta sempre l’obbligo di instaurare e condurre correttamente la trattativa intrapresa, in conformità al canone della buona fede.”

<sup>338</sup> Cfr. Cass. 3 agosto 1995, n. 8501, in *Giust. civ.*, 1996, I, p. 119: “Se le parti di un contratto fra loro in essere abbiano avviato delle trattative, in seguito non giunte a buon fine, per modificare contenuto e portata, ed in vista di ciò abbiano stabilito concordemente di sospendere l’esecuzione delle prestazioni da esso nascenti, i quanto incompatibili con il futuro auspicato assetto negoziale, il giudice, chiamato a decidere sulle contrapposte domande di adempimento, risoluzione e risarcimento, per essere il contratto rimasto inadempito dopo il fallimento di dette trattative, non può esimersi dal valutare unitariamente e comparativamente il comportamento degli obbligati in questa fase, allo scopo di accertare se l’eventuale contegno sleale, dilatorio e non di buona fede di qualcuno di essi – a parte la configurabilità a suo carico di una responsabilità precontrattuale ex art. 1337 c.c. – abbia potuto da r luogo a responsabilità contrattuale, incidendo negativamente nella fase esecutiva del contratto alla cui modificazione le trattative tendevano, giustificando l’inadempimento dell’altra parte.”

<sup>339</sup> Così, G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., p. 107.

<sup>340</sup> Secondo F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 315: “La rinegoziazione “diventa un effetto legale della fattispecie, un obbligo nascente direttamente dalla legge,

la disciplina della eccessiva onerosità sopravvenuta, esempio di disposizione che incorpora un obbligo di rinegoziazione, oltre che espressione di un *favor* dell'ordinamento per la conservazione del contratto a lungo termine mediante revisione del rapporto,<sup>341</sup> in materia di onerosità sopravvenuta: “La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto.”

In questo senso, l'offerta di rinegoziare tendente a ristabilire l'equilibrio contrattuale ha un potere “paralizzante” nei confronti della domanda di risoluzione.

In presenza di tale offerta di rinegoziazione della prestazione ormai diventata eccessivamente onerosa, il sinallagma sopravvive e non si scioglie per effetto della domanda di risoluzione.

Il passo successivo porta all'individuazione di un obbligo di rinegoziare “generale” e generico discendente dall'obbligo di buona fede<sup>342 343</sup>, cui deve

---

nell'ipotesi prevista dall'art. 1467, c.c.”; Cfr. R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., p. 722. L'A. parla a riguardo di “sopravvenienze atipiche”.

<sup>341</sup> Vedi, G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., p. 109: “come si è avuto modo di rilevare, l'ordinamento ha in considerazione la problematica delle alterazioni del contratto dovute a sopravvenienze ed è particolarmente sensibile alle esigenze di equilibrio e di riequilibrio tra le prestazioni contrattuali; ciononostante le risposte che forniscono, intermini di rimedi generali, non sempre risultano idonee a soddisfare le aspettative e le ragioni dell'economia del contratto (specie se si considerano quei contratti che, per loro natura o per scelta delle parti, sono destinati a vivere per un lungo periodo di tempo). L'art. 1467 c.c. è sicuramente l'esempio di questa inadeguatezza, anche se la disciplina che ne discende mette in luce la preferenza accordata dal nostro ordinamento giuridico alla conservazione del contratto mediante revisione (non è infatti casuale che la richiesta di riconduzione ad equità del contratto abbia il potere di vanificare la domanda di risoluzione eventualmente proposta dalla parte onerata).

<sup>342</sup> In materia, si rimanda a G. ALPA, *Appunti sulla buona fede integrativa nella prospettiva storica e del commercio internazionale*, in *Contratti*, 2001, p. 723 e ss.

<sup>343</sup> Vedi F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 312: “L'individuazione dell'obbligo di rinegoziare a seguito dell'offerta ex art. 1467 c.c., induce ad interrogarsi sulla ricostruzione dell'obbligo in termini di effetto legale della conclusione di un contratto a lungo termine. In sostanza, l'esistenza stessa di un rapporto contrattuale destinato a protrarsi nel tempo, potrebbe implicare un obbligo reciproco dei contraenti a trattare le condizioni della modificazione del contratto, anche indipendentemente dalla ricorrenza di tutti i requisiti per la risoluzione ex art. 1467, ossia quanto volte la situazione di fatto sia tale da non permettere l'adempimento delle obbligazioni assunte, senza un sostanziale sacrificio economico per il debitore (ancorchè non in misura tale da far scattare presupposti della risoluzione per eccessiva onerosità). Non è un caso che la tentazione di individuare un obbligo di rinegoziare di fonte legale nei contratti a lungo termine si colga nella più attenta e recente dottrina in materia di contratto. Tuttavia il fondamento dell'idea, senz'altro in linea

essere improntato il comportamento dei contraenti durante la genesi e lo svolgimento del rapporto contrattuale (art. 1375 c.c.)<sup>344</sup> e che diventa esso stesso, fonte (integrativa)<sup>345</sup> di regolamentazione del rapporto (art. 1374 c.c.).<sup>346</sup>

In base alla lettura costituzionalmente orientata dell'obbligo di buona fede, incentrata sull'ottica solidaristica espressa dall'art. 2, scaturisce per ciascuno dei contraenti l'obbligo di salvaguardare l'interesse dell'altro e fare tutto il possibile per la realizzazione dello stesso, se ciò non comporta un sacrificio gravoso ed insostenibile per il proprio interesse.<sup>347</sup>

L'obbligo di rinegoziare non previsto in una specifica clausola, che viene ermeneuticamente fatto derivare dall'espansione della clausola di buona fede generale in virtù della citata ottica solidaristica, deve allora essere riletto ed interpretato alla luce di tale clausola.

Partendo dall'obbligo di buona fede, che assume carattere immediatamente precettivo per le parti e che viene quindi inteso come "forma di protezione delle ragioni della controparte",<sup>348</sup> possiamo arrivare ad una delimitazione del contenuto e dell'operatività dell'obbligo di rinegoziare da esso nascente.

---

con la dinamica dei contratti a lungo termine, deve essere innanzitutto sottoposto a verifica alla luce del sistema di gestione del rischio delle sopravvenienze, così come predisposto dal legislatore ed appena esaminato nei suoi tratti salienti. Quali potrebbero essere gli indici normativi da cui desume, in presenza di un contratto a lungo termine, l'obbligo di rinegoziare non esplicitato dai contraenti? Da una rapida ricognizione delle norme generali e speciali della disciplina dei contratti relativa alle modificazioni in corso di rapporto si è potuto appurare che il fulcro dell'adeguamento è rinvenibile nel principio di buona fede, nelle diverse fasi della vicenda contrattuale e nella regola dell'equità, quale criterio che consente al giudice di pervenire alla soluzione della controversia che più si avvicina all'assetto negoziale ovvero all'equilibrio patrimoniale che le parti, trattando correttamente, avrebbero esse stesse raggiunto."

<sup>344</sup> Vedi art. 1375, c.c.: "Il contratto deve essere eseguito secondo buona fede."

<sup>345</sup> Si rimanda al contributo di S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969.

<sup>346</sup> Vedi art. 1374, c.c.: "Il contratto obbliga le parti non solo a quanto è nel medesimo espresso, ma anche a tutte le conseguenze che ne derivano secondo la legge, o in mancanza, secondo gli usi o l'equità."

<sup>347</sup> In questo senso, Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Corr. giur.*, 1994, p. 566 e ss.: "In tema di esecuzione del contratto, la buona fede si atteggia come impegno di cooperazione o un obbligo di solidarietà che impone a ciascun contraente di tenere quei comportamenti che, a prescindere da specifici obblighi contrattuali, o dal dovere extracontrattuale del *neminem ledere*, siano idonei a preservare gli interessi della controparte senza rappresentare un apprezzabile sacrificio."

<sup>348</sup> Così, F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 355.

La buona fede costituisce un parametro oggettivo utile per valutare il contegno delle parti nell'arco dello svolgimento di tutto il rapporto contrattuale, tenendo comunque sempre presente che il dato oggetto di valutazione rappresentato dal comportamento delle parti deve essere considerato come inscritto in un contesto più esteso, che deve per forza tenere conto degli interessi delle parti stesse, *rectius*, degli interessi che le parti volevano realizzare con quel rapporto contrattuale oggetto di rinegoziazione.<sup>349</sup>

In quest'ottica possiamo completare il quadro d'indagine considerando l'obbligo di rinegoziazione (non espressamente oggetto di previsione contrattuale) come corollario del generale principio di buona fede, da leggersi quindi in un'ottica solidaristica, nel senso che la parte deve accettare l'invito alla rinegoziazione se e solo se tale operazione non sia per la stessa un sacrificio particolarmente gravoso e se attraverso la rinegoziazione sia ancora possibile mantenere, preservare e raggiungere l'originario assetto di interessi che si volevano raggiungere con quella operazione negoziale.<sup>350</sup>

---

<sup>349</sup> Vedi, F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 355: “[...] Il principio di buona fede non vale come mero supporto all'esecuzione sic et simpliciter degli obblighi di carattere procedimentale imposti dal contratto (ovvero delle altre prescrizioni che, per la loro inderogabilità, entrano ope legis a far parte del contenuto del contratto) esso può costituire autonomo criterio di valutazione del comportamento delle parti nell'adempimento dell'obbligo di rinegoziazione, in relazione alle circostanze e, come si è avuto modo di rilevare più di una volta, alla natura dell'affare. Si comprende ove si consideri il risultato che le parti hanno avuto di mira, come il criterio di buona fede non possa essere relegato a strumento di individuazione e valutazione delle sole attività accessorie, distinte dalla prestazione che, di volta in volta, viene in considerazione. La valutazione di buona fede investe, piuttosto, l'esecuzione del contratto nel suo insieme e va effettuata in relazione al complessivo comportamento tenuto dalle parti nel corso del rapporto, e sempre in vista dell'obiettivo finale che esse si sono prefissate. Nella disciplina dell'esecuzione dei contratti a lungo termine, sembra di poter rilevare che il ruolo della buona fede contrattuale è sintetizzabile in termini schematici e descrittivi: il contratto, (o la legge, mediata dalle disposizioni negoziali), indica l'esistenza, nonché il contenuto dell'obbligo, mentre il criterio di buona fede (ovvero della correttezza, offre lo strumento giuridico per individuare le modalità concrete dell'adempimento dell'obbligo. E semplificando ancor più il discorso, il contratto stabilirebbe quale sia l'obbligo, mentre la correttezza e la buona fede costituirebbero gli strumenti giuridici per determinare come l'obbligo vada adempiuto.”

<sup>350</sup> Vedi G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., p. 134: “L'obbligo di rinegoziare non impone alle parti il raggiungimento di un accordo (un risultato), ma le impegna semplicemente a mettere in discussione i termini dell'originario contratto nel tentativo serio di ricostituire, ove ciò risponda a ragioni di efficienza e reciproca convenienza economica, l'alterato equilibrio contrattuale.”

La giurisprudenza tende invece ad escludere l'esistenza di un generale obbligo di rinegoziazione, mostrando in alcune pronunce un chiaro *favor* per l'immutabilità del rapporto contrattuale secondo il generale principio del *pacta sunt servanda*.<sup>351</sup>

Il risultato della rinegoziazione non è un nuovo contratto, quanto un accordo modificativo del precedente.

L'accordo modificativo determina semplicemente un "aggiustamento"<sup>352</sup>, che non va minimamente ad alterare lo schema causale e strutturale del contratto precedente le cui pattuizioni che non vengono intaccate dall'accordo di revisione, restano in piedi.<sup>353</sup>

Non si ha quindi, per nessun motivo, neppure in caso di revisione pressoché totale del contenuto del contratto, una novazione, ma solamente una modifica, che può anche essere marginale, del precedente contratto.<sup>354</sup>

Per aversi novazione le parti dovrebbero intervenire sul titolo e sull'oggetto del rapporto manifestando chiaramente, l'intento di porre nel nulla il vecchio regolamento contrattuale, che cesserebbe, a tutti gli effetti, di avere contenuto vincolante per lasciare il posto ad un accordo completamente nuovo e differente.

Il negozio modificativo si pone invece come accessorio rispetto al rapporto obbligatorio fondamentale, al quale è collegato.<sup>355</sup>

---

<sup>351</sup> Vedi Trib. Pescara, 24 gennaio 1997, in *Foro it.*, 1998, I, p. 613 e ss.; Trib. Milano, 9 gennaio 1997, in *Riv. arb.*, 1999, p. 67 e ss. Propende per l'esistenza dell'obbligo, derivante, secondo la ricostruzione prospettata, dalla clausola generale di buona fede, il Lodo arb. 19 luglio 2004, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 549 e ss.

<sup>352</sup> Così, G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto*, cit., p. 159.

<sup>353</sup> Un'autorevole dottrina fa notare che "quel che deve rilevarsi è che comunque, in caso di rinegoziazione parziale, la parte non in discussione del regolamento contrattuale non rimane indifferente alla modificazione delle altre clausole. L'adeguamento parziale spiegherà i suoi effetti sul piano dell'interpretazione del contratto. Infatti, se le clausole del contratto devono essere interpretate le une per mezzo delle altre (secondo quanto disposto dall'art. 1363 c.c.), ogni modificazione, sia pure soltanto parziale del contratto, non potrà non incidere sulla sua esegesi complessiva." Così, F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 369.

<sup>354</sup> Vedi F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 362: "Il punto dal quale deve muovere l'indagine si rinviene nel riconoscimento attribuito da dottrina e giurisprudenza alla categoria del negozio modificativo, quale manifestazione di volontà volta a regolare privati interessi, già disciplinati da un precedente regolamento negoziale, apportandovi una modificazione tale da non incidere sulla fisionomia originaria del rapporto."

Da questo possiamo facilmente dedurre che, se un contratto presenta per un contraente profili negativi dal punto di vista patrimoniale, cioè delle evidenti perdite, con il meccanismo della rinegoziazione potranno essere modificate delle clausole, ma i rapporti di dare-avere derivanti dal rapporto negoziale, non si estinguono.

In pratica la rinegoziazione potrà giovare per il futuro, nel senso che potrà essere utile per rendere il rapporto proficuo e conveniente per i contraenti, ma non cancella le perdite pregresse.

Il problema si pone, in relazione ai contratti derivati pubblici, in quanto nella stragrande maggioranza dei casi, tali operazioni contrattuali, nel momento in cui manifestavano perdite per gli enti pubblici, divenivano oggetto, su invito dell'intermediario finanziario, di rinegoziazione.

Abbiamo visto, infatti, che uno dei motivi principali che ha portato gli enti ad optare per la rinegoziazione del derivato è stata proprio l'esistenza di ingenti perdite, imprevedibili *ex ante* e potenzialmente illimitate, vista anche la inapplicabilità del rimedio risolutorio conseguente ad eccessiva onerosità sopravvenuta dovuta alla natura aleatoria di tali contratti.

L'ente pubblico, attraverso l'operazione di rinegoziazione, aveva di mira l'arginamento delle perdite mediante una modifica delle originarie condizioni contrattuali pattuite, ma nella maggior parte dei casi, l'operazione ha portato come

---

<sup>355</sup> Vedi F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, cit., p. 370: "Se appare indubbio il carattere accessorio dell'accordo modificativo nel quadro del rapporto obbligatorio fondamentale, sembra altra tanto indiscutibile il collegamento negoziale, nella vicenda della rinegoziazione, fra il rapporto obbligatorio fondamentale ed i patti o contratti modificativi, che finisce per determinare l'assorbimento di questi ultimi nel primo, in considerazione del carattere unitario del rapporto e della conseguente funzione integrativa degli accordi modificativi." Secondo G. MARASCO, *La rinegoziazione*, cit., p. 160: "La causa dell'accordo modificativo consiste, appunto, nella modificazione del contratto a cui inerisce, il che almeno in astratto ne fa un contratto autonomo perché dotato di una propria giustificazione economico-sociale; in concreto, invece, rileva il contesto giuridico ed economico in cui il contratto modificativo si pone quale strumento che permette la completa e perfetta realizzazione della dell'operazione insita nell'accordo originario (modificato). Il carattere unitario dell'operazione che i due contratti mirano a realizzare determina il configurarsi tra questi di un commissione a rilevanza causale, sì che l'accordo modificativo si presenta come accessorio rispetto al contratto modificato (per cui la validità e l'efficacia del secondo costituisce un presupposto per la validità e l'efficacia del primo, con la conseguenza che le vicende che interessano il contratto principale vengono a ripercuotersi su quello secondario modificativo."

risultato il sommarsi delle perdite pregresse, che sopravvivevano, dato il carattere normalmente non novativo dell'accordo di rinegoziazione, alle perdite sopravvenute nella successiva fase del rapporto negoziale, che prendeva vita dopo la rinegoziazione.

Le pregresse perdite venivano solamente dilazionate, spostate nel prossimo futuro, favorendo un meccanismo di deresponsabilizzazione per le amministrazioni in carica, che rimandavano il debito contratto ai loro successori.<sup>356</sup>

Ci si chiede se, nel caso dei contratti *Irs* sottoscritti da enti territoriali, non sarebbe più utile e proficuo rendere il meccanismo della rinegoziazione più difficilmente accessibile per gli enti, subordinarlo magari a parametri più rigidi, imponendo, nel caso, una risoluzione consensuale, da operarsi alla fisiologica scadenza del rapporto negoziale con l'intermediario, nel caso in cui si manifestassero delle perdite di particolare entità.<sup>357</sup>

---

<sup>356</sup> Cfr. a riguardo C. conti, Sez. contr. Umbria, 22 settembre 2008, n. 39, citata da E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 402: "Si osserva inoltre, in senso più generale, che le ricontrattazioni dei derivati, allorché motivate dal valore negativo assunto dai contratti - la cui rimodulazione persegue lo scopo di conseguire un nuovo vantaggio - scontano tuttavia condizioni ulteriormente negative spalmate sugli anni futuri. Occorre inoltre prestare attenzione alle strutture delle operazioni che, benché all'inizio garantiscono flussi positivi per le casse pubbliche, negli anni successivi si rivelano svantaggiose per gli enti. Infatti, lo smontaggio delle operazioni in essere non solo aumenta la complessità degli strumenti, ma rappresenta, di norma, un ulteriore aggravio per gli enti, seppure negoziato per gli anni successivi. Le rimodulazioni, seppure operate a fronte di mark to market negativi, possono determinare effetti a cascata, con esposizioni finanziarie destinate a divenire progressivamente insostenibili. Tale fenomeno, unito a quello dell'allungamento della scadenza dei debiti sottostanti e dei correlativi derivati, se trova la sua principale causa nelle difficoltà finanziarie degli enti, induce motivi di particolare preoccupazione per le conseguenze sulle gestioni future, destinate a farsi carico degli effetti negativi loro tramandati, se non correttamente contabilizzati al momento delle rinegoziazioni.

<sup>357</sup> Secondo M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit., p. 358: " non mi pare vi sia dubbio - a livello di principio - che tanto se il contratto sia nato con finalità di copertura, quanto lo sia per finalità meramente speculative, ove si intervenga con una ristrutturazione, la seconda operazione debba necessariamente avere finalità di speculazione se è vero, come è vero, che con la ristrutturazione si vuole differire nel tempo l'esplicitazione della perdita dell'operazione precedente confidando in eventi futuri che - se si verificheranno - consentiranno l'assorbimento o la riduzione di detta perdita."



### 3.5. *L'up-front payment.*

Strettamente connessa al problema della rinegoziazione è quello relativo all'operatività ed alla natura della clausola *up-front*.<sup>358</sup>

Con il termine *up-front* si intende “la componente (o la risultante) addizionale con cui le parti rimodulano (o, ciò che è lo stesso) rinegoziano le condizioni di un contratto derivato in essere ovvero con cui improntano la stipulazione originaria del contratto ad un'(apparente) utilità per la parte avversa producendo e versando, a favore della stessa, una determinata somma liquida.”<sup>359</sup>

Si tratta di un meccanismo che è stato frequentemente usato nei contratti derivati sottoscritti dagli enti locali, consistente proprio nel versamento, da parte dell'intermediario ed in favore dell'ente stesso, al momento della conclusione del contratto, ma più spesso in sede di rinegoziazione, di un anticipo in denaro, che veniva successivamente recuperato attraverso “un'alterazione delle condizioni generali dell'accordo.”<sup>360</sup>

Possiamo provare ad esemplificare: si pensi ad un ente che stipuli un contratto di Irs nella sua forma più semplice (c.d. *plain vanilla*) di durata quinquennale.

Si immagini che, nel corso del rapporto contrattuale, prima della scadenza fisiologica del rapporto, l'ente rilevi di essere in perdita in conseguenza

---

<sup>358</sup> Indicata anche come *up-front payment*, *up-front fee* o più semplicemente *up-front*.

<sup>359</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 469.

<sup>360</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 401. Secondo l'A. “Il ricorso a siffatto metodo di negoziazione è stato, tanto per gli enti pubblici quanto per le imprese, la ragione principale della degenerazione debitoria registrata sulle posizioni derivative degli ultimi anni e, insieme, la causa stessa della violenta reazione opinionistica all'uso dei derivati e della connessa “presunzione di maleficio” intrinseco allo strumento.”

dell'operazione intrapresa e si rivolga alla controparte, ovvero, all'intermediario finanziario per porre termine anticipatamente all'operazione.

L'intermediario, al fine di determinare le esatte posizioni di dare/avere derivanti dall'operazione contrattuale, effettuerà un'operazione di calcolo definita *mark-to-market*<sup>361</sup> e comunicherà all'ente il costo derivante dalla anticipata conclusione del rapporto.

L'alternativa ad una risoluzione consensuale è costituita, come abbiamo avuto modo di evidenziare, dalla rimodulazione.

In sede di rinegoziazione vengono modificati alcuni elementi dell'operazione, come per esempio i tassi di interesse di riferimento o il capitale nozionale e viene contestualmente versata all'ente una somma da parte dell'intermediario, che normalmente corrisponde all'entità delle perdite sofferte dall'ente durante la prima fase del rapporto precedente la rinegoziazione, che corrisponde all'*up-front payment*.<sup>362</sup>

L'ente utilizzerà la somma proprio per ripianare le perdite pregresse.

Nel caso in cui l'*up-front* venisse corrisposto al momento della stipulazione, cioè al momento della genesi del rapporto contrattuale, l'ente si troverebbe ad ottenere una momentanea disponibilità di cassa che potrà essere liberamente utilizzata.

---

<sup>361</sup> Vedi E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 471: "La locuzione che può letteralmente tradursi come "marcare il mercato", esprime un metodo valutativo del valore corrente di un contratto derivato. Il *mark-to-market* nasce essenzialmente come strumento di monitoraggio e come criterio di calcolo della emarginazione. Nella sostanza il metodo consiste in una sorta di simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti. Tale metodo di simulazione risponde *in primis* ad una funzione di controllo dell'andamento giornaliero del rapporto fra due controparti. La sua efficacia è ormai da tempo pacificamente riconosciuta, al punto tale che l'impiego del *mark-to-market* veniva ritenuto, in un certo modo, sostitutivo dell'obbligo di segnalazione costante del superamento del margine critico di perdita.

<sup>362</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 470: "in concreto (le cifre sono volutamente semplificate), supponendo un *Irs* con un tasso fisso del 5% contro un tasso variabile pari all'Euribor + 3 punti, il nuovo contratto contemplerà un Euribor + 5 punti (due in più del precedente) a carico dell'impresa. Tuttavia nella definizione dell'importo dovuto dalla banca, verrà addizionata una cifra secca, pari, ad esempio, a 100.000 Euro. Detto importo costituisce propriamente l'*up-front*."

L'*up-front* erogato al momento della stipulazione dà origine ad una particolare situazione in cui le posizioni delle parti nella fase iniziale del rapporto non sono pari.

Normalmente il contratto derivato, nella fattispecie *Irs*, al momento della sua sottoscrizione, della sua nascita, “dovrebbe dare a ciascuna delle parti il 50 % di possibilità di vittoria”<sup>363</sup>, cioè il *mark-to-market* iniziale delle operazione dovrebbe essere pari a zero.

In dottrina ci si è chiesti se e come la clausola *up-front* che prevede un pagamento immediato a carico di una delle parti, possa essere ritenuta compatibile con lo schema del contratto derivato ed in particolare dell'*Irs*, che prevede invece, come più volte affermato, uno scambio di flussi di pagamento ottenuti e calcolati sulla base di differenti tassi di interesse del cui andamento si tiene per forza conto con riferimento al lungo periodo ( di solito trimestrale).<sup>364</sup>

Il problema in realtà non si pone se si considera che, nel caso di versamento di *up-front* al momento della rinegoziazione, la somma versata corrisponda praticamente sempre alle perdite subite dall'ente.

Cioè se il Comune X ha subito, a seguito della sottoscrizione dell'*Irs* con la Banca Y, perdite per € 100.000, sarà automatico che, al momento della rinegoziazione, la somma corrisposta dalla Banca Y all'ente a titolo di *up-front* sia pari a € 100.000 e quindi all'ammontare delle perdite subite.<sup>365</sup>

Nel caso invece di *up-front* corrisposto all'inizio del rapporto, l'importo dello stesso non sarà vincolato al *mark-to-market* e potrà essere liberamente deciso dalle parti.

---

<sup>363</sup> Così, M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p. 26 e ss.

<sup>364</sup> In questo senso, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 471. Cfr anche M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo dir.*, 2007, p. 521. Secondo l'A: “l'*up-front* sarebbe incompatibile con il contratto derivato puro, se è vero che, a fronte di una finalità non meglio definita è il cliente che dovrebbe pagare un qualcosa alla banca, non certo ricevere.”

<sup>365</sup> In questo senso si veda App. Trento, 5 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): “Il valore dell'*up-front* è tanto più alto quanto più è negativo il valore del contratto per il cliente; l'*up-front* costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione del rischio maggiore perché tale *up-front* rappresenta il pagamento del costo implicito del contratto.”

Ci si interroga su quel possa essere la natura giuridica dell'*upfront-payment* e da molte parti si tende a configurarlo come una somma concessa dall'intermediario a titolo di finanziamento, che deve essere usata nella continuazione del rapporto contrattuale oggetto di rinegoziazione.<sup>366</sup>

L'idea di ricondurre l'*up-front* ad un finanziamento non coglie fino in fondo, a parere di chi scrive, la vera essenza dell'istituto.

Innanzitutto, perché si possa parlare di finanziamento, è necessario che vi sia, in capo al finanziato, un obbligo restitutorio, obbligo che mai è possibile riscontrare in nessun contratto *Irs*.

Si immagini un Istituto di credito che concede a mutuo una somma: per nessun motivo apparirebbe pensabile l'ipotesi di non includere un obbligo restitutorio nella pattuizione, che del resto fa già parte dell'ontologia stessa dell'operazione contrattuale.

In caso di rinegoziazione l'*up-front* offre all'ente in perdita un momentaneo sollievo, nel senso che, attraverso tale meccanismo l'ente può momentaneamente disporre di liquidità, che userà in maniera quasi automatica per ripianare le perdite subite.

---

<sup>366</sup> In questo senso M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit., p. 521: "L'*up-front* è assimilabile ad un finanziamento di cassa finalizzato a coprire la minusvalenza che il cliente non può pagare chiudendo l'operazione (e non genera ricavi per il cliente). Qualifica l'erogazione di *up-front* come senso di operazione complessa, non riducibile ad un mero finanziamento, ma come la "percezione anticipata di un importo che competerà comunque all'ente A. LUPI, *Il contratto di swap nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della sezione regionale Sicilia*, in *Fin. loc.*, 2006, p. 107 e ss. Particolarmente articolata la tesi di B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati, organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 18: da un lato l'A. afferma che "I contratti rimodulati sulla base dell'accredito di *up-front* da parte della banca, non esprimono neanche la natura di contratto derivato, in quanto la causa di finanziamento è in essi prevalente, considerato che l'intero contratto è volto alla restituzione alla banca di finanziamento." Dall'altro fa notare "le forme della restituzione sono affidate ad un meccanismo di formazione delle obbligazioni restitutorie che presenta una onerosità ed un'alea (che nei suoi effetti può definirsi unilaterale) incompatibile con qualsiasi contratto di finanziamento, in quanto la causa restitutoria è assorbita dal fatto che la provvista. Erogata dalla banca con l'*up-front*, diviene la posta di una operazione speculativo-aleatoria volta a scommettere sulla remota possibilità per il cliente che al verificarsi di una serie particolarmente complessa di eventi e di variabili tale somma non debba essere restituita in modo tale da assorbire indirettamente la perdita precedente. Contrario alla ricostruzione dell'*up-front* come finanziamento E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.

Con l'erogazione dell'*up-front* l'intermediario non concede un finanziamento, semplicemente anticipa all'ente parte di quelle somme, di quegli introiti che l'ente stesso spera<sup>367</sup> di ottenere in futuro a seguito della rimodulazione.

Si tratta di un ulteriore elemento aleatorio che si inserisce nello schema (già aleatorio) dell'*Irs*, senza però alterarne lo schema causale che è e rimane uno scambio di pagamenti.

L'*up-front* è una sorta di anticipo di flussi di cassa: l'intermediario “paga immediatamente al cliente ciò che il cliente dovrebbe incassare in futuro.”<sup>368</sup>

Il recupero della somma erogata è possibile per l'intermediario grazie ad un'alterazione delle condizioni contrattuali, effettuata attraverso la rinegoziazione, che si pone sempre nel senso di offerta di condizioni contrattuali peggiori per il cliente.

Sostanzialmente è molto più probabile che, da un contratto rinegoziato derivino per l'ente ulteriori perdite, piuttosto che guadagni, motivo per cui è consigliabile non effettuare tale operazione, ma alla scadenza fisiologica del rapporto, o nel momento in cui ci si rende conto delle perdite, optare per una risoluzione consensuale del rapporto.

Nel caso invece di *up-front payment* che avviene nella fase iniziale del rapporto, tale operazione è giustificata dal fatto dello squilibrio originario del rapporto stesso.

La parte che ha maggiori possibilità di ottenere dei guadagni, deve corrispondere al contraente più svantaggiato una somma, appunto l'*up-front*.<sup>369</sup>

Si comprendono a questo punto anche i dubbi sollevati da un'attenta dottrina riguardo la rinegoziazione, che introdurrebbe ulteriori elementi aleatori

---

<sup>367</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 480.

<sup>368</sup> Così, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 481.

<sup>369</sup> Vedi M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati*, cit., p. 42: “se però si va ad analizzare quello che realmente accade in fase di contrattazione tra banca ed ente locale si capisce che il contratto molto spesso viene costruito volutamente squilibrato proprio per creare lo spazio necessario alla liquidazione di un *up-front*. La conseguenza pratica è che ogni volta che un ente locale acquista un *Irs* che prevede la liquidazione di un *up-front*, sta entrando in un contratto già in partenza probabilmente perdente.

nell'operazione, trasfigurando la funzione del derivato e rendendola speculativa,<sup>370</sup> preclusa agli enti locali.<sup>371</sup>

Di *up-front payment* si è occupata un'importante recente pronuncia, una delle prime in materia di derivati pubblici.<sup>372</sup>, di fatto escludendo la natura di finanziamento dello stesso.

“Dentro un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro 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 upfront – 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 però non muta la funzione economico-giuridica del contratto: esso 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 come effetto l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso di 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 upfront si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da un'anticipazione di credito, perché l'upfront è solo modalità del pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto. [...] Anche ammettendo, per ipotesi, che l'upfront introduca elementi spurii nella qualificazione giuridica del rapporto, si

---

<sup>370</sup> Così, M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, cit., cfr. *infra* § 3.4

<sup>371</sup> Vedi art. 2, d.lgs. 267/2000

<sup>372</sup> Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

deve avere riguardo agli elementi che presentano carattere di prevalenza; e qui la prevalenza è lo scambio di somme tra le parti basate su tassi diversi e il rischio della loro differenza.”

### **3.6. La fase patologica del rapporto contrattuale: annullamento in autotutela degli atti pubblici che compongono la procedura contrattuale e conseguenze sul rapporto negoziale.**

Abbiamo avuto modo di verificare, nel corso della trattazione<sup>373</sup>, che il soggetto pubblico può operare nel campo privatistico, facendo ricorso allo strumento negoziale, che viene scelto, in alternativa al provvedimento di imperio, per il raggiungimento e/o la regolamentazione di interessi che sono e restano sempre pubblici ed etero- determinati.

L'*iter* che dà vita al contratto della pubblica Amministrazione, che abbiamo più volte definito ad evidenza pubblica, che culmina con l'aggiudicazione definitiva, è una procedura composta da fasi che hanno connotati pubblicistici, che rientrano cioè nello spazio del diritto pubblico, nel quale trovano la loro regolamentazione.

Abbiamo avuto modo di vedere che, a differenza del soggetto privato, l'ente pubblico non è libero di scegliere da sé gli interessi da tutelare così come non ha la possibilità di individuare da sé il contraente con il quale procedere alla stipula.

La fase in cui l'amministrazione decide di contrattare, la scelta di ricorrere allo strumento privatistico per la cura degli interessi pubblici che all'ente stesso sono stati affidati dalla legge, si esplica attraverso l'emissione della delibera a contrattare, atto indiscutibilmente pubblico.

Ugualmente, l'individuazione del contraente è il frutto di un procedimento più o meno complesso, che inizia con l'emissione di un bando di gara e culmina con l'aggiudicazione definitiva.

---

<sup>373</sup> Vedi *infra*, cap. II

L'aggiudicazione definitiva può essere considerato lo spartiacque che, nell'ambito dell'evidenza pubblica, separa la fase pubblicistica, da quella invece privatistica, che riguarda l'esecuzione del sinallagma.

Così, qualora dei profili di invalidità emergessero nella fase pubblica della procedura, ed interessassero la delibera a contrarre, il bando di gara e gli atti ad essi connessi, il Giudice competente sarebbe il Giudice amministrativo.

Viceversa, qualora si riscontrassero dei profili patologici nell'esecuzione del contratto, come per esempio un inadempimento tale da legittimare il contraente adempiente a domandare una risoluzione, sarebbe competente il Giudice ordinario, in quanto si ricadrebbe nella fase prettamente privatistica del rapporto.

Le fasi della evidenza pubblica non costituiscono delle monadi a sé stanti, ma l'eventuale eliminazione di uno di quegli atti che abbiamo definito pubblici, che precedono la conclusione vera e propria del contratto, andrebbe a riverberarsi sul contratto concluso.

Per esemplificare, se la delibera a contrarre, atto pubblico imprescindibile con il quale l'ente manifesta la decisione di ricorrere al contratto dovesse presentare dei profili di invalidità formali o sostanziali tali per cui dovesse essere annullato, la sua caducazione, determinerebbe senza ombra di dubbio la carenza di uno dei presupposti fondamentali sui quali il contratto poggia, della sua base giuridica, rappresentata appunto dalla determinazione.

Quale sarebbe dunque la sorte del contratto, della fase privatistica della procedura?

Vi è da dire che il contraente pubblico, in quanto pubblica amministrazione, e quindi soggetto dotato di poteri di imperio che trovano fondamento nella legge, ha comunque un'altra via per raggiungere l'annullamento di un atto emanato, che può concretizzarsi, a prescindere da una pronuncia giurisdizionale, attraverso il procedimento di autotutela.



Secondo l'insegnamento di un'autorevolissima dottrina, l'autotutela è definibile come il potere che l'amministrazione possiede di "farsi ragione da sé"<sup>374</sup>.

Si tratta del potere che l'ordinamento accorda all'Amministrazione, che si estrinseca nella possibilità "di rimuovere essa stessa gli ostacoli che si frappongono tra il provvedimento ed il risultato cui essa mira, ovvero la realizzazione dell'interesse pubblico concreto per la tutela del quale il provvedimento è stato emanato".<sup>375</sup>

In origine l'insegnamento di un'autorevolissima dottrina collocava e riferiva il concetto di autotutela nell'ambito del potere di esecuzione coattiva diretta dei provvedimenti amministrativi che spetta alla pubblica Amministrazione in quanto tale.<sup>376</sup>

In una successiva fase, al potere di esecuzione coattiva del provvedimento si ricongiunge quello di riesaminare autonomamente tutti i provvedimenti emanati, al fine di verificarne la validità, ovvero la corrispondenza ai parametri normativi, potere che trova il suo fisiologico sbocco nella possibilità di eliminare autonomamente l'atto stesso, in caso di profili patologici.<sup>377</sup>

Secondo un successivo autorevole insegnamento, di autotutela è lecito parlare tutte le volte in cui all'amministrazione interessa "risolvere situazioni conflittuali, attuali o potenziali", che possono insorgere e che manifestarsi nei rapporti con altri soggetti che vengono a contatto con l'amministrazione.<sup>378 379</sup>

---

<sup>374</sup> La definizione è di F. BENVENUTI, *Autotutela (dir. amm.)*, in *Enc. dir.* VII, Milano, 1959, p. 537.

<sup>375</sup> Così, F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2010, p. 1240.

<sup>376</sup> In questo senso, M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., p. 830 e ss.

<sup>377</sup> Si veda a riguardo F. CAMMEO, *Corso di diritto amministrativo*, II, Padova, 1914 (rist. 1992), p. 1448 e ss.

<sup>378</sup> Così, F. BENVENUTI, *Autotutela*, cit., p. 537 e ss.; Si rimanda anche all'opera di M. SANDULLI, *Manuale di diritto amministrativo*, XV, Napoli, 1989. Secondo l'A. nell'ambito dell'autotutela, oltre all'esecuzione coattiva dei provvedimenti emanati, al riesame degli stessi, rientrerebbero anche poteri sanzionatori, di controllo e di sospensione dei provvedimenti stessi.

<sup>379</sup> Vedi F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., p. 1241: "Nell'impostazione tradizionale, dunque l'autotutela è tra quegli istituti che, nel loro insieme, si inseriscono e formano il quadro di una pubblica amministrazione in posizione di preminenza, esercitando

L'esercizio del potere di riesame, che l'Amministrazione esercita al fine di controllare e scongiurare la presenza o l'insorgenza di profili patologici negli atti emanati, può avere un esito demolitorio, nel caso in cui all'esito del riesame si proceda all'annullamento e quindi alla rimozione del provvedimento considerato invalido.

Può avere inoltre esito conservativo, da un lato, nell'ipotesi in cui l'atto non presenti vizi di sorta e resti quindi valido a tutti gli effetti, continuando a produrre gli effetti tipici per i quali era stato emanato, dall'altro, nel caso in cui si possa procedere ad una sanatoria dello stesso, pur in presenza di profili di invalidità; può infine avere un esito confermativo nel caso in cui non sia necessario compiere interventi di sanatoria.

I provvedimenti che la pubblica Amministrazione adotta in autotutela, vengono definiti provvedimenti di secondo grado.<sup>380</sup>

Il fondamento normativo dell'autotutela con esito demolitorio è rappresentato dall'art. 21-*nonies*, l. 7 agosto 1990, n. 241 (c.d. legge sul procedimento amministrativo):

“Il provvedimento amministrativo illegittimo ai sensi dell'articolo 21-*octies* può essere annullato d'ufficio, sussistendone le ragioni di interesse pubblico, entro un termine ragionevole e tenendo conto degli interessi dei destinatari e dei controinteressati, dall'organo che lo ha emanato, ovvero da altro organo previsto dalla legge. È fatta salva la possibilità di convalida del provvedimento annullabile, sussistendone le ragioni di interesse pubblico ed entro un termine ragionevole”.

Il fondamento del potere di revoca si rinviene invece nel corpo dell'art. 21-*quinques*, l. 241/90: “1. Per sopravvenuti motivi di pubblico interesse ovvero nel

---

poteri di imperio che si ricollegano, *ab antiquo*, alla sovranità dello Stato, emanando provvedimenti autoritativi in quanto tali capaci di porsi (e di produrre i propri effetti) anche contro la volontà dei loro destinatari. Dal punto di vista di questi ultimi, l'autotutela si presenta invece (e tende a divenire sempre di più) un sistema di garanzie sostanziali nei confronti dei provvedimenti imperativi, mediante il quale l'amministrazione, anche su sollecitazione degli stessi privati, cerca essenzialmente di adeguare la propria organizzazione e a propria azione alla trasformazione delle circostanze storiche e fattuali che l'hanno portata ad emanare determinati provvedimenti amministrativi.”

<sup>380</sup> Si rimanda a F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., p. 1242 e ss.

caso di mutamento della situazione di fatto o di nuova valutazione dell'interesse pubblico originario, il provvedimento amministrativo ad efficacia durevole può essere revocato da parte dell'organo che lo ha emanato ovvero da altro organo previsto dalla legge. La revoca determina la inidoneità del provvedimento revocato a produrre ulteriori effetti. Se la revoca comporta pregiudizi in danno dei soggetti direttamente interessati, l'amministrazione ha l'obbligo di provvedere al loro indennizzo. 1-bis. Ove la revoca di un atto amministrativo ad efficacia durevole o istantanea incida su rapporti negoziali, l'indennizzo liquidato dall'amministrazione agli interessati è parametrato al solo danno emergente e tiene conto sia dell'eventuale conoscenza o conoscibilità da parte dei contraenti della contrarietà dell'atto amministrativo oggetto di revoca all'interesse pubblico, sia dell'eventuale concorso dei contraenti o di altri soggetti all'erronea valutazione della compatibilità di tale atto con l'interesse pubblico. 1-ter. Ove la revoca di un atto amministrativo ad efficacia durevole o istantanea incida su rapporti negoziali, l'indennizzo liquidato dall'amministrazione agli interessati è parametrato al solo danno emergente e tiene conto sia dell'eventuale conoscenza o conoscibilità da parte dei contraenti della contrarietà dell'atto amministrativo oggetto di revoca all'interesse pubblico, sia dell'eventuale concorso dei contraenti o di altri soggetti all'erronea valutazione della compatibilità di tale atto con l'interesse pubblico.”<sup>381</sup>

Una delle sostanziali differenze tra annullamento d'ufficio e revoca, si rinviene nell'operatività temporale: Il primo ha cioè effetti *ex tunc*, la seconda *ex nunc*.

Ancora, tra gli “elementi di diversità che caratterizzano la disciplina dell'annullamento da quella della revoca, inoltre, gioca un ruolo fondamentale l'affidamento del privato: infatti, mentre nella disciplina dettata dall'art. 21-*nonies* (annullamento) l'affidamento si connota quale

---

<sup>381</sup> L'art. 21-*quater* l.241/90 contempla il potere di revoca dell'efficacia del provvedimento: “1. I provvedimenti amministrativi efficaci sono eseguiti immediatamente, salvo che sia diversamente stabilito dalla legge o dal provvedimento medesimo.  
2. L'efficacia ovvero l'esecuzione del provvedimento amministrativo può essere sospesa, per gravi ragioni e per il tempo strettamente necessario, dallo stesso organo che lo ha emanato ovvero da altro organo previsto dalla legge. Il termine della sospensione è esplicitamente indicato nell'atto che la dispone e può essere prorogato o differito per una sola volta, nonché ridotto per sopravvenute esigenze.”

effettivo limite al potere di annullamento, nella disciplina contenuta nell'art. 21-*quinques* (revoca), riemerge in filigrana quale parametro di valutazione dell'indennizzo da corrispondere a favore del privato.”<sup>382</sup>

Di esercizio di autotutela, anche in riferimento ad atti inerenti l'evidenza pubblica e quindi ai rapporti contrattuali della pubblica Amministrazione, si occupano alcune recenti disposizioni normative, inserite nel corpo della l. 311/2004 (Legge finanziaria per il 2005).

Tale norma consente il ricorso all'autotutela, riconoscendo come interesse pubblico *in re ipsa*, l'interesse ad evitare, con la sopravvivenza del provvedimento invalido, un illegittimo “esborso di denaro pubblico.”<sup>383</sup>

La norma contempla anche il caso di esercizio di autotutela avente ad oggetto l'annullamento di provvedimenti che incidono su rapporti contrattuali o convenzionali, come nel caso di annullamento di uno di quegli atti (come la determinazione a contrattare) pubblicisticamente connotati della procedura contrattuale ad evidenza pubblica.<sup>384</sup>

Dal combinato disposto della l. 241/90 e della L. 311/2004, possiamo dedurre che il potere di autotutela e quindi di annullamento d'ufficio è esercitabile dall'Ente nel rispetto di determinati presupposti, ovvero un interesse pubblico che giustifichi l'eliminazione del provvedimento,<sup>385</sup>

---

<sup>382</sup> Così F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., p. 1261.

<sup>383</sup> Vedi art. 1, comma 136, l. n. 311/2004: “Al fine di conseguire risparmi o minori oneri finanziari per le amministrazioni pubbliche può sempre essere disposto l'annullamento di ufficio di provvedimenti amministrativi illegittimi, anche se l'esecuzione degli stessi sia ancora in corso.”

<sup>384</sup> “L'annullamento di cui al primo periodo di provvedimenti incidenti su rapporti contrattuali o convenzionali con privati deve tenere indenni i privati stessi dall'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante, e comunque non può essere adottato oltre tre anni dall'acquisizione di efficacia del provvedimento, anche se la relativa esecuzione sia perdurante.”

<sup>385</sup> L'interesse pubblico deve risultare dalla motivazione dell'atto di ritiro; motivazione che dovrà essere tanto più specifica quanto più lungo è il tempo trascorso tra l'emanazione dell'atto originario e quello dell'annullamento. In questo senso, Cons. Stato, sez. I, parere 4 febbraio 2009, in proc. 152/2009; TAR Lazio, sez. III, 3 luglio 2009, n. 6443, citata da F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., p. 1252. In alcuni casi l'interesse pubblico è considerato *in re ipsa* e pertanto non è necessaria una motivazione specifica, come nel caso di provvedimento contrastante con decisione vincolante della Commissione europea o con atto normativo comunitario direttamente applicabile. Così, TAR Sicilia, Palermo, sez. III, 6 giugno 2008, n. 1680, in *Foro amm.*, TAR, 2008, p. 1852 e ss.

l'instaurazione del procedimento entro un ragionevole lasso di tempo dall'emanazione del provvedimento<sup>386</sup> e la salvaguardia, per quanto possibile, dell'interesse dei destinatari del provvedimento e comunque degli interessati.

Nel caso in cui all'autotutela si faccia ricorso per conseguire un risparmio o comunque un minore onere finanziario per l'Amministrazione, l'interesse pubblico presupposto dell'esercizio dell'autotutela, è considerato esistente *in re ipsa*.

Proviamo per un momento a pensare al caso della procedura ad evidenza pubblica: l'annullamento in autotutela della determinazione a contrarre, che è un atto pubblico, priverebbe il contratto stipulato di un suo essenziale presupposto, posto che la determinazione a contrarre rappresenta l'espressione della volontà dell'ente, che si forma tramite i suoi organi.

Il soggetto pubblico ha però, nel rispetto dei limiti che abbiamo analizzato, il potere di espungere gli atti da lui stesso emanati, in ottemperanza agli interessi pubblici di cui è portatore.

Ogni atto compiuto dal soggetto pubblico è volto alla cura di interessi pubblici che sono eterodeterminati.

Nel caso dell'evidenza pubblica l'annullamento in autotutela degli atti pubblici della procedura va a causare anche una virtuale inefficacia del contratto sottoscritto; è come se l'ente, unilateralmente avesse il potere di privare il contratto di efficacia, di farlo nel nulla privandolo di effetti, potere che, se non esercitato correttamente, in armonia con le disposizioni esaminate, rischia di

---

<sup>386</sup> Vedi F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, cit., p. 1252: "Se il provvedimento viene giudicato subito dopo la sua emanazione, non può evidentemente giocare nessun ruolo il decorso del tempo (poiché non ve n'è stato), apparendo logico attribuire rilievo al solo vizio inficiante l'atto. La stessa cosa non può dirsi, invece, allorché sia decorso del tempo dall'emanazione dell'atto, giacché in questo caso, i fatti di cui questo tempo si è riempito, consentono all'amministrazione di fare del vizio di cui è affetto il provvedimento, una diversa valutazione: i difetti sostanziali dell'atto possono apparire sopravanzati dalle circostanze che si sono verificate nel periodo di tempo trascorso, cosicché il provvedimento, nel momento in cui si esamina l'ipotesi di procedere al suo annullamento, può essere giudicato idoneo alla soddisfazione del pubblico interesse, equivalente in quanto tale al provvedimento legittimo. Appare evidente, dunque, che costituisce questione di primaria importanza quella della quantificazione del tempo ai fini della valutazione da parte della pubblica amministrazione."

andare a detrimento dell'altro contraente.

Resta allora da vedere se questa inefficacia del contratto sia automatica, in caso di annullamento in autotutela di uno degli atti pubblici che compongono la procedura di evidenza pubblica e quale sia il Giudice competente ad accertarla.

Una caducazione automatica del contratto divenuto inefficace finirebbe per creare, a parere di chi scrive un ingiusto squilibrio tra i contraenti, o meglio tra il potere contrattuale degli stessi, in quanto il contraente pubblico, procedendo attraverso l'autotutela, influirebbe anche sul vincolo contrattuale che è privatistico.

### **3.6.1. *Segue* - la soluzione giurisprudenziale – lo specifico caso dei derivati pubblici**

Una prima linea giurisprudenziale prevedeva la caducazione automatica del contratto, in caso di annullamento di uno degli atti dell'evidenza pubblica avvenuta in via giudiziale o in sede di autotutela.

Il contratto perdeva la sua efficacia senza la necessità di ulteriori provvedimenti, per carenza di uno dei suoi presupposti, il tutto in quanto la stipulazione del contratto era considerata come “il momento terminale di un continuum procedimentale”.<sup>387</sup>

Successivamente, una importante pronuncia della Suprema Corte stabiliva che, in caso di annullamento di uno degli atti dell'evidenza pubblica, la caducazione per inefficacia sopravvenuta del contratto sottoscritto non dovesse essere automatica, ma dovesse essere fatta valere davanti al Giudice ordinario, unico organo giurisdizionale competente riguardo la fase prettamente privatistica dell'evidenza pubblica, soluzione, a parere di chi scrive, molto più in linea con i principi generali dell'ordinamento e con le categorie civilistiche cui il contratto, in

---

<sup>387</sup> In questo senso, Cons. Stato, sez. V, 28 maggio 2004, n. 3465, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

quanto atto di autonomia privata deve pur sempre sottostare, pur rientrando in una procedura in parte connotata in senso pubblicistico.

Secondo la Suprema Corte, nella fase privatistica della procedura ad evidenza pubblica, “[...], pur strettamente connessa con la precedente, e ad essa consequenziale, che ha inizio con l'incontro delle volontà delle parti per la stipulazione del contratto, e prosegue con tutte le vicende in cui si articola la sua esecuzione, infatti, i contraenti -p.a. e privato- si trovano in una posizione paritetica e le rispettive situazioni soggettive si connotano del carattere, rispettivamente, di diritti soggettivi ed obblighi giuridici a seconda delle posizioni assunte in concreto. Sicché è proprio la costituzione di detto rapporto giuridico di diritto comune a divenire l'altro spartiacque fra le due giurisdizioni, quale primo atto appartenente a quella ordinaria, nel cui ambito rientra con la disciplina posta dagli art. 1321 e segg. cod. civ.; e che perciò comprende non soltanto quella positiva sui requisiti (art.1325 e segg.) e gli effetti (art.1372 e segg.), ma anche l'intero spettro delle patologie ed inefficacie negoziali, siano esse inerenti alla struttura del contratto, siano esse estranee e/o alla stessa sopravvenute: come si verifica appunto nelle fattispecie prospettate dalla sentenza impugnata in cui viene a mancare uno degli atti del procedimento costitutivo della volontà dell'amministrazione (deliberazione di contrarre, bando, aggiudicazione). E trova giustificazione il principio da decenni enunciato da dottrina e giurisprudenza, che seppure gli atti della serie pubblicistica e quelli della serie privatistica sono indipendenti quanto alla validità, i primi condizionano l'efficacia dei secondi, di modo che il contratto diviene inefficace se uno degli atti del procedimento viene meno per una qualsiasi causa.

Le Sezioni Unite, già con la precedente sentenza 20504/2006 relativa ad un contratto di locazione stipulato da un Comune per l'acquisizione di un'area privata hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario sulla domanda volta ad ottenere la dichiarazione di nullità o l'annullamento del contratto a seguito dell'annullamento della delibera di scelta dell'altro contraente, adottata all'esito di una procedura ad evidenza pubblica "non avendo la controversia ad oggetto i provvedimenti riguardanti la scelta dell'altro contraente, ma il rapporto di locazione derivante dall'atto stipulato in condizione di parità con quest'ultimo, del

quale l'Amministrazione chiede di accertare l'invalidità o l'inefficacia, al fine di impedirne l'esecuzione; onde le situazioni giuridiche soggettive delle quali si chiede l'accertamento negativo hanno consistenza di diritti soggettivi pieni".

Identica situazione è ravvisabile nella fase di esecuzione dell'appalto successiva al provvedimento di aggiudicazione, segnata dall'operare dell'amministrazione non quale autorità che esercita pubblici poteri, ma nell'ambito di un rapporto privatistico contrattuale.

[...] Le Sezioni Unite devono, allora, ribadire che i riflessi sul contratto di appalto, del sistema delle irregolarità-illegittimità che affliggono la procedura amministrativa a monte, devono essere scrutinati in ogni caso dal giudice ordinario : e, quindi, non soltanto nelle fattispecie di radicale mancanza del procedimento di evidenza pubblica (o di vizi che ne affliggono singoli atti), ma anche in quella della sua successiva mancanza legale provocata dall'annullamento del provvedimento di aggiudicazione perché nella materia il criterio di riparto delle giurisdizioni non è fondato sul grado ed i profili di connessione tra dette disfunzioni ed il sistema delle invalidità-inefficacia del contratto; e neppure sulla tipologia delle sanzioni civilistiche *che* dottrina e giurisprudenza di volta in volta gli riservano, ma unicamente sulla separazione imposta dall'art. 103, 1° comma Costit. tra il piano del diritto pubblico (e del procedimento amministrativo) ed il piano negoziale, interamente retto dal diritto privato: separazione nuovamente ribadita dall' art. 244 del codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE (d.lgs. 163 del 2006), che ha confermato l'attribuzione alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo di "tutte le controversie, ivi incluse quelle risarcitorie, relative a procedure di affidamento di lavori, servizi, forniture, svolte da soggetti comunque tenuti, nella scelta del contraente o del socio, all'applicazione della normativa comunitaria ovvero al rispetto dei procedimenti di evidenza pubblica previsti dalla normativa statale o regionale". E, per quanto riguarda la successiva fase contrattuale, soltanto di quelle "relative al divieto di rinnovo tacito dei contratti, quelle relative alla clausola di revisione del prezzo e al relativo provvedimento applicativo nei contratti ad esecuzione continuata o periodica, nell'ipotesi di cui



all'art. 115, nonché quelle relative ai provvedimenti applicativi dell'adeguamento dei prezzi ai sensi dell'art. 133 commi 3 e 4": nelle quali (almeno fino alle leggi 359 del 1992, art. 3 e 109 del 1994, art.26), la posizione del contraente privato è stata da decenni qualificata dalla giurisprudenza di interesse legittimo e perciò devoluta già nel quadro normativo antecedente all'art.33 d.lgs.80/1998, alla giurisdizione generale di legittimità del giudice amministrativo ex art.2 e 3 legge 1034 del 1971 . [...] Conclusivamente, spetta al giudice ordinario la giurisdizione sulla domanda volta ad ottenere tanto la dichiarazione di nullità quanto quella di inefficacia o l'annullamento del contratto di appalto, a seguito dell'annullamento della delibera di scelta dell'altro contraente, adottata all'esito di una procedura ad evidenza pubblica: posto che in ciascuno di questi casi la controversia, non ha ad oggetto i provvedimenti riguardanti la scelta suddetta, ma il successivo rapporto di esecuzione che si concreta nella stipulazione del contratto di appalto, del quale i soggetti interessati chiedono di accertare un aspetto patologico, al fine di impedirne l'adempimento; che le situazioni giuridiche soggettive delle quali si chiede l'accertamento negativo hanno consistenza di diritti soggettivi pieni; e che il giudice è comunque chiamato a verificare la conformità alla normativa positiva delle regole attraverso cui l'atto negoziale è sorto, ovvero è destinato a produrre i suoi effetti tipici.”<sup>388</sup>

In materia di derivati pubblici si registra un'importante e recente pronuncia del Giudice amministrativo, chiamato a verificare la legittimità di una procedura di autotutela per mezzo delle quali un ente pubblico aveva statuito l'annullamento di alcune delibere a contrarre assunte per la successiva stipulazione di contratti di Irs, con finalità di ristrutturazione del debito.

L'annullamento in autotutela veniva esercitato dal'ente in forza della Legge finanziaria del 2005, art. 1, comma 136, che, come abbiamo visto, considera in *re ipsa* l'esistenza di un interesse pubblico presupposto dell'autotutela tutte le volte in cui l'annullamento dell'atto consenta

---

<sup>388</sup> Cfr. Cass., Sez. un. 28 dicembre 2007, n. 27169, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

all'amministrazione un risparmio di spesa o comunque un minore onere.<sup>389</sup>

La legge finanziaria 2005 ha sostanzialmente ampliato di molto i limiti dell'esercizio del potere di autotutela, consentendolo anche in casi di contratti divenuti sconvenienti, in quanto fonte di eccessivi esborsi o oneri per l'amministrazione.

Tuttavia il Giudice amministrativo ribadisce l'importante principio della necessità di un pronuncia del giudice ordinario in ordina all'inefficacia del contratto a seguito dell'annullamento delle determinazione a contrarre.<sup>390</sup>

La pronuncia in questione veniva comunque completamente ribaltata nel secondo grado di giudizio, all'esito del quale viene ribadita sostanzialmente la legittimità della procedura di autotutela, sull'assunto che di fronte al potere di autotutela dell'amministrazione, il privato conserva una posizione catalogabile come mero interesse legittimo, ma viene sancita la automatica caducazione del contratto, conseguente all'autoannullamento della determinazione a contrattare, senza alcuna necessità di ulteriori provvedimenti e senza necessità di rivolgersi al giudice ordinario:

“[...] In virtù della stretta consequenzialità tra l'aggiudicazione della gara pubblica e la stipula del relativo contratto, l'annullamento giurisdizionale ovvero l'annullamento a seguito di autotutela della procedura amministrativa comporta la caducazione automatica degli effetti negoziali del contratto successivamente stipulato, stante la preordinazione funzionale tra tali atti” (C.d.S., sez. V, 14

---

<sup>389</sup> vedi TAR Toscana, 11 novembre 2010, n. 6579, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): “Sono legittimi i provvedimenti con i quali la pubblica amministrazione provvede ad annullare, in via di autotutela, i propri atti di affidamento ad un intermediario finanziario di contratti derivati (interest swap rate) che si siano rivelati privi di convenienza a causa di una disparità tra le posizioni contrattuali iniziali che ha portato ad uno squilibrio a carico ed a sfavore della stazione appaltante. Detta situazione costituisce, infatti, violazione dell'articolo 41, comma 2, della legge n. 448 del 2001, in quanto con la stipula di tali negozi non è stato raggiunto l'obiettivo di assumere condizioni di rifinanziamento dei mutui contratti dopo il 31 dicembre 1996 mediante il collocamento di titoli obbligazionari, che consentano una riduzione del valore delle passività a carico dell'ente.”

<sup>390</sup> Vedi TAR Toscana, 11 novembre 2010, n. 6579, cit.: “esercizio del potere di autotutela ed il contratto medio tempore stipulato in forza degli atti annullati, deve essere affermato il principio secondo il quale l'autoannullamento degli atti di evidenza pubblica da parte dell'amministrazione non comporta la caducazione dei negozi stipulati e ciò in quanto solo il giudice civile è competente a conoscere delle questioni inerenti il rispetto degli accordi contrattuali intercorsi.”

gennaio 2011, n. 11; 20ottobre 2010, n. 7578), con attribuzione delle relative controversie alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo. Ciò in virtù della disciplina introdotta dal decreto legislativo 20 marzo 2010, n. 53, poi trasfusa nell'articolo 122 del codice del processo amministrativo, imperniata sulle esigenze di semplificazione e concentrazione delle tutele ai fini della loro effettività, dovendo precisarsi al riguardo che le disposizioni contenute negli articoli 121 e 122, riferiti alle modalità di esercizio di un potere di decisione del giudice, trovano piena applicazione anche in relazione ai contratti stipulati sulla base di aggiudicazioni annullate in epoca anteriore all'entrata in vigore del citato decreto legislativo 20 marzo 2010, n. 53, purché, come nel caso di specie, sia ancora controversa l'efficacia del contratto, stante la loro pacifica natura processuale (così C.d.S., sez. III, 11 marzo 2011, n. 1570). Non ha pregio la tesi che pretende di distinguere tra annullamento giurisdizionale e annullamento in autotutela. Ciò che rileva, infatti, è il collegamento sostanziale tra i due atti, l'aggiudicazione e il contratto, i quali *simul stabunt, simul cadent*, qualunque sia la sede dell'annullamento (illegittimità dichiarata dal giudice a seguito di ricorso ovvero illegittimità o inopportunità, conseguente dell'esercizio del potere di autotutela da parte dell'amministrazione). D'altra parte, anche a non voler condividere la tesi dell'effetto immediatamente caducante dell'annullamento dell'aggiudicazione sul contratto successivamente stipulato, così che l'inefficacia conseguirebbe solo all'esito di una specifica decisione dell'organo giurisdizionale competente, deve osservarsi che i ricordati articoli 121 e 122 attribuiscono esclusivamente al giudice amministrativo tali poteri di decisione (e valutazione) dell'efficacia del contratto a seguito dell'annullamento dell'aggiudicazione; né può ammettersi una (peraltro) irragionevole diversificazione della disciplina in esame, con la reviviscenza del potere del giudice ordinario sulla sorte del contratto, allorquando l'annullamento dell'aggiudicazione (o degli atti ad essa presupposti) sia effetto dell'esercizio del potere di autotutela. Ciò senza contare che nel caso di specie, essendo stato l'annullamento disposto in via di autotutela da parte della stessa amministrazione, può finanche dubitarsi della stessa esistenza in capo al giudice (amministrativo) di un potere di valutazione sul se dichiarare o

meno inefficace il contratto, in quanto tale potere processuale – strumentale alla tutela specifica delle parti – appare assorbito dal potere amministrativo dell'amministrazione. Né d'altra parte può dubitarsi della ragionevolezza della scelta del legislatore di affidare la decisione di tali controversie alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, laddove si tenga effettivamente conto che esse, come del resto emerge dagli atti di causa, sono caratterizzate da una inestricabile commistione di interessi, pubblici e privati, tra i quali è quanto meno problematico, se non impossibile, individuare con assoluta certezza posizioni di interesse legittimo e/o di diritto soggettivo che, com'è noto, costituiscono il discrimine fondamentale della giurisdizione ordinaria e di quella generale di legittimità del giudice amministrativo. [...]VI.1.5.3. In definitiva va affermata la giurisdizione del giudice amministrativo anche in ordine agli effetti sul contratto dell'annullamento in via di autotutela dell'aggiudicazione (e degli atti ad essa presupposti).”<sup>391</sup>

Appare automatico a questo punto pensare a quali potrebbero essere gli effetti della pronuncia in esame sul contenzioso in corso e su quello futuro in materia di derivati pubblici.

L'ente ha il potere di annullare o revocare in autotutela gli atti della procedura di evidenza pubblica come la determinazione a contrattare o gli atti relativi alla procedura di scelta del contraente, un potere che è insindacabile dal privato, che si è di molto ampliato a seguito dell'introduzione della Legge finanziaria per il 2005.

Sostanzialmente, nel caso dei derivati pubblici, l'ente potrebbe, in virtù di tale testo normativo, annullare la determinazione a contrarre per ottenere un risparmio di spesa pubblica o una diminuzione di oneri e potrebbe operare in tal senso per “liberarsi” di un'operazione contrattuale risultante palesemente in perdita e, in tal caso, l'interesse pubblico a sostegno dell'autotutela sorgerebbe *in re ipsa*.

Per di più all'annullamento, anche in autotutela degli atti pubblici della procedura, conseguirebbe la caducazione per inefficacia del contratto sottoscritto.

---

<sup>391</sup> Vedi Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, inedita.

Anche la fase privatistica, attinente al sinallagma vero e proprio diventa, in base alla pronuncia esaminata, appannaggio del giudice amministrativo, con buona pace del principio di affidamento dell'altro contraente e della forza di legge del contratto, sancito dall'art. 1372 c.c.

La pronuncia sembra quindi inscrivere in quel clima di attenzione e diffidenza che abbiamo visto anche caratterizzare tutti i provvedimenti legislativi emanati nell'ultimo periodo in materia di derivati pubblici.

## BIBLIOGRAFIA

1. AFFERNI G., *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Le società*, 2008, p. 757 e ss.
2. AA.VV., *I servizi del mercato finanziario*, Milano, 2009.
3. AGOSTINELLI R., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1997, p. 113 e ss.
4. ALPA G., *Causa e tipo*, in *Tratt. dei contr.*, Rescigno, Torino, 1999, p. 64 e ss.
5. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
6. ANTONINI L., *la vicenda e la prospettiva dell'autonomia finanziaria regionale: dal vecchio al nuovo articolo 119 Cost.*, in *Le Regioni*, 2003, p. 11 e ss.
7. ANTONUCCI A., *Declinazione della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2010, p. 728 e ss.
8. ASCARELLI T., *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, p. 435 e ss.

9. ATELLI M. (a cura di) *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Milano, 2004.
10. BALESTRA L., *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000.
11. BARBERO M., *Strumenti derivati e finanza locale: breve cronaca di una relazione contrastata*, dal sito internet <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/?p=11647>.
12. BARCELLONA P., *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969.
13. BARCELLONA P., *Obbligo a contrarre, disciplina antitrust e tutela del consumatore acquirente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969.
14. BENVENUTI F., *Autotutela (dir. amm.)*, in *Enc. dir.* VII, Milano, 1959, p. 537 e ss.
15. BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002;
16. BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994.
17. BOCHICCHIO F., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 305 e ss.
18. BOSELLI A., *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 785 e ss.
19. BRANCASI A., *L'autonomia finanziaria degli enti territoriali: note esegetiche sul nuovo art. 119 Cost.*, in *Le Regioni*, 2003, p. 41 e ss.
20. CAMMEO F., *Corso di diritto amministrativo*, II, Padova, 1914 (rist. 1992).
21. CAPALDO G. *profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano 1999.
22. CAPALDO G., *Alea e contratto aleatorio*, Milano, 2000.
23. CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano 2007.
24. CAPUTO NASSETTI F., *Considerazioni in tema di swaps*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1993, p.321 e ss.

25. CAPUTO NASSETTI F., *profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swap*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1992, p. 69 e ss.
26. CARINGELLA F., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2010.
27. CARNELUTTI F., *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933.
28. CASSETTA E., Voce *Attività amministrativa*, in *Dig. disc. pubb.*, I, Torino, 1977, p. 512 e ss.
29. CARRARO L., *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943.
30. CASSETTA E., Voce *Pubblica amministrazione*, in *Dig. disc. pubb.*, I, Torino, 1997, p. 271 e ss.
31. CERULLI-IRELLI V., *Diritto amministrativo e diritto comune, principi e problemi*, in *Scritti in onore di G. Guarino*, I, Padova, 1988, p. 553 e ss.
32. F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, p. 45 e ss.
33. CHIONNA V., *le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, in *Riv. di dir. civ.*, 2009, p. 133 e ss.
34. CHIRULLI P., *Autonomia pubblica e diritto privato nell'Amministrazione*, Padova, 2005.
35. COLOMBO C., *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999.
36. COSSU M., SPADA P., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2010, p. 401 e ss.
37. COSTANTINO F. S., *L'attuazione della direttiva MIFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza di comportamento delle imprese di investimento*, in *Foro it.*, 2008, p. 56 e ss.
38. D'AMICO G., *Regole di validità e di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, p. 57 e ss.
39. D'AMICO G., *regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996, p. 245 e ss.

40. DE CANDIA G., *Lo swap e l'attività contrattuale pubblica*, in *I contratti dello Stato e degli Enti pubblici*, 2005, p. 197 e ss.
41. DE IULIIS C. M., *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, p. 391 e ss.
42. DE LUCA A., *Derivati, Enti Locali e diritto internazionale privato: soluzioni ad un problema mai previsto*, dal sito internet <http://www.diritto.it/pdf/27748.pdf>.
43. DE MAURO A., *Il principio di adeguamento nei rapporti giuridici privati*, Milano, 2000
44. DELLE MONACHE S., *Sulla figura del patto di opzione a favore di terzo*, in *Rivista del Notariato*, 2005, p. 765.
45. DE NOVA G., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Rivista di diritto privato*, 2009, p. 15 e ss.
46. DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.
47. DE NOVA G., *Il contratto alieno*, Torino, 2010.
48. DE NOVA G., *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, p. 435 e ss.
49. DE NOVA G., *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, p. 709 e ss.
50. DENTE A. M., *I nuovi strumenti finanziari: i derivati*, in *La finanza locale*, 2006, p. 137 e ss.
51. DIGIANDOMENICO G., *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987.
52. DI MAJO A., *Voce legittimazione, I) Legittimazione negli atti giuridici*, in *Enc. dir.* XXIV, Milano, 1974, p. 52 e ss.
53. DI MAJO A., *Obbligo a contrarre*, in *Enc. giur.* XXI, Roma, 1990.
54. DI MAJO A., *Contatto in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, M. Bessone, XIII, p. 81 e ss.;
55. DI RAIMO R., *Contratto e gestione diretta di servizi pubblici, profili dell'autonomia negoziale della pubblica Amministrazione*, Napoli, 2000.
56. DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.



57. FADEL P., MARANGONI A., *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (anche su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).
58. FALCON G., *Modello e transizione del nuovo Titolo V della Parte seconda della Costituzione*, in *Le Regioni*, 2001, p. 1249 e ss.
59. FALZEA A., Voce *Capacità*, II) *Teoria generale*, in *Enc. dir.*, VI, Milano, 1960, p. 8 e ss.
60. FERRARA F., *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Padova, 1914.
61. FERRARINI G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, Riolo (a cura di), Milano, 1933.
62. FERRERO E., *contratto differenziale*, in *Contratto e impresa*, 1992, p. 475 e ss.
63. FERRI G. B., *Il negozio giuridico*, Padova, 2001.
64. FERRI G. B., *Negozio giuridico*, in *Dig. discipl. priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, p. 61 e ss.
65. FERRI G. B., *Considerazioni sul problema della formazione del contratto*, in ID, *Saggi di diritto civile*, Rimini, 1984.
66. FERRI G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.
67. FERRI G. B., *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970.
68. FERRI G. B., *Appunti sull'invalidità del contratto (dal Codice Civile del 1865 al Codice Civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, p. 393 e ss.
69. FERRO-LUZZI F., *Gli interessi diffusi degli investitori, quale tutela? Prime riflessioni sulla gabbia ove le associazioni dei consumatori hanno rinchiuso i propri associati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, p. 143 e ss.
70. FERRO-LUZZI P., *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 133 e ss.

71. FONTANA E., ROSSI M., *Maggiori i vincoli sull'utilizzo dei derivati*, in *Guida al diritto*, 2009, p. 57 e ss.
72. FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2128 e ss.;
73. FREDIANI L., SANTORO V., *L'attuazione della Direttiva MIFID*, Milano, 2009.
74. GABRIELLI E., LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004.
75. GABRIELLI G., *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1133 e ss.
76. GABRIELLI G., *I contratti preparatori di trasferimenti immobiliari*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2007, p. 585 e ss.;
77. GALASSO G., *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 168 e ss.
78. GALGANO F., "Pubblico" e "Privato" nella qualificazione della persona giuridica, in *Tratt. Dir. comm. e dir. pubb. ec.*, Galgano, I, Padova, 1975, p. 3 e ss.
79. GALGANO F., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle S.U. della Cassazione*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 1 e ss.
80. GALGANO F., *art. 1414 – 1431, Della simulazione, della nullità del contratto, dell'annullabilità*, in *Comm. Cod. civ.* Scialoja Branca; Roma – Bologna, 1998, p. 78 e ss.
81. GALLO P., *Revisione del contratto* in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XVII, Milano, 1998, p. 431 e ss.
82. GAMBINO F., *Rischi e parità di posizioni nei rimedi correttivi degli scambi di mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 41 e ss.
83. GAMBINO F., *Revisione del contratto e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 347 e ss.
84. GENTILI A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 393 e ss.

85. GENTILI A., *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti*, Rescigno e Gabrielli, II, Torino, 1999, p. 1382 e ss.
86. GENTILI A., *La replica della stipula, riproduzione, rinnovazione e rinegoziazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 667 e ss.
87. GIANNINI M. S., *Diritto Amministrativo*, Milano, 1993.
88. GIARDA P., *Le regole del federalismo fiscale nell'art. 119: un economista di fronte alla nuova Costituzione*, in *Le Regioni*, 2001, p. 1428 e ss.
89. GILOTTA S., *In tema di interest rate swap*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, p. 134 e ss.
90. GIRINO E. *contratti derivati*, Milano 2010.
91. GIRINO E., VECCHIO C., *Futures, options, swaps, commercial papers*, Milano, 1988
92. GIULIANI F., *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.* 1992, p. 79 e ss.
93. GOBBO G., *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, p. 102 e ss.
94. GRECO G., *I contratti dell'Amministrazione tra diritto pubblico e diritto privato*, Milano, 1986.
95. INZITARI B., *Strumentalità e malizia nella predisposizione raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
96. INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1998, p. 597 e ss.
97. INZITARI B, PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.
98. INZITARI B., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati, organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

99. IRRERA M., *Swaps*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sez. comm.*, XV, p. 315 e ss.
100. IRTI N., *Studi sul formalismo negoziale*, Padova, 1997.
101. IRTI N., *Indagine giuridica del mercato*, Bari-Roma, 1998.
102. LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Il diritto fallimentare*, 2005, p. 354 e ss.
103. LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo dir.*, 2007, p. 521 e ss.
104. LUPI A., *Il contratto di swap nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della sezione regionale Sicilia*, in *Fin. loc.*, 2006, p. 107 e ss.
105. MACARIO F., *Revisione e rinegoziazione del contratto*, in *Enc. dir., annali*, 2007, p. 1028 e ss.
106. MACARIO F., *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996.
107. MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 911 e ss.
108. MAFFEIS D., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, p. 779 e ss.
109. MAFFEIS D., *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 e ss.
110. MARASCO G., *La rinegoziazione del contratto*, Padova, 2006.
111. MAROTTA G., *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: i referti della Corte dei Conti*, in *La finanza locale*, 2006, p. 97 e ss.
112. MARICONDA V., *Regole di comportamento nelle trattative e nullità del contratto: la criticabile ordinanza di rimessione alle S.U: >>*, in *Corr. Giur.*, 2007, p. 365 e ss.
113. MASSERA A., *Contratto e pubblica Amministrazione*, in *Tratt. contr.*, Roppo, VI, Milano, 2006, p. 899 e ss.

114. MESSINEO F., *Contratto derivato – Sub-contratto*, in *Enc. dir.* X, Milano, 1989, p. 82 e ss.
115. MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, Cicu, Messineo, Milano, 1973, p. 615;
116. MINUTOLO G., *I derivati finanziari: Futures e Forwards, Interest Rate Swap ed Options*, in *Magistra*, articolo tratto dal sito [www.magistra.it](http://www.magistra.it)
117. MIOTTO L., *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica: gli equilibri indicati dalla Legge finanziaria 2009*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, p. 328 e ss.
118. MIRIELLO C., *La buona fede oltre l'autonomia contrattuale, verso un nuovo concetto di nullità*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 285 e ss.;
119. MIRIELLO C., *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni, alcuni punti fermi*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pagg. 284 e ss.;
120. MIRIELLO C., *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari, e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pagg. 495 e ss.
121. NICOLÒ R., *Alea*, in *Enc. dir.* I, Milano, 1958, p. 1024 e ss.
122. NERVI A., *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998, I, p. 844 e ss.
123. NIUTTA A., *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il D.LGS. N. 16472007)*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2009, p. 807 e ss.
124. OPPO G., *I contratti di durata*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, I, p. 146 e ss.
125. PANZINI S., *Violazione dei doveri di informazione da parte degli intermediari finanziari, tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contratto e Impresa*, 2007, p. 982 e ss.

126. PERLINGIERI P., *L'autonomia nella pluralità e gerarchia delle fonti*, in *ID, Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006.
127. PERRONE A., *I soldi degli altri*, Milano, 2008.
128. PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1998, p. 51 e ss.
129. PETRONIO F., *le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p.95 e ss.
130. PETRONIO F., *Opportunità e rischi connessi all'impiego di nuovi strumenti finanziari da parte degli enti locali*, in *La finanza locale*, 2006, p. 143 e ss.
131. PICCININI V., *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati e il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 499 e ss.
132. PIETROBON V., *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969.
133. PIETROBON V., *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963.
134. PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, p. 216 e ss.
135. PORTALE G. B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1982, I, p. 3 e ss.
136. PREITE D., *recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici(in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. intern.*, 1992, p. 171 e ss.
137. PURPURA L., *Regole di comportamento e tutele degli investitori*, LESS IS MORE, in *Banca Borsa, Titoli di credito*, 2010, p. 537 e ss.
138. RACUGNO G., *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, p. 39 e ss.

139. REALMONTE F., *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1994, I, p. 617 e ss.
140. RESCIGNO P., *Capacità giuridica*, in *Dig. discipl. priv. sez. civ.*, II, Torino, 1988, p. 218 e ss.
141. RESCIGNO P., Voce *Legittimazione*, in *Dig. discipl. Priv. sez. civ.*, X, Torino, 1993, p. 518 e ss.
142. RICCIUTO V., NERVI A., *Il contratto della pubblica Amministrazione*, Napoli, 2009.
143. RICCIUTO V., *Formazione progressiva del consenso e obblighi a contrarre*, Torino, 1999.
144. ROMANO S. A., *Attività di diritto privato della P.A.*, in *Dig. disc. pubb.*, I, Torino, 1987, p. 531 e ss.
145. ROMANO SALV., *Autonomia privata*, Milano, 1957.
146. ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 602 e ss.
147. ROPPO V., *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008.
148. ROPPO V., *Regolazione del mercato e interessi di riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in *Riv. dir. priv.*, 2010, p. 19 e ss.
149. ROPPO V., *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv. Iudica*, Zatti, Milano, 2001, p. 375 e ss.
150. ROPPO V., *Questioni in tema di formazione del consenso, obbligo legale a contrarre e pari trattamento degli utenti di una impresa monopolistica*, in *Giur. it.*, 1979, I, p. 147 e ss.
151. ROPPO V., *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 e ss.
152. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 e ss;

153. ROPPO V., AFFERNI G., *Dai contratti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 29 e ss.
154. SACCO R., *La parte generale del diritto civile, I, il fatto, l'atto, il negozio*, in *Tratt. dir. civ.* Sacco, Torino, 2005, p. 309 e ss.
155. SACCO R., DE NOVA G., *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.*, Sacco, Torino, 1993, p. 432 e ss.
156. SALATINO G., *La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2010, p. 116 e ss.
157. SALATINO G., *Contratti di swap, dall' "operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni autoreferenziali*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, p. 201 e ss.
158. SANDULLI M., *Manuale di diritto amministrativo*, Napoli, 1989.
159. SANGIOVANNI V., *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati e gli enti territoriali*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2010, p. 31 e ss.
160. SANGIOVANNI V., *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 2010, p. 26 e ss.
161. SANGIOVANNI V., *I contratti derivati tra normativa e giurisprudenza*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2010, p. 39 e ss.
162. SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2010, p. 611 e ss.
163. SANGIOVANNI V., *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e responsabilità*, 2009, p. 503 e ss.
164. SANGIOVANNI V., *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti territoriali*, in *Magistra*, articolo tratto dal sito internet [www.magistra.it](http://www.magistra.it)



165. SANGIOVANNI V., *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giurisprudenza di merito*, 2009, p.
166. SANGIOVANNI V., *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, p. 1133 e ss.
167. SANGIOVANNI V., *il caso <<my way>> e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giurisprudenza di merito*, 2008, p. 3116 e ss.
168. SANGIOVANNI V., *Il nuovo diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 2008, p. 177 e ss.
169. SANGIOVANNI V., *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità >>*, in *Contratti*, 2008, p. 221 e ss.
170. SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002.
171. SARTORI F., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), Sez. II, *Dottrina, opinioni e interenti*, doc. 33, p.8
172. SCALFI G., *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano, 1960;
173. SCIANDRA L., *I derivati degli enti locali: una rassegna delle informazioni su dimensioni e critica*, in *Riv. dir. fin.*, 2008, p. 388 e ss.
174. SCIUTO M. *il danno dell'investitore (dove sta andando la giurisprudenza del <<risparmio tradito>>)*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2009, p. 49 e ss.
175. COCA F. G., *Autorità e consenso*, in *Dir. amm.*, 2002, p. 431 e ss.
176. SCODITTI E., *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, 2009, p. 190 e ss.
177. SCOGNAMIGLIO R., *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1989.
178. SERRA A. *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971.
179. SICCHIERO G., *Rinegoziazione*, in *Contratto e impresa*, 2002, p.778 e ss.

180. SPECA M., *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Rivista dei tributi locali*, 2006, p. 359 e ss.
181. STANZIONE P., Voce *Capacità*, in *Enc. giur. Treccani*, V, Roma, 1990, p. 1 e ss.
182. STROCCHIA F., *Operazioni in derivati per la gestione del debito e normativa relativa*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2007, p.1198 e ss.
183. TENUTA P., *Gli strumenti finanziari derivati. Origine, tipologie e possibili effetti sul future management degli enti locali*, in *La finanza locale*, 2008, p. 35 e ss.
184. TICOZZI M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, pagg. 363 e ss.;
185. TOMMASINI R., *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978;
186. TOMMASINI R., *Revisione del rapporto (dir. priv.)* in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, p. 114 e ss.;
187. TOSI R., *la legge costituzionale n. 3 del 2001: note sparse in tema di potestà legislativa ed amministrativa*, in *le Regioni*, 2001, p.1237 e ss.
188. TRUDU M., *problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, p. 26 e ss.
189. VALSECCHI E., *Il giuoco e la scommessa. La transazione*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, Cicu, Messineo, Milano, 1986, p. 41 e ss.
190. VASSALLI F., *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali su divise*, in *La Corte di Cassazione*, 1925, p. 1542, successivamente trasfuso in ID, *Scritti giuridici*, II, Milano, 1960, p. 143 e ss.
191. VILLA G., *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993;

192. ZAMAGNINI L. CEDRINI G., *Swap e d enti locali: note CRITICHE a Tribunale di Bologna 14/12/2009 sulla qualificazione dell'up front e l'interpretazione della dichiarazione di operatore qualificato*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
193. ZAMBARDI S., *I contratti derivati degli enti territoriali*, in *I contratti dello Stato e degli Enti pubblici*, 2009, p. 149 e ss.

### GIURISPRUDENZA CITATA

1. Cass., 1 marzo 2001, n. 3272, in *Contratti*, 2002, p. 28 e ss. Con nota di E. GIRINO
2. Corte dei Conti, sez. un. In sede di controllo, *Gli strumenti di finanza derivata nelle regioni e negli enti locali*, in *Foro it.*, 2009, p. 157 e ss.
3. Trib. Verona, 3 marzo 2010, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
4. Cass. 18 Giugno 2005, n. 13168, in *Rep. Foro it.*, 2006, p. 2224.
5. Corte d'App. Trento, 5 marzo 2009, n. 46, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
6. Trib. Ascoli Piceno, Ord. coll. 14 ottobre 2004, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
7. Trib. Bari, ord. 17 Luglio 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
8. Trib. Modena, 25 Maggio 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
9. Trib. Vicenza, 29 Gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
10. Trib. Pescara, ord. coll. 23 marzo 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
11. Trib. Bologna, 10 Dicembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
12. Trib. Rinnini, 12 Ottobre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
13. Trib. di Catanzaro, Ord. 30 Novembre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
14. T.A.R. Toscana, 11 Novembre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
15. Cass., 3 gennaio 2001, n. 59, in *Foro it.*, 2001, I, p. 2899.

16. Cass., 5 novembre 2001, n. 13628, in *Cons. Stato*, 2002, II, p. 25.
17. Cass., 22 giugno 2004, n. 11601, in *Foro amm.*, CDS, 2004, p. 1613.
18. Cass., 19 dicembre 1989, n. 1838, in *Riv. trim. app.*, 1990, p. 1065 e ss.
19. Cass., 11 maggio 1999, n. 596, in *Urb. app.*, 2000, p. 876 e ss.
20. Cons. Stato, 4 novembre 2002, n. 6004, in [www.dirittoeschemi.it](http://www.dirittoeschemi.it)
21. Cons. Stato, 21 giugno 2002, n. 3407, in [www.dirittoeschemi.it](http://www.dirittoeschemi.it)
22. Cons. Stato, 24 dicembre 2001, n. 6377, in [www.dirittoeschemi.it](http://www.dirittoeschemi.it)
23. Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, p. 537.
24. Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contratti*, 2005, p. 110.
25. Trib. Trapani, 30 agosto 2007, n. 342, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
26. Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, p. 190.
27. Trib. Novara, 9-10 gennaio 2006, n. 14, in *Giur. merito*, 2006, p. 1399.
28. Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, p. 1105 e ss.
29. Trib. Brindisi, 29 dicembre 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, p. 356 e ss.
30. Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, n. 489, in *Giur. merito*, 2008, p. 113 e ss.
31. Trib. Torino, 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, II, p. 549.
32. Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corr. giur.* 2001, p. 1062 e ss.
33. Trib. Bari, 15 luglio 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

34. Trib. Modena, 27 aprile 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
35. Trib. Pescara, 12 aprile 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
36. Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *CED, Cassazione*, 2005.
37. Trib. Milano, 27 febbraio 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, p.601 e ss.
38. Cass., 1 marzo 2001, n.3272, in *Contratti*, 2002, p. 28 e ss.
39. Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 134 e ss.
40. Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
41. Trib. Milano, 24 novembre 1993, in *Giur. comm.*, 1994, II, p.455 e ss.
42. Trib. Milano, 26 aprile 1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, p. 80 e ss.
43. Trib. Milano, 20 febbraio 1997, in *Gius.*, 1997, p. 1263 e ss.
44. Coll. Arb., 26 marzo 1996, in *banca, borsa, tit. cred.*, II, p. 669 e ss.
45. Coll. Arb. 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.* 1997, p. 585 e ss.
46. Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, p. 503 e ss.
47. Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Contratti*, 2008, p. 221 e ss.
48. Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, in *Mass. Foro it.*, 2005, p. 629 e ss.
49. Cass., 7 settembre 2001, n. 11495, in *Foro it.*, 2003, I, p. 612 e ss.
50. App. Milano, 5 maggio 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 675 e ss.
51. App. Milano, 11 gennaio 2002, in *Contratti*, 2003, p. 178 e ss.

52. Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Foro pad.*, 2006, I, p. 150 e ss.
53. Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro It.*, 2008, p. 783 e ss.
54. Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *Rep. Foro it.* 2007, p. 256 e ss.
55. Trib. Roma, 29 luglio 2005, in *Dir. banca, merc. Fin.*, 2006, p. 465 e ss.
56. Trib. Novara, 18 gennaio 2007, n. 23, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
57. Trib. Torino, 12 febbraio 2007, n. 930, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
58. Trib. Taranto, 8 gennaio 2002, n. 62, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
59. Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, p. 2124 e ss.
60. Trib. Firenze, 30 maggio 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. It.*, 2005, p. 754 e ss.
61. Trib. Taranto, 27 ottobre 2004 in *Giur. it.*, 2005, p.
62. Trib. Genova, Sez. I, 15 Marzo 2005, in *Danno e Resp.*, 2005 p. 613 e ss.
63. App. Milano, 13 ottobre 2004,, in *Contratti*, 2005, p. 1085 e ss.,
64. Cass., 29 settembre 2005 n. 19024, in *Foro it.*, 2006, p. 1105 e ss.
65. Cass., 15 marzo 2001 n. 3573, in *Foro it.*, 2002, I, p. 858 e ss.
66. Cass., 5 aprile 2001 n. 5052, in *Foro it.*, 2001, I, p. 2185 e ss.
67. Cass. ord., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Foro it.*, 2007, p. 2093 e ss.
68. Cass., 15 febbraio 1996 n. 1157, in *Cod. civ. ann.*, Pescatore, Ruperto, Milano, 2005.

69. Cass., 17 febbraio 2003 n. 2354, in *Cod. civ. ann.*, Pescatore, Ruperto, Milano, 2005.
70. Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, p. 503 e ss.
71. Trib. Sassari, 11 aprile 2008, n. 658-659, inedite.
72. Trib. Firenze, 9 maggio 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
73. Trib. Parma, 4 maggio 2001, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
74. Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Soc.*, 2008, p. 755 e ss.
75. Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
76. Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contratti*, 2007, p. 1093 e ss.
77. Trib. Vicenza, 17 agosto 2007, in *Corr. M.* 2008, p. 41 e ss.
78. Trib. Verona, 1 aprile 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
79. Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, I, p. 337 e ss.
80. Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in *Foro it.*, 2010, p. 121 e ss.
81. Trib. Pescara, 24 gennaio 1997, in *Foro it.*, 1998, I, p. 613 e ss.
82. Trib. Milano, 9 gennaio 1997, in *Riv. arb.*, 1999, p. 67 e ss.
83. Lodo arb. 19 luglio 2004, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 549 e ss.
84. Trib. Torino, 13 giugno 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
85. App. Trento, 5 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
86. Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
87. Cons. Stato, sez. V, 28 maggio 2004, n. 3465, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
88. Cass., Sez. un. 28 dicembre 2007, n. 27169, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
89. TAR Toscana, 11 novembre 2010, n. 6579, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
90. Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, inedita.

