

## DUM LOQUIMUR FUGERIT INVIDA AETAS: LO SWAP IN CASSAZIONE, PRIMA DI MIFID II E IN ATTESA DELLE PROBABILITÀ.

Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.1, 2018, pag. 9

Daniele Maffei

**Classificazioni:** CONTRATTI DI BORSA - In genere

Sommario: 1. L'IRS in cassazione prima dell'entrata in vigore di Mifid II — 2. Chi consiglia l'investitore. — 3. Se sono leciti i c.d. costi impliciti. — 4. Se l'intermediario svolge un ufficio di diritto privato. — 5. Se l'intermediario può agire in conflitto di interessi. — 6. Se i contraenti debbono condividere valore del rischio e scenari probabilistici. — 7. Le probabilità e il diritto. — 8. Il giudice dei mercati finanziari elabora i rimedi e, così facendo, costruisce le regole.

1. Doppio passaggio dell'*interest rate swap* in cassazione, che vorrei brevemente commentare alla luce del quesito « se l'attuale giurisprudenza della Corte di cassazione sia (...) creativa dell'attuale nostro diritto contrattuale di parte generale » (1), dato che, nella materia finanziaria, la frequenza impressionante del susseguirsi di fonti scritte, a tutti i livelli (dal 1 gennaio 2008, il KID - Key Information Document - dei PRIIPS (2), dal 3 gennaio 2018, Mifid II (3), ma più in generale: regolamenti, direttive, leggi interne di recepimento e non, regolamenti Consob, regolamenti congiunti di più autorità, comunicazioni, e così via) impone di capire, ad un primo livello di indagine, se e come il giudice civile sia a sua volta una delle fonti del diritto, ad un livello di indagine più approfondito, entro quali limiti la prassi finanziaria globale — così tenacemente autoreferenziale (4) — esca effettivamente immune dal vaglio del giudice civile italiano (è il tema, segnalato da tempo all'attenzione dei civilisti, del contratto alieno e dei presupposti che gli consentono — o non, o entro quali limiti — di superare la frontiera: fuor di metafora, delle clausole e dei contratti finanziari a rischio di nullità (5)).

Da questa prospettiva, l'arrivo dell'*interest rate swap* in cassazione — Cass., n. 18781, sezione III, estensore Tatangelo, depositata in data 28 luglio 2017; Cass., n. 19013, sezione I, estensore Dolmetta, in data 31 luglio 2017 — poco prima dell'entrata in vigore del KID per i PRIIPS (1 gennaio 2018), di Mifid II (3 gennaio 2018) e già prima della pubblicazione di Mifid II in Gazzetta Ufficiale (25 agosto 2017), rappresenta una preziosa occasione di riflessione, per isolare i seguenti quesiti: il giudice civile, crea il diritto finanziario? se sì, come si manifesta questa creazione giudiziale del diritto finanziario? entro quali limiti il riformatore dei mercati finanziari è il legislatore ed entro quali limiti è il giudice?

Concluderò che nel diritto dei mercati finanziari il giudice per decidere singoli casi elabora i rimedi e, così facendo, costruisce le regole, dando concretezza a clausole generali (ordine pubblico, conflitto di interessi, etc.) sovente prima che la regola, già immanente al sistema e ricompresa tra i possibili significati della clausola generale, sia tradotta in regola (regoletta) di dettaglio dal legislatore o dal regolatore secondario. Al posto della sequenza prassi → norma (che conforma la prassi) → giudice (che applica la norma), noi abbiamo spesso la sequenza prassi → giudice che conforma il rimedio e, a ritroso, elabora la regola ricavandola da una clausola generale) → norma (*recte*, regoletta, che giunge in ritardo a concretizzare la clausola generale).

Per impostare l'indagine sulla creazione giudiziale del diritto finanziario, muoverei dalla constatazione che tanto Cass., n. 19013 quanto Cass., n. 18781 non affrontano la questione della qualificazione civilistica di un *interest rate swap*: qualificazione necessaria, per risolvere o almeno impostare correttamente moltissimi problemi applicativi che le leggi ed i regolamenti (anche quelli citati la cui entrata in vigore è recentissima) lasciano scoperti. Tuttavia, mentre Cass., n. 19013 non accenna alla questione, Cass., n. 18781 menziona un'alternativa in termini di « qualificazione della tipologia contrattuale dello swap come commutativa o aleatoria, ovvero come scommessa legalmente autorizzata » ed in altra parte della motivazione adopera l'espressione « scommessa sull'andamento dei tassi di interesse », formula che ripete testualmente quella utilizzata sempre di recente da Cass., 28 febbraio 2017, n. 5160 (6) e riprende pure quella adoperata da Cass., 8 maggio 2014, n. 9996 (7) che si era espressa, per le opzioni scambiate su un mercato regolamentato, in termini di « scommessa al rialzo o al ribasso, da cui il cliente si ripromette intenti altamente speculativi, quale vantaggio prettamente aleatorio collegato alla creazione artificiale di un rischio, e che proprio per tale ragione sono sottratte per legge al regime ex art. 1933 c.c. ».

Occorre quindi procedere per problemi, prescindendo in questa sede da questioni di squisita qualificazione civilistica, come fanno le sentenze in commento, ed allora conviene, a mio avviso, illuminare i problemi tenendo presenti le principali regole di Mifid II sulla *product governance*.

L'art. 21, comma 2-bis t.u.f. dispone ora che « Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target » e l'art. 21, comma 2-ter dispone che « Il soggetto abilitato deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente ».

Vi sono poi gli articoli 59-bis e seguenti della bozza di Regolamento Intermediari elaborata e posta in consultazione da Consob, che disciplinano il « Governo degli strumenti finanziari » e che contengono significativi spunti, che merita prendere in considerazione — dato che la fonte è Consob — anche se si tratta — al momento di licenziare il presente contributo —

soltanto di una bozza.

Ebbene, Mifid II conferma che il mercato finanziario presenta tratti di disarmonia.

Da un lato, le regole dell'art. 21 t.u.f. disciplinano, non solo la condotta degli intermediari, ma più in generale i principi e le clausole generali di ordine pubblico economico che conformano il mercato finanziario; principi e clausole generali che limitano in modo consistente la libertà contrattuale, come siamo abituati a pensarla scolpita nel codice civile, e disegnano un mercato fortemente etero-regolato.

Dall'altro, l'elenco dei valori mobiliari dell'art. 1 t.u.f. comprende, accanto alle tradizionali azioni ed obbligazioni, anche strumenti finanziari dei quali si è discusso e si discute se siano o non siano derivati in senso tecnico giuridico, ma nessuno discute che siano, come testualmente sono, meri programmi di flussi finanziari connessi a un indice, anche non finanziario: cioè pure scommesse, scommesse finanziarie. Ed è un elenco aperto, perché ogni definizione non si lascia catturare, è dichiaratamente esemplificativa, e poi accompagnata dalla rimessione al Ministero dell'Economia del potere di recepire i sempre nuovi tipi elaborati dalla prassi finanziaria globale.

La disarmonia che ho segnalato forse poteva far pensare al legislatore di Mifid II di adottare in modo più netto un criterio di *red lining*, che vietasse la negoziazione di alcuni strumenti finanziari con alcune categorie di investitori, secondo lo spirito e il contenuto di fondo della Comunicazione Consob di Livello 3 n. 9019104 in data 2 marzo 2009 che disciplina « Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi » (8) e secondo lo spirito che, pur in assenza di un divieto di commercializzazione di singoli strumenti, tuttavia emerge dal requisito contenutistico del KID che, per i PRIIPS, suddivide rigidamente, a fini informativi, i prodotti in categorie caratterizzate da differenti scenari di rendimento (favorevole, moderato, sfavorevole, da stress)

Così non è stato neppure con Mifid II ed i contorni della nuova *product governance* restano sfumati, donde l'incertezza sui confini della regola che rinnova e conferma la corrispondente ampiezza del potere del giudice di verificare caso per caso se questa o quella clausola generale sia stata rispettata e con quali conseguenze rimediali.

Da questa prospettiva, lo studio delle nuove regole sulla *product governance* — la lettura del decreto legislativo n. 129 del 2017 e della bozza del nuovo Regolamento Intermediari — deve tenere conto del principio di diritto formulato dalla Corte di cassazione — Cass., 31 luglio 2017, n. 19013 — secondo il quale « nel valutare, ai sensi della norma dell'art. 1322 c.c., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato IRS, il giudice non può comunque prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art. 21 TUF e all'art. 26 Regolamento Consob n. 11522, nonché, per i contratti IRS con funzione di copertura, dalla verifica dell'effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26 febbraio 1999 » (9).

Si tratta di un principio di diritto che illumina la lettura delle regole di dettaglio di Mifid II e della disciplina dei PRIIPS e che a me pare venga a porsi non già in contrasto, o in parallelo, bensì in coerenza con i principi di diritto scritto della legislazione europea dei mercati finanziari (la motivazione di Cass. n. 19013 lo ricorda, nel passaggio in cui essa, *ratione temporis*, precisa che quelle dell'art. 21 t.u.f. sono « disposizioni fondamentali che vengono a trasfondere i principi di fondo della Direttiva n. 93/22 CE »). Così vi è, mi pare, coerenza con il considerando n. 4 della Direttiva 2014/65/UE — la Direttiva Mifid II — dove si legge che « La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti ».

Anche dal versante del diritto finanziario (in senso ampio: bancario, finanziario, assicurativo, per quanto abbia ancora senso distinguere, soprattutto tra i primij due, allorché la banca negozia strumenti comunque caratterizzati dalla scissione denaro/tempo/denaro), la statuizione della nullità per immeritevolezza degli interessi è nella linea di tendenza.

Per fare solo un esempio del comparto tradizionalmente considerato bancario, la nullità del mutuo fondiario per il superamento del limite di finanziabilità di cui all'art. 38 t.u.b. è stata affermata dalla prima sezione della Corte di cassazione diciotto giorni prima del deposito di Cass., n. 19013 (10), e ribadita con altra sentenza depositata lo stesso giorno (31 luglio 2017) (11), sul duplice presupposto che (i) la distinzione tra regole di validità e di comportamento non riesce a spiegare « la necessità di analitica regolamentazione dettata da obiettivi economici generali (...), attesa la ripercussione che tali tipologie di finanziamenti possono avere sull'economia nazionale » e l'art. 38 t.u.b. « non è volt(o) a tutelare la stabilità patrimoniale della banca, ma persegue interessi economici nazionali (pubblici) » e che (ii) « il significato della dicotomia (tra regole di validità e di comportamento, n.d.r.) sembra (...) contraddetto sul terreno degli interessi sottesi » (è questa una sintesi chiara e definitiva che, segnando un deciso superamento delle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007, potrebbe esprimere la *ratio decidendi* di Cass., n. 19013 in materia di *swap*).

Nel comparto assicurativo, il riferimento va ovviamente alle Sezioni Unite ed alle sentenze successive, in materia di *claims made* (12).

Nel comparto dei servizi di investimento, Cass., n. 19013 dà continuità alle nullità per immeritevolezza di *My Way* e *For You* e porta adesso le regole dell'art. 21 t.u.f. fra i requisiti di meritevolezza dell'operazione di investimento consistente in un *interest rate swap*, e così facendo, condivisibilmente — parafrasando una dottrina dichiaratamente orientata ad interpretare le regole del diritto finanziario in modo che non diano possibilmente luogo a cause di nullità (13) — supera — quella dottrina avrebbe detto « aggira » — « il percorso indicato dalle Sezioni Unite della Cassazione nel 2007 » (14), e lo fa, convintamente, in buona compagnia, in particolare in perfetta sintonia con le richiamate sentenze del luglio 2017 in tema di nullità del mutuo fondiario.

Personalmente condivido la lettura dell'art. 21 t.u.f. in combinazione con l'art. 1 t.u.f. (15) ed osservo che nel suo recentissimo e meditato lavoro monografico, anche Carlo Angelici è giunto alla perentoria conclusione che la validità di un

IRS dipende da un giudizio causale, che l'A. declina in termini di razionalità di mercato (16), conclusione questa strettamente dipendente da un'analisi del problema incentrata, anche da parte di Carlo Angelici, sullo strumento in sé, non confinata alla sola condotta dell'intermediario. E Mario Barcellona ha illustrato con dovizia di argomenti l'essenzialità della valutazione in chiave causale scrivendo che « per il giudizio causale rimane cruciale (che i derivati) assumono una merce fittizia ad oggetto di uno scambio solo apparente. Così i derivati si mostrano per quel che per lo più sono: scommesse, predisposte dallo stesso sistema finanziario (...) » (17).

Si discute se il ricorso della Corte di cassazione al controllo causale — più correttamente, la doverosa valutazione d'ufficio dell'oggettiva esistenza e liceità della causa — sia opportuno (18) o invece, all'opposto, rappresenti una « tempesta perfetta » (19).

Con specifico riferimento agli IRS, senza entrare qui nel merito della distinzione fra copertura e speculazione, va osservato che l'enorme importanza del principio di diritto pronunciato dalla Corte di cassazione risiede nella considerazione dei limiti di ordine pubblico dettati dall'art. 21 t.u.f. come criteri da adoperare nel giudizio di liceità della singola negoziazione finanziaria. E forse il principio di diritto sarebbe stato più soddisfacente — ma cambia poco e niente, se non a livello di parole — se al richiamo, esatto e pertinente, all'art. 1322 c.c. ed al giudizio di validità in chiave di meritevolezza degli interessi fosse stato accompagnato il richiamo al giudizio di validità in chiave di liceità della causa (art. 1343 c.c.) e di possibile — e quanto frequente — elusione di norme imperative (art. 1344 c.c.). Ma più giova osservare che l'esito cui giunge Cass., n. 19013 — sulla scorta dell'esame della meritevolezza e liceità della causa — è lo stesso al quale si perverrebbe, sul piano della motivazione, con il ricorso al rimedio, proprio degli atti gestorii — e già trascurato dalle richiamate sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 —, della reiezione, da parte dell'investitore (*dominus* dell'affare), degli effetti dell'atto gestorio posto in essere dall'*agent* infedele (l'intermediario), ai sensi dell'art. 1711, comma 1°, c.c. (20).

Detto in altri termini, oggi, sulla scorta della nitida presa di posizione di Cass., n. 19013, si potrebbe tranquillamente rileggere l'art. 1711, comma 1°, c.c. nel senso che, quando il mandatario svolge un ufficio di diritto privato, l'atto gestorio inciso da un suo interesse in conflitto, e per questo contrario all'interesse dell'investitore, ha causa illecita, poiché l'assetto di interessi, il programma, che esso regola, è contrario all'ordine pubblico economico dei mercati finanziari.

Certo è, volendo tornare per un momento alla qualificazione, che quella dei derivati dipende dalla causa, non dall'oggetto, che è muto in punto di qualificazione e che Cass. n. 19013 individua, tra gli altri elementi, in quello, dei “parametri adottati per l'operare del meccanismo differenziali”. L'oggetto dei derivati è il rischio, solo in quanto la causa dei derivati è una scommessa.

Volendo prescindere dall'art. 1711, comma 1°, c.c., e quindi volendo restare sul terreno della causa, metterei ordine tra errore sulla causa, mancanza di causa, illiceità della causa.

L'errore sulla causa è un falso problema, poiché la mancanza o l'illiceità della causa rilevano come requisiti essenziali (21), non per essere eventualmente l'oggetto di un errore.

Quanto all'alternativa tra mancanza di causa e illiceità della causa, occorre considerare che dal lato dell'intermediario l'interesse perseguito è illecito mentre dal lato dell'investitore l'interesse perseguito manca proprio (l'interesse era rappresentato dalla copertura).

Non serve qui distinguere tra illiceità e meritevolezza (22): l'interesse dell'intermediario, a mio avviso, è immeritevole, per essere contrario all'ordine pubblico economico di direzione dei mercati finanziari, sicché considero l'immeritevolezza come sinonimo di illiceità: a me pare che l'ufficio di diritto privato dell'intermediario basta e avanza per considerare illeciti — e immeritevoli per l'ordinamento, come sinonimo di illeciti — gli atti contrari ai principi di ordine pubblico della materia finanziaria (23).

A questo punto, l'interprete può dire che un interesse che non trova riscontro nel contratto sommato ad un interesse contrario all'ordine pubblico generano una causa illecita, come induce a ritenere la lettera dell'art. 1322, comma 2°, c.c. (che riferisce gli interessi al contratto, non ai contraenti) o può dire che la somma dei due addendi genera una causa mancante. La conseguenza, la nullità, non è diversa, ma sono diverse le discipline applicabili per esempio in punto di suscettibilità della lite sul contratto ad essere l'oggetto di una transazione, ai sensi dell'art. 1972, comma 1°, c.c. (la transazione è esclusa, se, come credo, la causa non è mancante, ma illecita).

Il principio di diritto statuito da Cass., n. 19013 va oltre la questione della validità degli IRS e serve a conformare nel profondo i mercati finanziari — quelli, certo, soggetti alla giurisdizione italiana — anche adesso che si tratta di capire e di mettere in pratica la nuova disciplina della *product governance* recata da Mifid II e quella dei KID nei PRIIPS. È semmai il dichiarato obbiettivo del legislatore europeo « di definire un insieme unico di norme per l'insieme degli istituti finanziari per quanto riguarda certi requisiti e di evitare il potenziale arbitraggio normativo » che può essere reso più difficoltoso da regole giudiziali che conformano i mercati finanziari in maniera diversa da Stato a Stato (24) — penso alla diversa sensibilità tra il giudice italiano e il giudice inglese della City proprio in tema di *swap* (25) —, ma il carattere illusorio dell'obbiettivo di eliminare o anche soltanto di ridurre le differenze tra le regole giurisprudenziali è un dato risaputo.

A me pare — ed è qui che acquista rilevanza la bozza del nuovo Regolamento Intermediari, per il solo fatto di essere stata elaborata e divulgata, e ancorché si tratti di una bozza — che la stessa Consob, con la redazione e la divulgazione della bozza di Regolamento Intermediari, dimostra che le modalità di negoziazione e il contenuto degli IRS, che hanno caratterizzato la stagione dell'intrasparenza, presentavano molti dei vizi che in dottrina e nella giurisprudenza di merito erano stati evidenziati; la giurisprudenza di merito sulla nullità dei derivati intrasparenti — e la sentenza della Corte di cassazione n. 19013 del 2017 — non soltanto sono esatte, ma dimostrano che il giudice, come ha fatto Cass. n. 19013 del 2017, applica correttamente il diritto finanziario, vedendo cioè prima la concretizzazione della regola di dettaglio che il legislatore o il regolatore arriva a scrivere dopo (26).

Di seguito alcune questioni che si agitano in materia di *swap* e riguardo alle quali Mifid II e la bozza del nuovo Regolamento Intermediari vengono a segnalare non già soltanto quale sia, ma anche quale fosse, prima di Mifid II, la soluzione esatta fra

quelle in discussione.

2. Un primo quesito è se sia vero, o non, che gli IRS potevano essere negoziati dall'intermediario con clienti privi di competenze finanziarie e ciò perché i clienti avrebbero dovuto munirsi di un consulente indipendente (che li aiutasse — corollario sempre inespresso, poiché inelegante — a difendersi dall'intermediario infedele).

Cass., n. 19013 del 2017 non la pensa così, poiché presuppone che stia all'intermediario, non al cliente con le sue competenze o avvalendosi di risorse esterne, valutare se lo scopo di copertura perseguito dal cliente — perseguito, dico, in una dialettica trasparente e corretta con l'intermediario che negozia l'IRS — trovi effettivamente corrispondenza nel programma dei flussi scritto nell'IRS; difatti la sentenza afferma che « la necessaria cura dell'interesse oggettivo del cliente — che la normativa dei citati artt. 21 e 26, va a inserire nell'ambito della generale valutazione di meritevolezza degli interessi prescritta dall'art. 1322 c.c. - si traduc(e), in relazione alle operazioni in derivati IRS con funzioni di copertura, nel rispetto delle sopra elencate condizioni. Con la conseguenza ulteriore che l'interesse oggettivo del cliente, come sussistente per il compimento di operazioni di effettiva copertura non potrà ritenersi soddisfatto quando l'operazione in concreto intervenuta non rispetti realmente le condizioni sopra richiamate ». Si trova altresì statuito nella stessa sentenza che « trovano sicura applicazione — e quindi si manifestano rilevanti prima di tutto per lo svolgimento della valutazione di meritevolezza di cui alla norma dell'art. 1322 c.c., — tanto la norma guida dell'art. 21 TUF, quanto la norma regolamentare dell'art. 26, che di tale regola viene a manifestarsi come applicazione primaria e di base ».

La prospettiva è opposta a quella secondo cui, statuendo la nullità dei derivati che pur sono stati negoziati e conclusi in violazione dei doveri dell'intermediario, si creerebbero indesiderabili « effetti sistemici » che metterebbero in pericolo « la funzione stessa del contratto e la ragione per cui esso ha, tra le parti, forza di legge » (27); un argomento che trascura la presenza nel sistema dell'ordine pubblico economico, scritto nella Costituzione (art. 47) e nel codice civile (artt. 1322, comma 2°; art. 1418, comma 2°; 1343) e concretizzato in precetti del t.u.f., direttive, regolamenti, comunicazioni Consob. Un argomento che non soltanto va respinto, ma che va esattamente rovesciato, dato che se un contratto, in un dato ordinamento giuridico, è nullo, la sua eliminazione dal circuito giuridico è una precisa missione del diritto (28).

Non ritorno qui sull'argomento che supporre che chi negozia un IRS non solo possa — com'è certo ed auspicabile — ma debba, per non perdere ogni rimedio, auto-responsabilmente disporre di un suo CFO e di un ramo di azienda che consenta di monitorarne in proprio le variazioni di valore oppure debba munirsi di un suo consulente finanziario, è un argomento che, nella prospettiva dell'integrità e dello sviluppo dei mercati finanziari, non convince, poiché, se accolto, esso conduce a trasformare il mercato degli IRS in un mercato molto costoso, quindi d'*élite*, quindi molto sottile.

Noto invece cosa scrive Consob nell'art. 59-ter 1 della bozza del nuovo Regolamento Intermediari: che « Gli intermediari produttori identificano, con un sufficiente livello di dettaglio, il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario e specificano il/i tipo/i di cliente per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario è compatibile ».

Un autentico *de profundis* per le tesi che vorrebbero scaricare sull'investitore la colpa — o il concorso della colpa — di non esserci procurati un'adeguata difesa dall'intermediario infedele e così di essere entrati in un investimento non rispondente al proprio interesse.

3. Un secondo quesito è se fosse vero, o non, che gli IRS non devono presentare costi impliciti, cioè un compenso occulto dell'intermediario rappresentato da una distribuzione del rischio che assegna alla banca una probabilità maggiore di vincita della scommessa.

Se sia o non sia vero — secondo i termini, involuti, con i quali la questione del valore finanziario e della distribuzione di probabilità era agitata nella fase acerba della riflessione giuridica sui derivati — che l'IRS non deve presentare costi impliciti (*recte*, deve per l'appunto esplicitare il valore finanziario e il modello, oltre agli scenari probabilistici).

L'art. 59-ter 3, comma 5°, lettera c) ora recita che la banca assicura che « la struttura dei costi e degli oneri dello strumento finanziario sia adeguatamente trasparente per il mercato di riferimento, non occulti i costi e gli oneri e non risulti troppo complessa da comprendere ».

Nell'art. 59-ter 2, comma 1° si legge poi che « Gli intermediari produttori istituiscono, attuano e mantengono procedure e misure idonee a garantire che la realizzazione degli strumenti finanziari rispetti gli obblighi in materia di conflitto di interessi, anche per quanto riguarda i sistemi di remunerazione e incentivazione ».

4. Un terzo quesito è se la banca svolge un ufficio di diritto privato come guardiano dell'integrità dei mercati.

L'art. 59-ter 2, comma 3° contiene la previsione che « Prima di decidere se procedere al lancio di uno strumento finanziario, gli intermediari valutano se lo stesso possa rappresentare una minaccia per il buon funzionamento o per la stabilità dei mercati finanziari ».

Sull'ufficio di diritto privato non c'è nulla in Cass., n. 19013 del 31 luglio 2017 né in Cass., 18781 del 28 luglio, però c'è, mi pare, implicitamente l'integrità dei mercati in Cass., n. 19013 del 2017, laddove lo strumento finanziario è giudicato in funzione della meritevolezza degli interessi secondo l'ordinamento giuridico.

5. Un quarto quesito è se fosse vero, o non, che la banca può negoziare la scommessa con il cliente quando il cliente assume una posizione di rischio opposta a quella precedentemente detenuta dalla banca.

L'art. 59-ter 2, comma 2° recita che « Ogni qualvolta realizzano strumenti finanziari, gli intermediari analizzano i potenziali conflitti di interesse, e, in particolare, valutano se lo strumento finanziario generi una situazione per cui i clienti finali possano subire un pregiudizio qualora assumano: a) un'esposizione opposta a quella precedentemente detenuta dall'intermediario; o b) un'esposizione opposta a quella che l'intermediario intende detenere dopo la vendita dello strumento ».

Quesito connesso è se fosse vero, o non, che una politica di distribuzione di strumenti finanziari di tipo *push* è una azione in conflitto di interessi e, su larga scala, è una minaccia all'integrità dei mercati e può essere, nelle forme più acute, immorale (29).

Nell'art. 59-ter 4, comma 1° e 2° si legge che « Gli intermediari produttori riesaminano regolarmente gli strumenti finanziari da essi realizzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa influire materialmente sui rischi potenziali per il mercato di riferimento e valutano se ciascun strumento finanziario permanga coerente con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento e sia distribuito al mercato di riferimento, ovvero a clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi il medesimo non è compatibile. 2. Gli intermediari riesaminano gli strumenti finanziari prima di qualsiasi ulteriore nuova emissione o rilancio, qualora siano a conoscenza di eventi che possano incidere materialmente sul rischio potenziale per gli investitori, e comunque a intervalli regolari al fine di valutare se il funzionamento degli strumenti finanziari rimanga idoneo all'adempimento degli obblighi posti dal presente Capo ».

6. Quinto quesito è se sia vero o no che gli scenari probabilistici sono attendibili e imprescindibili nella creazione dell'IRS. L'art. 59-ter 2, comma 4° chiarisce che « Gli intermediari svolgono un'analisi di scenario per valutare i rischi che lo strumento finanziario produca risultati negativi per i clienti finali e in quali circostanze ciò può accadere ».

Come i KID nei PRIIPS, qui il disposto della norma lascia aperto il quesito se gli scenari di rendimento possano o non possano, e se invece debbano, contenere i percentili, le probabilità.

Non ripeto qui che gli scenari probabilistici — quindi, con la trestuale esplicitazione dei percentili — debbono essere contenuti anche nell'IRS, a mio avviso, perché esso sia caratterizzato da alea razionale (30); la tesi, condivisa da una parte della dottrina specialistica (31), è stata da altri approfonditamente indagata in chiave critica (32) oppure liquidata come « davvero unica nel panorama europeo e forse mondiale » (33) (un complimento, dopotutto) mentre Giorgio De Nova, registrando che « tra i giuristi è acceso il dibattito se il contratto derivato debba esplicitare il mark to market e le probabilità, nonché il criterio e il modello per calcolarli », ha scritto che l'esplicitazione degli scenari probabilistici è tecnicamente possibile, anche se la banca può essere « restia a fornire dati (...) che potrebbero essere smentiti ex post, dando spazio a controversie » ed ha soggiunto, lasciando aperto il dibattito, che « altro è dire che si possa esplicitare nel contratto tali dati, altro che sia necessario farlo per la validità del contratto: quando il sistema dei contratti aleatori a me non pare che preveda un siffatto obbligo » (34).

Io credo che la risposta sia da ricercare nella specificità del rischio che caratterizza i mercati finanziari, rispetto al sistema codicistico dei contratti aleatori — anch'esso assai variegato dopotutto — e, in questa prospettiva, credo che la matematica finanziaria non debba entrare soltanto *ex post* nel processo civile (tramite la consulenza tecnica d'ufficio affidata al matematico) ma innanzitutto debba entrare *ex ante* nel diritto civile (tramite la trasparenza, quella vera, del contratto, che è la trasparenza sul rischio); e mi pare coerente con la pronuncia di Cass., n. 19013 che anche la scienza aziendalistica non debba entrare soltanto nel processo civile (tramite la consulenza tecnica d'ufficio affidata all'aziendalista) ma innanzitutto debba entrare nel diritto civile (tramite la copertura, ma effettiva, a pena di nullità, se l'intento non è speculativo).

La lettura di Mifid II, che, come ho anticipato, non vieta siccome incommerciabile alcuno strumento finanziario, anzi lascia aperto alla ricezione delle nuove forme che vanno e andranno sgorgando dalla prassi globale, mi convince vieppiù che trasparenza e razionalità dell'alea rappresentano la strada maestra, che va perseguita riempiendo di contenuto in tal senso i precetti dell'art. 21 t.u.f. e che si trovano richiamati più volte nelle fonti scritte. Altrimenti, nell'alternativa, secca allora, fra la libera circolazione del rischio intrasparente o il divieto secco di negoziazione del rischio, perché intrasparente, pare a me che non potrebbe nutrirsi alcun dubbio che la soluzione, che il giurista dovrebbe proporre di adottare, sarebbe il divieto.

Sul punto della necessità dell'accordo sul valore del rischio, la distribuzione di probabilità ed i modelli di calcolo, né Cass., n. 19013 né Cass., n. 18781 si soffermano, ma mentre Cass., 18781 adotta una prospettiva opposta rispetto all'essenzialità della trasparenza (si legge che è « escluso che un eventuale difetto di informazione da parte dell'intermediario all'investitore sugli esatti termini del rischio assunto con i contratti stipulati possa determinare la nullità del contratto »), invece Cass., n. 19013 nulla dice in merito.

Il silenzio sul punto di Cass., n. 19013 mi pare lasci spazio perché sia affrontato, in altri casi futuri, in cui la questione della nullità non sia definita con altra ragion più liquida, come si è rivelata nel caso di specie l'assenza di effettiva copertura, il punto della necessità dell'accordo sul valore del rischio, la distribuzione di probabilità ed i modelli di calcolo.

Quando lo sarà — e la cassazione si chiederà se sia richiesto a pena di nullità l'accordo sul valore del rischio, la distribuzione di probabilità ed i modelli di calcolo — non sarebbe decisivo, in contrario, che nessuna norma specificatamente preveda questo requisito e al contrario, il fatto che nell'art. 59-ter 2, comma 4° si leggesse che « Gli intermediari svolgono un'analisi di scenario per valutare i rischi che lo strumento finanziario produca risultati negativi per i clienti finali e in quali circostanze ciò può accadere » dovrebbe confermare che anche secondo Consob l'alea deve essere razionale, per entrambe le parti di una scommessa finanziaria e si tratterebbe allora soltanto di esplicitare, a differenza di quanto fa Consob, che gli scenari debbono essere accompagnati dall'esplicitazione delle probabilità.

Mi pare anche che la diversa e opposta opinione che esclude il ricorso alle probabilità è più solida se non si esaurisce nell'argomento, secondo cui nessuna norma di dettaglio prescrive questi requisiti a pena di nullità, perché, come ho notato in premessa ed è talmente ovvio che non dovrebbe neppure essere ricordato, i precetti che l'interprete è tenuto a ricavare dalla legge non sono soltanto i precetti che si ricavano dalla lettura meccanica delle parole della legge (35).

C'è anzi un doppio errore di metodo, nella tesi che propugna la soluzione dell'intrasparenza, poiché il testo degli articoli del codice civile che concernono requisiti e limiti di validità dei contratti già si presta ad essere interpretato come comprensivo della nullità per difetto di alea razionale (liceità, ordine pubblico, meritevolezza degli interessi, e così via) ed anche le disposizioni di dettaglio del t.u.f. e di un Regolamento Intermediari possono consentire la ricostruzione di quel precetto. Lo ha ricordato Aurelio Gentili: restringere i limiti delle possibili interpretazioni di un testo è astrattamente pensabile « soltanto se pensiamo all'interpretazione di un articolo di legge assai completo e strutturato, che individui in modo integrale la fattispecie a cui si riferisce, e individui in modo altrettanto integrale l'effetto giuridico che ne fa discendere. Ma di fatto non è certamente in questo modo che sono costruite tecnicamente le disposizioni delle leggi in vigore nel nostro come negli altri ordinamenti »

(36). E Rodolfo Sacco ci ammonisce infine, come al solito sgomberando il campo da qualsiasi possibile timidezza, che « La legge ha un significato vago ed inaccertabile, ed è lacunosa. Il giudice crea, per colmare la lacuna. Il giudice interpreta, e in quell'atto si sente tutto il peso della sua cultura, i valori in cui crede, il suo sentimento di giustizia » (37).

Soggiungo che l'idea che la regolazione dei mercati finanziari debba procedere per fattispecie ritagliate dentro regolette precise di cui il giudice sarebbe la bocca (le regole di Mifid II e sotto le regole, niente) si regge come idea astratta soltanto supponendo l'inesistenza, accanto alle regolette, di un ordinamento giuridico (38); mentre l'opposta idea che la regolazione dei mercati finanziari debba procedere per clausole e principi generali anziché per fattispecie ben delineate è accettabile alla sola condizione che poi si accetti che a concretizzare la clausola o il principio generale sia il giudice. Difatti precetti come « *trasparenza* » o « *governo del prodotto* » sono vaghi e chi li concretizza è il giudice nel caso concreto. Criticare quindi il giudice sostenendo che ciò che egli ha scritto nella motivazione della sentenza non è scritto con quelle parole in nessun testo di legge e in alcuna regola di dettaglio è argomento che non ha pregio, come non avrebbe pregio sostenere, per esempio, che nell'art. 1337 c.c. non sta scritto letteralmente che risarcisce il danno chi viola l'affidamento recedendo ingiustificatamente da una trattativa.

Si tratta di punti fermi, basici, che debbono essere finalmente acquisiti e tenuti per fermi nel diritto finanziario, come sono fermi — ovvii — nel diritto civile di parte generale.

Cass. n. 19013 statuisce che « le specifiche funzionali (rivestono) un peso determinante (e) si distingue, così, tra derivati IRS di copertura e derivati IRS invece di speculazione » e che nel caso di specie « i contratti IRS distintamente intercorsi tra le società ricorrenti e la Banca hanno inteso perseguire una oggettiva funzione di copertura per l'interesse di tali società »; donde, sul presupposto che « la Consob, nella sua Determinazione 26 febbraio 1999, DI/99013791, è andata appunto a indicare le caratteristiche che un'operazione in strumenti finanziari deve possedere per essere considerata “di copertura” e così che “siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente” (e) “sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine” », il corollario che nel caso di specie « l'operazione IRS (...) non appa(re) perseguire effettivamente una funzione di copertura, non rispettando in particolare la seconda delle condizioni indicate dalla Determinazione Consob (della stretta correlazione occorrente tra lo strumento di copertura del rischio e il rischio da coprire) ».

Qui la motivazione avrebbe potuto essere più approfondita, se non avesse prevalso la ragion liquida del difetto di reale copertura e se le risultanze dei fascicoli di parte dei gradi di merito lo avessero consentito, offrendo al giudice di legittimità, siccome già oggetto di contraddittorio, dati e numeri intorno al valore finanziario del rischio.

Perché, in effetti, la conoscenza da parte dell'investitore degli scenari probabilistici — e del valore finanziario dello strumento, oltre al criterio di calcolo — modifica il giudizio sull'efficacia del programma di copertura e così modifica lo stesso giudizio in termini di « *elevata correlazione* »; poiché, anche solo pensando ad un IRS *plain vanilla*, il livello del tasso fisso della gamba a debito dell'investitore per *swappare* un tasso variabile, o ad esempio la presenza di barriere o effetti leva, si traducono numericamente in scenari e valori che riconducono il giudizio di « *elevata correlazione* » dalla probabilità logica di tipo pascaliano alla probabilità matematica di tipo baconiano.

Dopo queste due sentenze della Corte di cassazione in materia di IRS, resta da stabilire se, alternativamente: la trasparenza del rischio sia destinata a rimanere affidata ai soli dati ed alle informazioni non numeriche [ciò che mi pare non auspicabile e non mi pare nella linea di tendenza del diritto finanziario (39)] oppure se sia proprio attraverso l'esplicitazione in contratto del valore finanziario, degli scenari di probabilità e dei criteri di calcolo che deve andare a concretizzarsi quell'altro principio di diritto — contiguo, e già tante volte affermato dalla Corte di cassazione — secondo cui l'« investitore razionale (...) avverso al rischio (...) a parità di rendimento sceglierà l'investimento meno aleatorio ed a parità di alea quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio » e che per questo, nella prospettiva chiarita e ribadita in termini ormai univoci dalla Corte di cassazione, deve poter conoscere « *le caratteristiche concrete del titolo* » e ciò per il tramite dell'ufficio « della banca o dell'intermediario finanziario » che deve « evidenziare l'eventuale non adeguatezza dell'operazione » con una condotta « professionale, prudente e diligente » (40).

7. Se la Corte di cassazione considera l'investitore un agente razionale, quasi un esecutore meccanico della teoria tradizionale dell'utilità attesa, occorre per certo avvertire che l'investitore non è sempre razionale, poiché la psiche lo indurrà ad agire secondo logiche le più disparate (effetto certezza, effetto riflessione, effetto isolamento e così via). Per esempio, la psiche indurrà l'investitore ad attribuire un peso decisivo o comunque preponderante all'evento certo, non invece a quello pur molto probabile.

Eppure, questa esatta e doverosa avvertenza non esclude l'utilità del ricorso, per diritto finanziario, al calcolo delle probabilità, sia quando la Corte di cassazione si occuperà di derivati speculativi, sia quando tornerà ad occuparsi di derivati di copertura, e potrà farlo facendo ricorso al valore del rischio.

Ciò consentirà, nella consapevolezza che tutti indistintamente i contratti di *swap* sono scommesse, scommesse finanziarie, di rafforzare la motivazione, come la leggiamo oggi in Cass., n. 19013.

Perché, quando motiva che la copertura dipende dall'elevata correlazione, Cass., n. 19013 non dice proprio tutto. Non dice, cioè, non considera, che se anche nozionale, durata e indice, al quale i flussi sono connessi sono identici al finanziamento sottostante, della cui copertura si tratta, e dunque ricorre l'elevata correlazione di cui alla Determinazione di Consob del 26 febbraio 1999, nondimeno la copertura di uno *swap plain vanilla* può essere inesistente, se la probabilità che il tasso variabile superi il tasso fisso è nulla o quasi nulla, o comunque attenuata, se la stessa probabilità è apprezzabile. L'IRS, infatti, è una scommessa, e un investitore che perde una scommessa non copre alcunché, dal momento che esce da un rischio nullo per entrare in un rischio certo o più probabile.

Lo spartiacque, si capisce, è la scienza probabilistica.

C'è, o non c'è?

La usiamo, o non la usiamo?

Alcune digressioni non sono forse del tutto inutili per impostare la questione.

La scienza medica seleziona i nuovi farmaci e le cure in base alle probabilità. Se sono elevate le probabilità che un farmaco o una cura, oltre che bene, facciano anche male, magari male male, il farmaco o la cura sono vietati. Non vanno in commercio, cioè.

Non mi soffermo sulle analogie che si potrebbero individuare tra farmaci o cure, e strumenti finanziari, ed osservo che il diritto conosce il ricorso alle probabilità.

Così l'art. 348-bis c.p.c. statuisce che in appello « l'impugnazione è dichiarata inammissibile dal giudice competente quando non ha una ragionevole probabilità di essere accolta » (41) — si tratta di una probabilità logica o baconiana — e l'art. 503, comma 2°, c.p.c. statuisce che « L'incanto può essere disposto solo quando il giudice ritiene probabile che la vendita con tale modalità abbia luogo » ad un certo prezzo — di nuovo, una probabilità logica —.

In molti casi la legge conosce il ricorso alle probabilità scientifiche come fatto di conoscenza necessario per la formazione di un consenso consapevole.

Così l'art. 6 della legge n. 40 sulla procreazione medicalmente assistita dispone che « prima del ricorso ed in ogni fase di applicazione delle tecniche di procreazione medicalmente assistita il medico informa in maniera dettagliata (le coppie) (...) sulle probabilità di successo »; il dato su cui è costruita la probabilità è quello storico.

Così, per le scommesse non finanziarie, il decreto legge n. 158 del 2012 c.d. decreto Balduzzi, convertito con modificazioni dalla legge 8 novembre 2012, n° 189, dispone che deve essere indicata la probabilità di vincita; il dato su cui è costruita la probabilità è, anche qui, quello storico.

Il giudice conosce in casi sempre più numerosi il ricorso alle probabilità, anche quando non è la legge a prescriverlo (42).

Così, anche senza considerare l'ambito sterminato dei giudizi sul *fumus boni iuris*, che sono dichiaratamente probabilistici (43), noi abbiamo il canone del « *più probabile che non* » nientemeno che per stabilire se un evento di danno è risarcibile o non, quando sia stato compiuto un illecito civile (44). È interessante notare che il giudice — è la Corte di cassazione — chiarisce che il canone della probabilità deve tenere conto del « giudizio di probabilità scientifica » legato alle « leggi generali di copertura proprie delle scienze esatte applicate ai fenomeni naturali (...) ovvero — in assenza di tali leggi — in base alla valutazione dei dati di esperienza e della rilevazione della intensità delle frequenze statistiche degli accadimenti » (45), ma questo canone — della « probabilità quantitativa o pascaliana » —, sebbene imprescindibile — perché sarebbe assurdo che il giudice ignorasse i risultati del progresso scientifico — non è tuttavia decisivo, dovendo il giudice, se le leggi scientifiche in quell'ambito mancano o se sono « inconferenti » nel caso concreto, fare ricorso alla « probabilità logica o baconiana » (46). Al riguardo, gli studiosi del processo civile e penale hanno da tempo illustrato le ragioni della preminenza della probabilità logica sulla probabilità quantitativa nel processo decisionale del giudice (47). Si è scritto con riguardo al processo civile che « il ricorso a schemi di ragionamento di derivazione logico-matematica sia un utile strumento per la configurazione di ingerenze valide relative al verificarsi di eventi futuri e (...) l'impiego di prove scientifiche possa attribuire a queste inferenze un supporto conoscitivo più sicuro, oggettivo e controllabile », ma « specialmente nell'ambito delle previsioni, il ricorso alla scienza è sì utile quando è possibile, ma non fornisce mai soluzioni pronte ed aprioristicamente valide » (48). Quanto al processo penale si è scritto che, ancorché « nel processo penale (sia) sempre più frequente il ricorso a conoscenze scientifiche di natura comunque probabilistica » (di nuovo, probabilità quantitativa o pascaliana), tuttavia resta « il ruolo centrale e ineliminabile delle massime d'esperienza nel ragionamento probatorio » (probabilità logica o baconiana) (49).

In sintesi: il giudice decide con argomenti probabilistici, ma non si ferma al dato scientifico, al quale fa ricorso come ad altri argomenti logici, desunti dal caso concreto, che possono risultare decisivi ai fini della decisione.

L'analogia tra processo decisionale del giudice e processo decisionale del contraente che agisce nei mercati finanziari è impressionante.

Perché è vero che quello del giudice è un *agere necesse* ed egli *deve decidere il giusto*, mentre il contraente — investitore decide del suo, e fa le previsioni che gli piacciono (*agere licere*: l'investitore non è un esecutore meccanico della teoria dell'utilità attesa (50)) — ma per entrambi la probabilità logica, preminente, non deve, non può fare a meno di considerare, ai fini della decisione, anche la probabilità scientifica, se la scienza fornisce numeri probabilistici. Per l'investitore, dati probabilistici costruiti con modelli affidabili, non semplici dati storici potenzialmente decettivi. Sarebbe assurdo che il giudice ignorasse i numeri ai fini della decisione (pur non essendo i numeri decisivi); io penso sia assurdo che l'investitore ignori i numeri (valore dello *swap* e metodo di calcolo, scenari probabilistici) quando entra in una scommessa finanziaria (pur non essendo i numeri decisivi ai fini della sua consapevole decisione di investimento e pur essendo rilevante la scelta di un modello affidabile), per di più scommettendo con un contraente, l'intermediario, che sul valore matematico del rischio, elaborato con un preciso modello, ha costruito lo strumento (senza considerare che dal valore a bilancio di quello strumento dipende la permanenza stessa sul mercato sia dell'impresa che investe, sia della banca che agisce da intermediario).

Si potrà dimostrare in contrario che è illusorio pensare che su 100 investitori consapevoli del rischio, 100 agiscano razionalmente. Ma non si potrà mai dimostrare che ad un singolo investitore, a ciascun singolo investitore, sia che egli abbia agito razionalmente sia che abbia agito irrazionalmente, avrebbe giovato contrattare senza essere consapevole del rischio. Questa illazione evidentemente controintuitiva è plausibile — soltanto in taluni casi, direi i più gravi e patologici — solo se si pensa ad uno scommettitore non serio, dunque alla scommessa tollerata e a chi gioca per vizio, malattia, ebbrezza, noia, spacconeria; ma è allora il regno dell'*otium*, dell'eccezione di gioco, dell'art. 1933 c.c., di ciò che il diritto neglige; non è il regno della finanza e non è il diritto dei mercati finanziari.

La stessa scommessa di Pascal sull'esistenza di Dio (51) aveva senso come sfida ai non credenti perché muoveva dal presupposto che l'esistenza e la non esistenza di Dio fossero scenari equiprobabili. Se qualcuno avesse documentato in

partenza che la non esistenza di Dio era probabile all'80 %, Pascal avrebbe dovuto argomentare, a favore della scelta di credere, adducendo argomenti razionali più forti e più persuasivi o avrebbe rinunciato a rivolgersi alla ragione, per fare appello alla sola fede.

Anche la dottrina conosce le probabilità.

Leggiamo Natalino Irti.

Come nasce una fattispecie?

«Il diritto si affida a un calcolo di probabilità, un calcolo del grado di possibilità degli eventi, che esso decide di regolare.

Questa scelta, questa selezione di eventi probabili, sta alla genesi di ogni norma o gruppo di norme (...).

Il calcolo di probabilità (...) si esprime nella costruzione della fattispecie, la quale è tutta protesa verso il futuro. Mediante la fattispecie, il diritto “pensa” l'avvenire (...)» (52).

La dottrina insegna come si adopera per diritto civile il canone della probabilità scientifica e spiega perché esso implica il ricorso agli scenari probabilistici. Leggiamo Pietro Trimarchi 2017.

«Poiché (...) il futuro è normalmente incerto, una liquidazione razionale deve essere basata su un'attualizzazione che tenga conto del rischio, cioè della probabilità (per esempio, adottando il criterio del valore “atteso”: l'entità del danno moltiplicata per la probabilità del suo verificarsi (...)). Si consideri per esempio l'ipotesi che il lucro cessante sarebbe stato di 100 con una probabilità dell'80 % e di 500 con una probabilità del 20%. Se non si applica un'attualizzazione che tenga conto del rischio, il lucro cessante deve essere stimato pari a 100, questa essendo la misura corrispondente a un alto grado di probabilità. Se, invece, si procede a una corretta attualizzazione, i due possibili profitti devono essere pensati tenendo conto della probabilità del loro verificarsi. Per esempio, adottando il criterio del “valore atteso”:  $100 \times 80\% + 500 \times 20\%$  uguale 180 » (53).

Queste digressioni sparse — il giudice, la legge, la dottrina usano le probabilità scientifiche — mi pare confermino che il ricorso alle probabilità, in diritto, è frequente: non solo alle probabilità logiche, che è ovvio, ma anche alle probabilità scientifiche, ed anche quando sulle probabilità la scienza non ha raggiunto conclusioni definitive (se pure ne esistono).

Noi continueremo per certo ad osservare che la psiche dell'investitore potrà indurlo a prendere le distanze dalle probabilità scientifiche, e così a deviare dal modello ideale dell'investitore razionale protagonista della tradizionale teoria dell'utilità attesa, ma ciò non dimostra minimamente che il ricorso alle probabilità scientifiche, in finanza, non sia utile, essendo al più inutile, dannoso mai.

8. Mifid II non è tecnicamente retroattiva; tuttavia, essa viene ora a dettagliare con il nuovo Regolamento Intermediari, ciò che la banca non poteva fare neppure prima, e che la giurisprudenza di merito e la dottrina già avevano affermato che non poteva fare, sulla scorta dell'esatta interpretazione dell'art. 21 t.u.f. in combinazione con l'art. 1 t.u.f.: agire nella sostanza nell'interesse del cliente, in modo serio e fedele, come ben intuisce e valorizza ora Cass. n. 19013, così preparando come si deve il terreno per un recepimento serio e fecondo di Mifid II.

La consueta obiezione secondo cui il ruolo creativo del giudice renderebbe le decisioni imprevedibili e quindi malcerto l'agire di *homo oeconomicus*, è fondata su un assunto falso in fatto. L'assunto è che la prevedibilità delle decisioni rappresenterebbe l'obiettivo di *homo oeconomicus*. Non è così, dato che l'obiettivo di *homo oeconomicus* è regolare al meglio i propri affari (54) e l'obiettivo non gli è assicurato da decisioni prevedibili, ma gli è assicurato da decisioni favorevoli. Ciò che dispiace a *homo oeconomicus* — non a lui solo, direi, anche a *homo ludens* — non è che la decisione del giudice si riveli imprevista (un litigante non si dispera se vince una causa che prevedeva di perdere, a meno che avesse scommesso sulla propria sconfitta una posta più alta del valore in gioco nel processo), ma che la decisione del giudice sia a lui sfavorevole.

È quindi falso che il rischio della successiva declaratoria di nullità di *swap* non realmente di copertura — o di *swap* speculativi intrasparenti, soggiungo io — creerebbe incertezza nei mercati finanziari. È vero, all'opposto, che il rischio della successiva declaratoria di nullità di *swap* non realmente di copertura — o speculativi intrasparenti — induce, dovrebbe indurre l'intermediario ad impostare in modo più prudente la sua politica di negoziazione di *swap* intrasparenti, riducendo, di conseguenza, i guadagni ricavabili da questo specifico comparto del suo *business*: esattamente lo spirito della *product governance* di Mifid II.

Cass. n. 19013 non è, infine, un fulmine a ciel sereno; all'opposto, essa trova un solido supporto nelle più recenti ed autorevoli acquisizioni dottrinali sul ruolo della causa contrattuale nel diritto dei mercati finanziari (Carlo Angelici, Mario Barcellona) e scioglie, a proposito di *swap*, i termini di principi già tante volte statuiti in materia dalla Corte di cassazione con sentenze — sul carattere imperativo e inderogabile dell'art. 21 t.u.f., sul consenso consapevole dell'investitore in termini di quantità e qualità del rischio — che rappresentavano veri e propri *prospective overrulings*. Suona semmai singolare constatare come ancora nel 2017 la Corte di cassazione, con la sentenza nm. 19013, abbia dovuto statuire l'ovvio, cassando una sentenza che, da quanto sembra ricavarsi dal testo della sentenza di legittimità, aveva rigettato le domande dell'investitore sull'assunto che lo stesso investitore (si fosse dichiarato un) un “operatore qualificato”. E assai bene ha fatto Cass., n. 19013 a statuire che, al fine dell'attribuzione di rilevanza, nel giudizio di meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 c.c., alla cura dell'interesse dell'investitore, ai sensi dell'art. 21 t.u.f. e dell'art. 26 Regolamento Consob n. 11522 del 1998, non ha importanza che l'investitore sia — *recte*, si sia dichiarato — o meno un “operatore qualificato”.

Ma si può e si deve procedere oltre nella direzione della trasparenza del rischio come *condicio sine qua non* di liceità.

La diffusa retorica sull'inattendibilità del calcolo finanziario (e dei modelli di calcolo del rischio finanziario) è un falso. La retorica — in apparenza paternalistica, in realtà insincera — sull'investitore informato, e nondimeno irrazionale, è un falso. Saranno falsi d'autore, ma restano dei falsi.

Il monito di Orazio — *carpe diem quam minimum credula postero* — non vale per i mercati finanziari del terzo millennio, cui s'attagliano le parole che lo precedono: *dum loquimur fugerit invida aetas*, irripetibile vetta della traduzione, in parole, della fusione tra passato, presente e futuro, una fusione di cui, in fondo, sono espressione anche le probabilità scientifiche.

#### Note:

(1) De Nova, La giurisprudenza fonte del diritto?, in [www.juscivile.it](http://www.juscivile.it), 2016, 413; in tema, approfonditamente, anche



- Passagnoli, La retroattività tra leggi e sentenze, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it), 2017, 133 ss.
- (2) Regolamento del Parlamento Europeo n. 1286/2014 e Regolamento delegato della Commissione UE n. 653/2011.
- (3) D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, in G.U. del 25 agosto 2017, Serie generale n. 198.
- (4) Irti, Per un dialogo sulla calcolabilità giuridica, in *Riv. dir. proc.*, 2016, 924 s.
- (5) De Nova, I contratti derivati come contratti alieni, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15-21.
- (6) In [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it): « “scommessa” sull'andamento dei tassi di interesse ».
- (7) In [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).
- (8) Scrive M. Cera che « una buona tutela dell'investitore può e forse deve passare, anche, da una limitazione nell'offerta degli strumenti finanziari, escludendo dalla distribuzione al pubblico indistinto quelli fortemente se non meramente speculativi o anche soltanto opachi. Se gli strumenti offerti non sono trasparenti e comprensibili a quel risparmiatore, essi non dovrebbero essere nemmeno proposti ai risparmiatori, al di là di ogni sforzo informativo (e, altresì, di ogni regola organizzativa o di condotta) » (Servizi di investimento e regole di condotta degli intermediari: quale quiete dopo la tempesta?, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015, I, 674).
- (9) Analoga argomentazione in dottrina in Berti De Marinis, Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza negli interest rate swap, in *Contr. e impr.*, 2017, 919.
- (10) Cass., 13 luglio 2017, n. 17352, prima sezione civile, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).
- (11) Cass., 31 luglio 2017, n. 19016, prima sezione civile, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).
- (12) Né più, né meno: clausola immeritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322, comma 2°, c.c. per ragioni di ordine pubblico economico: Cass., 28 aprile 2017, n. 10509, terza sezione civile, estensore Rossetti, in *Corr. giur.* 2017, 1194 ss.; Cass., 28 aprile 2017, n. 10506, terza sezione civile, estensore Rossetti, in *Corr. giur.* 2017, 1191 ss.
- (13) Criticando tout court il ricorso al vizio della nullità in materia di derivati, Giudici, Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati, in *Giur. comm.*, 2016, I, 506 scrive che « occorre prestare attenzione (...) agli effetti sistemici che i derivati possono avere non solo sul sistema finanziario, ma anche sul sistema giuridico » e ciò perché, si legge, « un contratto che ex post può essere dichiarato nullo è un contratto instabile; ed un ordinamento giuridico che troppo facilmente si orienta a favore della nullità del contratto non è un luogo in cui si possano fare investimenti a lungo termine, che è — in ultima analisi — la funzione stessa del contratto e la ragione per cui esso ha, tra le parti, forza di legge ».
- (14) Giudici (nt. 12), 508.
- (15) Maffei, L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale, Milano, 2014, 3 ss. In termini rigorosi Dolmetta, Strutture rimediali per la violazione di « obblighi di fattispecie » da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa), in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2007. Soltanto tra le voci più recenti che illustrano la compenetrazione tra obblighi informativi precontrattuali e forma del contratto, in chiave di nullità del consenso, Grisi, Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità, in *Persona e mercato*, 2016, 152 ss.
- (16) Angelici, Alla ricerca del “derivato”, Milano, 2016, 179 ss.; 191 s.; l'intero capitolo IV del libro di Carlo Angelici sui derivati è intitolato “Razionalità e mercato”.
- (17) Barcellona, Un'altra complessità: l'orizzonte europeo e i problemi della causa, in [www.juscivile.it](http://www.juscivile.it), 2016, 367 ricorda che « innumerevoli sono ormai le sentenze di merito che sanciscono l'invalidità di contratti derivati per l'immeritevolezza della loro causa, ascrivendola alla inattitudine a svolgere la dichiarata funzione di copertura, al carattere unilaterale del rischio o alla irragionevolezza e incalcolabilità dell'alea. Le argomentazioni di questa giurisprudenza possono, talvolta, mostrarsi discutibili. Ma tutte, in egual modo, valgono a segnalare ciò che per il giudizio causale rimane cruciale, ossia che questi contratti assumono una merce fittizia ad oggetto di uno scambio solo apparente. Così i derivati si mostrano per quel che per lo più sono: scommesse, predisposte dallo stesso sistema finanziario e da questo congegnate in modo da guadagnarci in ogni caso e procurarsi a carico del risparmio privato quel che non riuscirebbe a procurarsi sul mercato degli investimenti produttivi e delle merci. Ciò cui questa giurisprudenza reagisce è, perciò, l'introduzione su larga scala di una circolazione della ricchezza, che, invece che alla logica mercantile dello scambio, soggiace piuttosto all'azzardo: per mezzo (anche) dei derivati, l'imponderabile si è insediato nel mercato sotto l'apparenza del sinallagma per introdurre una nuova tecnica di valorizzazione del capitale finanziario, che consiste propriamente nell'espropriazione del risparmio privato ».
- (18) Vettori, La giurisprudenza fonte del diritto privato ?, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 885.
- (19) Pardolesi, Le sezioni unite sulla clausola claims made: a capofitto nella tempesta perfetta, in *Foro it.*, 2016, I, 2012.
- (20) Maffei, Conflitto di interessi nel contratto e rimedi, Milano, 2002, 463 ss. Così poi Id., Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 253; Luminoso, Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 766; Natoli, Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”, in *Contr.*, 2010, 72; Romeo, Il conflitto di interessi nei contratti di intermediazione, *ivi*, 2009, 446.
- (21) Sacco, voce Causa, in *Digesto IV, Disc. priv.*, s.d. ma Torino, 2014, 62. Con riferimento ai derivati Bochicchio, Le antinomie del diritto dei derivati: proposta di soluzione, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2015, 12.
- (22) Un vero e proprio trattato sull'immeritevolezza si trova nella densissima motivazione di Cass., 28 aprile 2017, n. 10506, terza sezione civile, estensore Rossetti, in *Corr. giur.*, 2017, 1191 ss.
- (23) Scrive R. Sacco: « Se un accordo umano è illegale, socialmente pericoloso, o immorale, è nullo ex art. 1343 c.c. it. La severità dell'esame imposto dall'art. 1343 può essere irrigidita tanto quanto lo richiede la cultura e la moralità dell'interprete. Accanto ad esso, un ulteriore esame di merito sarebbe una superfetazione. Solo chi abbia un'idea lassista del buon costume o dell'ordine pubblico può auspicare il vaglio ulteriore, che spareggi i contratti (...) secondo il merito » (in R. Sacco — G. De Nova, *Il contratto*, Torino, 2004, I, 849). G. Perlingieri osserva che « i controlli di liceità e di meritevolezza ex art. 1322 c.c. (...) si risolvono in un controllo di conformità del negozio, o di una operazione economica complessa, a norme imperative, all'ordine pubblico e al buon costume, o, meglio, alla legalità costituzionale, europea ed internazionale. In caso di esito

negativo la sanzione, di regola, è la nullità» (Il controllo di “meritevolezza” degli atti di destinazione ex art. 2645 ter c.c., in Studi in onore Giorgio De Nova, Milano, 2015, III, 2374, al richiamo della nota 7). Sul punto anche Robles, L'ordine pubblico “economico” tra sistematica ed ermeneutica nel recente diritto dei contratti, in Giust. civ., 2016, 801. Diversamente dal testo, nell'ambito dei servizi di investimento — e con specifico riferimento al contratto di interest rate swap — Di Raimo, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in Rass. dir. civ., 2014, 308 ss. ed in ambito assicurativo Monticelli, Il giudizio d'immeritevolezza della claims made agli albori della tipizzazione della clausola, in Danno e resp., 2017, 552 ss. Essi seguono il diverso insegnamento secondo cui la meritevolezza degli interessi è altro dall'illiceità.

(24) Osserva S. Patti, Principi, clausole generali e norme specifiche nell'applicazione giurisprudenziale, in Giust. civ., 2017, 245 che « occorre (...) chiedersi se mediante il ricorso alle formule « vaghe » delle clausole generali si realizzi una effettiva armonizzazione. La risposta, purtroppo, è (almeno in parte) negativa, perché, pur se il testo di matrice europea viene tradotto nei vari ordinamenti con termini equivalenti, e quindi nonostante la coincidenza terminologica (« buona fede », « comportamento secondo buona fede », ecc.), il giudice nazionale tende ad applicare, la clausola generale secondo la tradizione del proprio ordinamento giuridico e, quindi, in maniera più o meno estensiva ed incisiva ».

(25) In ambito finanziario, Maffei, Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati”, in questa Rivista, 2012, I, 280 ss.

(26) « La giurisprudenza è (...) fonte del diritto se ed in quanto è creativa »: De Nova, La giurisprudenza fonte del diritto ? (nt. 1), 412.

(27) Giudici (nt. 12), 506.

(28) Ampiamente e condivisibilmente Vettori, Norme, dogmatica e sentenze, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it), 2017, 79 s. Osserva condivisibilmente A. Tucci, Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole, in Contr. e impr., 2017, 943 che « la questione (“di diritto comune”) della meritevolezza degli interessi si pon(e) in termini di pregiudizialità logico giuridica, rispetto alla valutazione dell'operazione sulla base della disciplina speciale dei servizi di investimento, e non può ritenersi risolta, in positivo, dalla disciplina speciale ».

(29) Maffei, Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori, in G. Gitti - M. Maugeri - M. Notari, I contratti per l'impresa, Bologna, 2012, II, 240 ss.

(30) Maffei, Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap, in Riv. dir. civ., 2016, 1096 ss.

(31) « L'indicazione degli scenari probabilistici costituisce (...), a mio parere, la principale misura di tutela efficiente ed equilibrata dell'investitore e del mercato »: Antonucci, Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Adde Lupoi, I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento, in Riv. trim. dir. econ., 2017, 69 ss.; Patroni Griffi, L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 13 s.; per la clausola floor, Sartori, Sulla clausola floor nei contratti di mutuo, in [www.ildirittodegliaffari.it](http://www.ildirittodegliaffari.it), 2015, 17. Adesivo fra i matematici attenti alla dimensione giuridica della finanza, Cherubini, La via dei giuristi alla probabilità ha un solo problema: la giustizia, in [www.glistatigenerali.com](http://www.glistatigenerali.com), 2016.

(32) Caputo Nasseti, L'insostenibile leggerezza dell'essere contratti derivati, in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), 2016.

(33) Giudici (nt. 12), 506.

(34) De Nova, Lo stato di informazione circa le future sentenze giudiziarie, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2016, 1237.

(35) Ora si veda Riccio, La giurisprudenza fonte del diritto, in Contr. e impr., 2017, 857 ss.

(36) Gentili, Il diritto come discorso, Milano, 2014, 17 s.

(37) Questo nostro diritto (tra la metafisica e la biologia), in Osservatorio dir. civ. e comm., 2016, 3.

(38) Si legga Grossi, La invenzione del diritto: a proposito della funzione dei giudici, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2017, 843 ss.

(39) Lupoi, Il tramonto dell'informazione letterale, l'alba dell'informazione numerica?, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2017. Scrive Morera, Le parole non dette. Il silenzio nel diritto commerciale e bancario: « A ben vedere, negli ultimi due decenni gli sforzi per semplificare il linguaggio delle parole nel comparto dell'intermediazione finanziaria al fine di rendere lo stesso più efficiente, non hanno prodotto risultati apprezzabili. L'immensa quantità di informazioni relative all'emittente, al prodotto, ai rischi di varia natura, hanno spesso finito per “oscurare” il vero profilo centrale dell'operazione: cioè il rischio finanziario; il cui valore potrà molto più efficacemente essere espresso da numeri prodotti da modelli matematici stabiliti in appositi standard predefiniti. Occorre prendere atto che sta per iniziare una nuova era dell'informazione finanziaria: dopo che le (troppe) parole fin qui spese per informare hanno sostanzialmente fallito in gran parte la loro funzione, il loro posto sta per essere assunto dai numeri, probabilmente più chiaramente espressivi di ciò che sono chiamati a rappresentare. Il tramonto delle parole nel diritto finanziario sarà un bene? Io, personalmente, credo di sì ».

(40) Cass., 9 agosto 2016, n. 16828, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it); Cass., 3 giugno 2016, n. 11478, *ivi*; Cass., 9 febbraio 2016, n. 2535, *ivi*; Cass., 26 gennaio 2016, n. 3176, *ivi*.

(41) Rinvio a Maffei, L'esame, molto approfondito, dell'appello, ai fini del filtro, in D. Maffei - C.R. Raineri - A. Maniaci - A. Tedoldi, ne Il filtro dell'appello, Torino, 2013, 3 ss.

(42) Osserva ora Scarpa, Il ruolo delle scienze nel processo civile, in Giust. civ., 2017, 351 che « vengono in soccorso del magistrato anche la statistica e la matematica, che possono consentirgli di stabilire quante probabilità vi siano di verosimiglianza dei fatti dimostrati. Rilevano, in particolare, quelle conoscenze scientifiche da cui possano trarsi inferenze sulla specifica vicenda litigiosa ». Sul punto anche F. Auletta, La prova scientifica: diritto, epistemologia, strumenti d'acquisizione, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2016, 461 ss.

(43) Per tutte, Cass., 16 gennaio 1987, n. 331, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).

(44) Cfr. ex plurimis Cass., 24 maggio 2017, n. 13096, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it); Cass., 2 agosto 2017, n. 19270, *ivi*.

(45) Cass., 24 maggio 2017, n. 13096, in [www.plurisdata.it](http://www.plurisdata.it).

(46) Cass., 2 agosto 2017, n. 19270, in [ww.plurisdata.it](http://ww.plurisdata.it): « ove le leggi scientifiche non consentano una assoluta certezza della derivazione causale la regola di giudizio nel processo civile è quella della preponderanza dell'evidenza o “del più probabile che non”, criterio che “non può essere ancorato esclusivamente alla determinazione quantitativa — statistica delle frequenze di classi di eventi (c.d. probabilità quantitativa o pascaliana), che potrebbe anche mancare o essere inconferente ma va verificato riconducendone il grado di fondatezza all'ambito degli elementi di conferma (e nel contempo di esclusione di altri possibili alternativi) disponibili in relazione al caso concreto (c.d. probabilità logica o baconiana)” ».

(47) Da ultimo Vanacore, *Falsificazionismo e processo: come e quando la scienza diviene sentenza ?*, in *Danno e resp.*, 2016, 1145; già Bona, *Causalità civile: il decalogo della Cassazione a due dimensioni di analisi*, in *Corr. giur.*, 2008, 35 ss.

(48) Taruffo, *Senso comune, esperienza e scienza nel ragionamento del giudice*, in *Scritti sulla giustizia civile*, Bologna, 2002, 344 s. Dello stesso A. si vedano anche *La valutazione delle prove*, in Id. (cur.), *La prova nel processo civile*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 230 s.; *La prova scientifica nel processo civile*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, 1079.

(49) Mazza, *Il ragionevole dubbio nella teoria della decisione*, in *Criminalia*, 2012, 370.

(50) Sulla condotta dell'investitore nel modello dell'utilità attesa e nei modelli successivi fino alla finanza comportamentale, Araldi, *L'influenza delle distorsioni cognitive sull'andamento dei mercati borsistici*, Torino, 2011, 15 ss.

(51) Vedila per esempio in B. Pascal, *Pensieri*, a cura di Bruno Nacci, Novara, 2014, pensiero 397.

(52) Irti, *La crisi della fattispecie*, in *Riv. dir. proc.*, 2014, 37 s.

(53) Trimarchi, *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano, 2017, 571 s.

(54) Denozza, *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in *Osservatorio dir. civ. e comm.*, 2016, 438.

**Utente:** DANIELE VATTERMOLI - [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it) - 03.04.2018