

ARTICOLI

**Le nullità dei contratti di
investimento come
strumento di protezione
degli investitori**

PAOLO PALMISANO

Responsabile dell'Ufficio Consulenza e Contenzioso Intermediari e Mercati,
nell'ambito della Consulenza Legale, Consob

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Le nullità dei contratti di investimento come strumento di protezione degli investitori

PAOLO PALMISANO

Responsabile dell'Ufficio Consulenza e Contenzioso Intermediari e Mercati,
nell'ambito della Consulenza Legale, Consob

*Tra gli strumenti di tutela che l'ordinamento appresta a favore dei clienti degli intermediari mobiliari, le nullità dei contratti di investimento assumono indubbiamente un rilievo centrale.

Il plurale è d'obbligo, posto che numerose e variegata sono le ipotesi di violazione delle regole negoziali alle quali l'ordinamento espressamente ricollega la nullità dell'accordo, ferma restando la possibilità – tutt'altro che teorica, vista l'ampia casistica registrata dalla giurisprudenza, anche di legittimità – che il singolo contratto venga dichiarato nullo allorché ricorrano i presupposti di cui all'art. 1418, primo e secondo comma, ovvero in quanto lo schema negoziale non risulti diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela, come previsto dall'art. 1322, secondo comma, cod. civ.. Come ci si accinge ad osservare, queste ultime forme di nullità costituiscono strumenti di tutela dell'investitore non certo meno importanti di quelle che la legge espressamente commina a fronte della violazione di specifici precetti normativi.

Le forme di nullità espressamente previste dal D.Lgs. n. 58 del 1998 appartengono, secondo la *communis opinio*, alla categoria delle cosiddette "nullità di protezione" (di cui esse costituiscono sicuramente il paradigma di riferimento della categoria, ormai pacificamente assunta nella tassonomia delle forme di invalidità dei contratti), ovverosia a quei casi di invalidità la cui preordinazione alla tutela dell'investitore ha indotto il legislatore ad introdurre espressamente una significativa deroga al modello legale della nullità codicistica, segnatamente sul piano della legittimazione all'azione di nullità, conferita espressamente – in deroga all'art. 1421 cod. civ. – al solo cliente dell'intermediario. Da qui il ricorrente utilizzo dell'espressione "nullità relative".

*Le opinioni espresse non impegnano l'Istituto di appartenenza.

Peraltro, lo scostamento di siffatte nullità dallo schema generale della nullità di diritto comune è più ampio di quanto possa sembrare dalla lettura della legge.

In generale, ove riferita ai contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, i cc.dd. “contratti quadro”, la nullità contemplata dall’art. 23, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 1998 per l’ipotesi del difetto di forma scritta produce *inter partes* il suo effetto tipico (eccezion fatta, come detto, per il solo regime di legittimazione alla proposizione della domanda), ovvero sia l’inefficacia del negozio. Altrettanto è a dirsi per altri contratti di investimento, quali i contratti derivati OTC che generano obbligazioni in capo al cliente e all’intermediario che ha “costruito” il derivato in favore del cliente; anche in questo caso, al ricorrere dei presupposti di legge, il contratto è nullo e pertanto inefficace, secondo lo schema tipico della nullità codicistica. Agevolmente riconducibili al paradigma codicistico della nullità sono anche altre ipotesi contemplate *expressis verbis* dal Testo unico, quale il rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente (art. 23, comma 2) o i casi di nullità del contratto di gestione di portafogli (art. 24), che generano ipotesi di nullità parziale agevolmente riconducibili, anche *quoad effectum*, al paradigma legale dell’art. 1419 cod. civ..

In alcuni casi, invece, la nullità può avere ad oggetto operazioni concluse e regolate nell’ambito di una sede di negoziazione. Si pensi agli ordini di investimento in strumenti finanziari eseguiti in esecuzione di un “contratto quadro” nullo per difetto di forma, anch’essi travolti da nullità⁰¹; si pensi altresì al caso disciplinato dall’ art. 25-*quater* del D.Lgs. n. 58 del 1998, che afferma la nullità dei contratti (destinati ad essere eseguiti nell’ambito di un sistema di regolamento) stipulati da clienti *retail* aventi ad oggetto obbligazioni subordinate emesse da banche di valore unitario inferiore a quello stabilito dall’art. 12-*ter* del Testo unico bancario⁰². Tali operazioni potrebbero essere (*rectius*, di regola sono) concluse tra soggetti diversi dalle parti del “contratto quadro” e, in ogni caso, il loro regolamento è intangibile in base al D.Lgs. n. 210 del 2001, il cui art. 2, comma 3, stabilisce che “Nessuna azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare nei confronti del sistema la definitività degli ordini di trasferimento”.

In questi ultimi casi, la realizzazione degli effetti tipici della nullità richiede una sequenza di comportamenti finalizzati a rendere l’assetto finale dei rapporti equivalente a tali effetti (ad esempio, il trasferimento dei titoli all’intermediario al prezzo di acquisto, o la

⁰¹ Cfr. Cass. S.U. 4 novembre 2019, n. 28314 sulla nullità degli ordini esecutivi impartiti in esecuzione di un “contratto quadro” nullo ex art. 23 e sulla possibilità per il cliente di “selezionare” le singole operazioni esecutive di cui chiedere la declaratoria di nullità.

⁰² Si osserva *per incidens* come tale previsione comporti, sul piano sistematico, difficoltà interpretative ed applicative con riferimento agli effetti del collocamento in favore della clientela *retail* di altre tipologie di strumenti finanziari che sono soggetti a limiti minimi di controvalore (ad esempio, investimenti della clientela *retail* in FIA riservati sotto la soglia prevista dall’art. 14 del DM n. 30/2015). Nei casi diversi da quelli disciplinati dall’art. 25-*quater* del TUF, e alla luce di quanto previsto da quest’ultima norma, la sorte del contratto concluso da un investitore al dettaglio e avente ad oggetto un investimento sotto-soglia appare incerta.

rivendita degli stessi al prezzo corrente e il pagamento del differenziale; la compensazione con le eventuali cedole, ecc.).

Quindi, le nullità relative sono esclusivamente il risultato della scelta del legislatore di accordare alla parte debole (e solo ad essa) gli effetti integralmente ripristinatori che solo la (imprescrittibile) azione di nullità può garantire, a prescindere dalle modalità di realizzazione dell'effetto.

Se, quindi, le nullità relative espressamente previste dal TUF mirano a realizzare sul piano pratico gli effetti tipici della nullità di diritto comune (giacché il contratto non può, financo per espressa previsione di legge, essere dichiarato nullo), il modello "classico" della nullità si ritrova in quei casi, cui l'ordinamento mobiliare non dedica previsioni espresse, in cui il contratto è nullo in ragione di un *deficit* strutturale (giacché ricorre una o più delle ipotesi indicate nell'art. 1418, secondo comma, cod.civ.), o funzionale (in quanto il negozio non è diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela).

La diffusa elaborazione giurisprudenziale delle ipotesi codicistiche dei contratti di investimento consente di annoverare anche tali ipotesi di nullità "non scritte" (e non solo i casi di nullità previsti espressamente a livello di normativa di settore) tra le forme di tutela degli investitori.

In argomento, l'approdo delle Sezioni unite della Corte di Cassazione nelle sentenze cc.dd. "gemelle" n. 26724 e 26725 del 2007 – sintetizzabile nell'assunto per cui nell'ordinamento mobiliare *"non è dato assolutamente rinvenire indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri d'informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti"* – non ha impedito alla giurisprudenza successiva di spostare l'angolo di visione da quello del comportamento dell'intermediario in sede di esecuzione del contratto concluso con il cliente (che di regola, salvi i casi diversamente disciplinati dalla legge, dà vita ad un'ipotesi di inadempimento contrattuale) a quello della struttura e funzione del prodotto, da esaminare e valutare nella fase genetica del contratto che lo incorpora e lo disciplina.

Così, il contratto ben può essere verificato nella sua (in)idoneità a perseguire interessi meritevoli di tutela; verifica che, se negativa, conduce irrimediabilmente alla nullità radicale ed assoluta del contratto. E nella prospettiva della meritevolezza degli interessi perseguiti, obblighi che sono dalla legge posti a carico dell'intermediario possono asurgere ad elementi strutturali dell'accordo e travalicare l'ambito dell'adempimento (o inadempimento) del contratto per divenire elemento intrinseco della causa negoziale.

La giurisprudenza ha affermato la nullità principalmente di due tipologie di prodotti, in entrambi i casi contratti atipici (frutto della evoluzione della prassi negoziale) che, in base all'art. 1322, secondo comma, cod. civ., sono stati ritenuti invalidi giacché diretti a realizzare interessi non meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

Il più noto è quello che ha riguarda gli *Interest Rate Swap* (IRS).

Con una “storica” sentenza a Sezioni Unite, n. 8770 del 2020 (comunemente chiamata “Comune di Cattolica”), la Corte di Cassazione ha affermato che gli IRS perseguono interessi meritevoli di tutela solo se si è in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell’alea (solo così il derivato diventa una “scommessa razionale”, meritevole, e non una scommessa di pura abilità non ammessa). Affinché si realizzi la funzione di gestione del rischio finanziario, costituiscono elementi intrinseci all’accordo la definizione del *mark to market* e l’illustrazione degli scenari probabilistici, che così non costituiscono oggetto di meri obblighi informativi in capo all’intermediario ma divengono elementi strutturali dell’accordo e dunque profili su cui verificare l’ammissibilità del negozio.

A questa sentenza sono seguite ulteriori decisioni, anche recenti, che hanno affrontato il tema delle condizioni di liceità degli IRS non solo nel caso in cui la controparte dell’intermediario sia un ente pubblico, ma un privato. Nelle ordinanze nn. 2262 e 2358 del 2026, la S.C. ha ribadito che l’indeterminatezza del *mark to market* e dei suoi criteri di determinazione “*si traduce in un vizio funzionale originario dell’operazione contrattuale e cioè in un vizio causale*” che rende il contratto immeritevole di tutela e quindi nullo⁰³.

Meno noto – ma non per questo non significativo ai fini della presente analisi – è un secondo insieme di decisioni che, a partire dalla sentenza della Corte di Cassazione n. 22950 del 2015, ha esaminato la validità di alcuni prodotti ingegnerizzati da una banca e da essa collocati presso la propria clientela al dettaglio come strumenti a contenuto asseritamente previdenziale⁰⁴. Anche tali contratti non hanno superato indenni il vaglio di meritevolezza. Secondo la S.C., a connotare in termini di nullità tali contratti hanno concorso: a) l’*“inidoneità ad espletare una funzione commisurata sugli interessi concretamente perseguiti dalle parti”* (da qui la nullità di un contratto presentato come connotato da una funzione previdenziale ma in realtà inidoneo a perseguire tale fine); b) l’*“assenza di una “situazione di alea bilaterale”* (giacché il contratto traslava i rischi ad esso impliciti in capo al solo investitore); c) l’*“esistenza di un “deficit informativo strutturale”, non colmabile con la puntuale osservanza di doveri a contenuto informativo.*

⁰³ Le sentenze del 2026 hanno introdotto un temperamento rispetto alla sentenza “comune di Cattolica” (il cui rigore discende indubbiamente anche dalla peculiarità soggettiva della controparte dell’intermediario nel contratto di *swap*): nelle ordinanze da ultimo depositate, si afferma che il *mark to market* deve essere desumibile dall’insieme delle previsioni contrattuali e che non è necessario, ai fini della declaratoria di nullità, che nel contratto siano riscontrabili parametri “*talmente articolati e complessi da essere ipertrofici e in fin dei conti controproducenti*” e nell’ipotesi di IRS di copertura *plain vanilla* potrebbe anche mancare l’indicazione del MTM si basi “*su modelli diffusi e di largo impiego*”.

⁰⁴ Ci si riferisce in particolare al contratto denominato “My Way”, fondato su operazioni tra loro collegate, consistenti nell’erogazione, da parte della banca al cliente, di un mutuo trentennale a tasso fisso, da estinguersi in rate mensili, per l’acquisto immediato di strumenti finanziari gestiti o emessi dalla stessa banca, o da sue controllate, e contestualmente costituiti in pegno in favore della mutuante a garanzia del rimborso del finanziamento. Per alcuni aspetti, a tale prodotto è simile il contratto denominato “4You”, anch’esso nullo in quanto inidoneo a realizzare interessi meritevoli di tutela (cfr. Cass. n. 25630 del 2017).

Ora, è possibile affermare che gli orientamenti giurisprudenziali cui sui è appena fatto sommariamente cenno escludano la validità dei contratti di investimento quando essi siano inidonei a soddisfare l'interesse dell'investitore quantomeno sotto due aspetti essenziali: l'equilibrio delle prestazioni sul piano sinallagmatico e nella ripartizione del rischio (soprattutto in un contesto caratterizzato da un intrinseco squilibrio tra la forza negoziale del cliente e quella dell'intermediario che "ingegnerizza" il prodotto collocato presso la propria clientela), e la necessità originaria di una comprensibilità intrinseca del contratto, al punto da far assurgere il contenuto minimo essenziale dell'informativa dovuta al cliente ad elemento strutturale della fattispecie negoziale. Il contratto di investimento che non soddisfa questi due requisiti è nullo in quanto non realizza, sul piano contrattuale, il principale obbligo posto a carico dei soggetti abilitati, ovverosia quello di *"comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti"* (art. 21, comma 1, lett. a), del TUF). Come affermato dalla Corte di Cassazione nella sentenza n. 19013 del 2017, la *"norma guida dell'art. 21 TUF"* si manifesta rilevante – al pari delle norme regolamentari che ne hanno dato attuazione – *"prima di tutto per lo svolgimento della valutazione di meritevolezza di cui alla norma dell'art. 1322 cod. civ."*.

In conclusione, le nullità dei contratti di investimento espressamente poste dall'ordinamento di settore e quelle che discendono dall'applicazione dei parametri di meritevolezza posti dalle norme del diritto comune costituiscono – nella elaborazione giurisprudenziale che le ha configurate – indubbie componenti dell'apparato di protezione dell'investitore. Esse rappresentano una forma necessaria di tutela del risparmiatore nei casi – estremi, ma non irrealizzabili – nei quali l'assetto negoziale (di fatto predefinito unilateralmente dal contraente più forte) è intrinsecamente e strutturalmente inidoneo a soddisfare l'interesse dell'investitore, oggetto di protezione anche costituzionale; nei casi-limite in cui il contratto è connotato da un siffatto *deficit* strutturale, l'inefficacia del contratto tra le parti e l'effetto integralmente ripristinatorio della situazione *quo ante*, tipici della nullità, costituiscono una "rete di protezione" destinata ad integrare sia il complesso delle regole di condotta poste a carico dei soggetti abilitati, sia gli strumenti di vigilanza e intervento previsti dalla vigente normativa nazionale e comunitaria, ivi compresi quelli previsti dall'art. 7-bis del TUF e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 che consistono nel potere di vietare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche, ma che non presentano profili di interferenza o sovrapposizione con la disciplina, generale e speciale, della invalidità dei contratti di investimento.