

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2020

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare

SOMMARIO*: 1. La ragionevolezza di un approccio interdisciplinare. – 2. All'origine del problema. – 3. L'interprete di fronte alla "crisi" dei contratti derivati. – 4. Il regime dell'operatore qualificato e il suo superamento. – 5. Dalla disciplina dell'attività al diritto comune dei contratti. – 5.1. Il ricorso alla nozione di causa concreta. – 5.2. I contratti derivati come "scommessa razionale". – 6. La sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione. – 7. Una ridotta conoscenza della fattispecie. – 7.1. I contratti derivati come «scommesse razionali»? – 7.2. L'uso non controllato di alcune nozioni economico-finanziarie. – 7.2.1. Il *mark to market*. – 7.2.2. I costi impliciti. – 7.2.3. Gli scenari probabilistici. – 8. Una discutibile ricostruzione dogmatica – 9. Le conseguenze economiche della decisione. – 10. Una possibile soluzione alternativa.

1. La ragionevolezza di un approccio interdisciplinare

Con una recente sentenza a sezioni unite¹, la Corte di Cassazione è autorevolmente intervenuta nella discussione giurisprudenziale italiana sulla disciplina applicabile ai contratti derivati *over the counter* conclusi dalle banche con imprese non finanziarie ed enti locali². Le questioni affrontate dalla corte di legittimità e dai giudici di merito

* Gli autori ringraziano Ugo Minneci, Roberto Natoli, Giulio Anselmi e Matteo Arrigoni per le puntuali osservazioni a una versione precedente. Grazie anche a Rosario Cannella e Andrea Voiello per la preziosa attività di ricerca. Eventuali errori e omissioni rimangono nostri. Per le sue caratteristiche strutturali, l'articolo costituisce l'esito di un lavoro comune. Ai soli fini istituzionali, possono essere attribuiti: a Mario Anolli i nn. 2, 7, 9 e l'Appendice; ad Andrea Perrone i nn. 3, 4, 5, 6, 8 e 10. Il n. 1 deve essere attribuito a entrambi gli autori.

¹ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, in www.dirittobancario.it.

² Per una prima introduzione, S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 383 ss.; D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648 ss.; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 68 ss. Rileva come l'apporto della giurisprudenza sia «da apprezzare, sul piano oggettivo, come intervento particolarmente "creativo" e determinante nello sviluppo della materia», A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza, in Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), Milano, 2014, XVI.

trovano il loro fondamento nelle caratteristiche economiche della fattispecie e, come tali, richiedono un'adeguata comprensione del fenomeno reale, in modo da assicurare che la soluzione giuridica sia proporzionata e vengano evitate, di contro, ricostruzioni astratte o precomprensioni non controllate.

In questa prospettiva, un approccio interdisciplinare risulta particolarmente ragionevole: un'analisi di *law and finance* può, infatti, consentire di identificare con precisione il fenomeno e gli interessi in gioco, così favorendo una più puntuale riconduzione della fattispecie alle indicazioni ordinanti del sistema. Diritto e finanza sono, in questa prospettiva, inscindibili. Nelle parole, ancora attuali, di un antico insegnamento, se «il diritto è una scienza di osservazione» e occorre «raccolgere i fatti per farli parlare»³, lo «studio della realtà giuridica», nel contempo, «non può essere convenientemente compiuto se non con la collaborazione dei giuristi»⁴. In modo ancor più puntuale, «l'argomentazione pratica e l'argomentazione dogmatica non operano in ordine successivo, ma sono legate da un rapporto di reciproca integrazione e di reciproco controllo. L'uno e l'altra svolgono una propria funzione sia nel contesto della scoperta sia nel contesto della giustificazione»⁵.

2. *All'origine del problema*

Il problema esaminato dalla giurisprudenza italiana trova la sua origine nelle marcate oscillazioni che hanno caratterizzato l'andamento dei tassi di interesse nell'ultimo ventennio.

A fronte della discesa dei tassi variabili di mercato iniziata sul finire del 2000, a partire dall'anno successivo alcune banche italiane e internazionali hanno promosso, presso imprese non finanziarie ed enti locali, *interest rate swap* diretti a “trasformare” nel più vantaggioso

³ C. VIVANTE, *Discorso di ringraziamento in occasione delle onoranze a lui tributate per il 25° anno di insegnamento*, Roma, 2 febbraio 1908, in *Rivista italiana per le scienze giuridiche*, Nuova serie, 2012, 41.

⁴ T. ASCARELLI, *Per lo studio della realtà giuridica effettuale*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 823.

⁵ L. MENGONI, *L'argomentazione orientata alle conseguenze*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1994, 18.

tasso variabile un originario indebitamento a tasso fisso⁶. Così, per esempio: (1) un ente locale indebitato con la Cassa Depositi e Prestiti per un mutuo al tasso fisso del 4% annuo si è obbligato a pagare alla banca, a scadenze semestrali e per tutta la durata del mutuo, un importo determinato applicando l'*euribor* a sei mesi più una maggiorazione (*spread*) dell'1% al capitale del mutuo ancora da restituire (*notional amount*); mentre (2) la banca si è obbligata a pagare all'ente locale, alle medesime scadenze e per tutta la durata del mutuo, un importo determinato applicando al medesimo *notional amount* il tasso fisso del 4%. In tal modo, l'*interest rate swap* ha consentito all'ente locale di ricevere un *cash flow* equivalente a quello dovuto alla Cassa Depositi e Prestiti verso un corrispettivo pari al *cash flow* che avrebbe dovuto corrispondere se si fosse indebitato a tasso variabile. Soprattutto con riguardo agli enti locali, la conclusione del contratto è stata spesso incentivata dalla banca proponendo operazioni caratterizzate da un pagamento immediato alla controparte (*upfront*), determinato in misura proporzionata al maggiore *cash flow* atteso dalla banca nel corso del contratto⁷. Così, nell'esempio, in presenza di un andamento atteso dell'*euribor* pari al 3%, la banca ha riconosciuto un *upfront* alla controparte prevedendo nel contratto un tasso variabile con uno *spread* dell'1,5%, anziché dell'1%.

In ragione della risalita dei tassi iniziata nel 2005 e della conseguente maggiore onerosità del contratto, su specifica raccomandazione degli intermediari gli originari contratti sono stati spesso ristrutturati, al fine di evitare perdite immediate alla controparte non bancaria⁸. Così,

⁶ Sul punto, con riferimento agli enti locali, G. FANTINI - C. OLDANI, *Italian Ordinary Statute Regions and Derivatives* (November 2015). CAMA Working Paper No. 43/2015, in www.ssrn.com, 16; in termini generali, sulla funzione degli *interest rate swap*, per tutti, J. HULL, *Options, futures, and other derivatives*⁹, Boston, 2015, 153 ss.; per un'illustrazione in italiano, sia, altresì, consentito il rinvio ad A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti derivati finanziari. Profili giuridici*, Milano, 1999, 15 ss.

⁷ Sul punto, sottolineando la possibilità per gli enti locali di conseguire un *surplus* di liquidità, iscritto a bilancio come ricavo e, quindi, neutro dal punto di vista del vincolo di bilancio tra debiti e ricavi, A. LAGNA, *Italian municipalities and the politics of financial derivatives: Rethinking the Foucauldian perspective*, in *19 Competition & Change* (2015), 290 s.

⁸ Con riferimento alle imprese, C. CONTI - E. FACILE, *The Use of Derivatives in Italian SMEs: How to Avoid New Mistakes* (June 2005), in www.ssrn.com.

nell'esempio, a fronte di un *euribor* salito oltre il 5% e, quindi, di un obbligo per l'ente locale di prestare (nel gergo finanziario: "pagare") un interesse del 6% (o del 6,5%) ricevendo un interesse del 4%, l'originario contratto è stato sostituito con un nuovo contratto capace, nel contempo, di obbligare l'ente locale a pagare un tasso fisso del 5% e di generare un *upfront* di importo pari alla somma necessaria per "chiudere" il precedente secondo valori di mercato⁹. In tal modo, imprese ed enti locali hanno potuto "uscire" dall'originario contratto senza esborsi, al costo, tuttavia, di una maggiore assunzione di rischio: *notional amount*, durata del contratto e caratteristiche dei pagamenti reciproci sono stati, infatti, necessariamente sbilanciati a favore della banca in proporzione all'entità dell'*upfront* strumentale alla "chiusura" del contratto precedente senza pagamenti per cassa.

Il rischio assunto dalla controparte non bancaria si è concretizzato con la drastica riduzione dei tassi successiva alla crisi del 2008. Così, nell'esempio, a fronte di un *euribor* sceso sotto l'1%, l'ente locale si è trovato vincolato a pagare un tasso fisso del 5%, ricevendo un interesse inferiore all'1%, con un *notional amount* e per una durata ben superiore rispetto all'indebitamento verso la Cassa Depositi e Prestiti. Analogo fenomeno si è verificato per gli *interest rate swap* conclusi, in origine o a seguito di ristrutturazione, per "trasformare" un indebitamento a tasso variabile in uno a tasso fisso, in modo da coprire il rischio di un debito indicizzato a tasso variabile. Così, per esempio, a fronte di un mutuo concluso da una impresa al tasso variabile di *euribor* più uno *spread* dell'1% e di un *interest rate swap* per il quale quest'ultima si obbligava a pagare un tasso fisso del 3,5% verso la corresponsione di un tasso variabile pari all'*euribor* più uno *spread* dell'1%, la controparte non finanziaria si è trovata vincolata a una prestazione di gran lunga superiore a quella ricevuta dalla banca, in ragione della drastica riduzione dei tassi appena ricordata.

Né è mancato il ricorso a strutture contrattuali assai più complesse di quelle sino ad ora illustrate. Soprattutto nella prospettiva di generare un *upfront* capace di consentire alla controparte non finanziaria la ristrutturazione del contratto in perdita senza esborsi di danaro, le banche hanno spesso proposto operazioni nelle quali la prestazione

⁹ Per un'illustrazione semplificata, G. DE NOVA, *Il contratto alieno*², Torino, 2010, 110 s.

dovuta è stata concordata in termini variabili a seconda del verificarsi di determinate condizioni. Così, per esempio, in luogo di operazioni nelle quali tasso fisso e tasso variabile risultavano costanti per tutta la durata del contratto (c.d. *plain vanilla swap*), l'entità del tasso fisso è stata concordata come destinata a crescere nel tempo o è stata fatta dipendere dall'andamento del tasso variabile di mercato (cc.dd. derivati esotici)¹⁰.

3. *L'interprete di fronte alla "crisi" dei contratti derivati*

A fronte dei significativi oneri economici e, per conseguenza, di una istanza di tutela giudiziaria «effettivamente pressante»¹¹, la prassi del pagamento immediato di *upfront*, le profonde alterazioni del contratto determinate dalle ristrutturazioni, il ricorso a derivati esotici e il suggerimento di recuperare una perdita mediante un'ulteriore assunzione di rischio sono stati presto identificati dai clienti come elementi significativi per agire contro le banche.

Le pretese delle controparti non bancarie dovevano, tuttavia, misurarsi con un triplice ostacolo. Il primo discendeva immediatamente dalla disposizione dell'art. 23, co. 5, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in poi, "TUF"). Esentando i contratti derivati conclusi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento dall'applicazione dell'eccezione di gioco *ex art. 1933 c.c.*, la norma impedisce, infatti, che un'eventuale qualificazione della fattispecie come scommessa precluda alla banca il recupero coattivo del credito verso il cliente¹².

Un ulteriore "porto sicuro" per gli intermediari era, poi, previsto dalla disposizione regolamentare che derogava, in modo pressoché integrale, alla disciplina per la tutela dell'investitore in presenza di un

¹⁰ Sul punto, CONSOB, *Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni* (18 marzo 2009), in www.consob.it, 1 s.

¹¹ Così M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, in questa *Rivista*, 2017, I, 100.

¹² Per una puntuale discussione della norma, P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), cit., 200 ss.

«operatore qualificato». Identificando quest'ultimo anche nella «persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante» (art. 31, co. 2, Regolamento Consob, 1° luglio 1998, n. 11522), la previsione riduceva, infatti, al minimo la possibilità di contestare alle banche la violazione delle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento, qualora la controparte avesse sottoscritto una simile dichiarazione, come *de facto* avvenuto in modo costante.

A una immediata tutela del cliente si opponeva, infine, il noto orientamento della Corte di Cassazione a sezioni unite, che, sul finire del 2007, aveva configurato le regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento come regole di responsabilità¹³: in caso di violazione, risultava, pertanto, precluso l'accesso al rimedio della nullità, rimanendo praticabile il solo rimedio risarcitorio, considerato, tuttavia, eccessivamente complesso da applicare¹⁴ e inadeguato rispetto a contratti a lungo termine, come tali destinati a durare anche dopo la condanna risarcitoria.

4. *Il regime dell'operatore qualificato e il suo superamento*

Ritenuta, di regola, invalicabile la previsione dell'art. 23, co. 5, TUF¹⁵, il dibattito giurisprudenziale si è così concentrato sul regime

¹³ Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Giur. it.*, 2008, 347, con nota di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*.

¹⁴ Nel senso che «la pronuncia di nullità è via corta e facile, soprattutto grazie all'automatismo del meccanismo restitutorio: per il giudice è più comodo disporre che il risparmiatore recuperi esattamente la somma investita presso l'intermediario (oltre interessi), piuttosto che onerarsi di difficili calcoli sul *quantum* di danni e relativi risarcimenti», V. ROPPO - G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 31.

¹⁵ Non mancano, in dottrina, indicazioni per il superamento della norma: S. D'ANDREA, *L'interest rate swap, specchio del nostro tempo, è una scommessa che non dà luogo ad azione: incostituzionalità dell'art. 23, comma 5°, tuf per eccesso di delega*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, 207 ss.; nel senso dell'applicabilità della norma solo nel caso di contratti con causa diversa dalla pura scommessa, G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. Impr.*, 2009, 1133 s.

dell'operatore qualificato e sul superamento della strettoia derivante dall'impostazione rimediale sancita dalla corte di legittimità.

Sul primo versante, un iniziale orientamento formalista¹⁶ è stato progressivamente superato, nel tentativo di limitare la vistosa incongruenza tra la previsione regolamentare e l'indicazione sostanziale della norma primaria *ex art. 6, co. 2, TUF*, a cui tenore, nel disciplinare gli obblighi degli intermediari, la Consob tiene «conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi». Così, un primo indirizzo marcatamente “sostanzialista” ha ritenuto necessaria l'effettiva sussistenza di una specifica esperienza e competenza¹⁷. Più moderatamente, un filone avviato in sede di legittimità ha reputato rilevante la dichiarazione resa dal legale rappresentante, salva la prova contraria da parte del cliente¹⁸. Infine, un ulteriore orientamento di

¹⁶ Nel senso di considerare autosufficiente la dichiarazione del legale rappresentante, Trib. Mantova, 9 giugno 2005; Trib. Milano, 20 luglio 2006, entrambe in *www.ilcaso.it*, argomentando dal tenore letterale della norma; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *www.ilcaso.it*, valorizzando la differente disciplina prevista per le persone fisiche, che devono, invece, documentare il possesso di requisiti di professionalità; Trib. Milano, 6 aprile 2005 e Trib. Milano, 20 luglio 2006, entrambe in *www.ilcaso.it*, argomentando dalla provenienza della dichiarazione dal legale rappresentante e, quindi, «dal soggetto maggiormente titolato a garantire ai terzi la competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari» prevista dalla norma.

¹⁷ In tal senso, valorizzando l'«evidente contrasto» della disposizione regolamentare con l'art. 6, co. 2, TUF, là dove la scelta dello statuto applicabile all'investitore viene devoluta «al privato e insindacabile giudizio del singolo investitore» ed evidenziando l'esito paradossale per il quale «proprio l'investitore più sprovvisto e privo di esperienza ... potrebbe avventatamente autoproclamarsi operatore qualificato, così facoltizzando l'intermediario a disapplicare la normativa predisposta a tutela di chi qualificato non è», Trib. Novara, 18 gennaio 2007; nello stesso senso, Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008; Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008; Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009; App. Trento, 5 marzo 2009; Trib. Udine, 13 aprile 2010, tutte in *www.ilcaso.it*.

¹⁸ Così Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *I Contratti*, 2009, 869 ss., reputando che la dichiarazione resa dal legale rappresentante, «in difetto di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata e di ulteriori riscontri, può costituire argomento di prova che il giudice - nell'esercizio del discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti - può porre a fondamento della propria decisione anche come unica fonte di prova per quanto riguarda la sussistenza in capo all'investitore della sua natura di operatore

merito ha escluso l' idoneità dell' autodichiarazione a impedire l' applicazione delle regole generali sulla condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, come tali «aventi carattere imperativo e dettati non solo nell' interesse del singolo contraente, ma anche nell' interesse generale all' integrità dei mercati finanziari»¹⁹.

5. Dalla disciplina dell' attività al diritto comune dei contratti

Superato così il primo ostacolo, rimanevano, tuttavia, i vincoli rimediali individuati dalla giurisprudenza della corte di legittimità. La strada della soluzione è stata cercata, in questo caso, abbandonando il terreno del diritto speciale dei mercati finanziari in favore del diritto comune dei contratti e, per gli enti locali, della disciplina di finanza pubblica. Così, si è tentato di ricondurre alla relativa disciplina alcune caratteristiche economiche del fenomeno: le ristrutturazioni del contratto, l' individuazione del suo valore di mercato del contratto, il pagamento degli *upfront*.

5.1. Il ricorso alla nozione di causa concreta

Mentre con riguardo ai contratti con gli enti locali le censure risultano centrate sulla conformità alle regole sostanziali e procedurali di finanza pubblica²⁰, con riguardo ai contratti conclusi

qualificato»; nello stesso senso, Cass. 19 febbraio 2018, n. 3962; Cass., 4 aprile 2018, n. 8343; Cass. 18 marzo 2019, n. 7574; Cass., 23 gennaio 2020, n. 1461; nella giurisprudenza di merito, pur con diversi apprezzamenti specifici in fatto, Trib. Bari, 15 luglio 2010; Trib. Catanzaro, 30 novembre 2010; App. Milano, 7 settembre 2011; App. Torino, 26 settembre 2011; Trib. Milano, 8 febbraio 2012; Trib. Milano, 14 aprile 2012, Trib. Prato, 4 giugno 2012, Trib. Cuneo, 14 giugno 2012 tutte in www.ilcaso.it.

¹⁹ Così Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, 748; nello stesso senso, Trib. Lecce, 9 maggio 2011 e Trib. Milano, 23 marzo 2012, entrambe in www.ilcaso.it.

²⁰ Nel senso di configurare un derivato con *upfront* come «indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento», in quanto tale nullo *ex art. 30, co. 15, l. 27 dicembre 2002, n. 289*, e, in ogni caso, come «spesa che impegn[i] i bilanci per gli esercizi successivi», in quanto tale riservato alla competenza del Consiglio comunale *ex art. 42, co. 2, lett. i)*, d. lgs. 18 agosto 2000, n. 267, App. Bologna, 11 marzo 2014, in www.dirittobancario.it; per l' annullamento in via di autotutela della

con le imprese, lo strumento più di frequente utilizzato a tal fine è stata la categoria di «causa concreta», intesa, nelle espressioni della corte di legittimità, come «scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che è concretamente diretto a realizzare»²¹. In questa prospettiva, si è ritenuto che una pluralità di fattispecie difettassero di causa in concreto o presentassero una causa concreta non in grado di superare il giudizio di meritevolezza degli interessi *ex art.* 1322, co. 2, c.c.²²: (1) il contratto derivato sottoscritto per la copertura di un finanziamento non erogato, estinto²³ o con caratteristiche significativamente «asimmetriche»²⁴; (2) il contratto derivato foriero di perdite rilevanti concluso per ristrutturare un precedente contratto con finalità di copertura, così da assorbirne le perdite²⁵; (3) il contratto derivato caratterizzato da una struttura delle prestazioni funzionale ad attribuire all'intermediario una remunerazione sproporzionata²⁶; (4) il contratto derivato strutturato in modo da generare vantaggi patrimoniali

delibera che ha autorizzato la conclusione del contratto derivato, Cons. Stato, sez. V, 17 maggio 2011, in www.giustizia-amministrativa.it.

²¹ Così Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, su cui V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 963 ss.

²² Nel senso che la verifica sulla sussistenza della causa concreta comporta, in sostanza, che «la valutazione di validità dei contratti dipende dal positivo riscontro di “interessi meritevoli di tutela” *ex art.* 1322 c.c. anche a livello di fattispecie concreta», A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, cit.

²³ Trib. Lucera, 26 aprile 2012 (ord.); Trib. Brindisi, 29 gennaio 2013; Trib. Treviso, 26 agosto 2015, tutte in www.ilcaso.it.

²⁴ Nel senso 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» la «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», Cass., 31 luglio 2017, n. 19013; nella giurisprudenza di merito, Trib. Benevento, 17 ottobre 2018, e App. Trieste, 8 maggio 2020, entrambe in www.ilcaso.it.

²⁵ Trib. Bari, 15 luglio 2010 (ord.), in www.ilcaso.it; Trib. Monza 14 giugno 2012, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 70, in recepimento dell'impostazione prospettata da G. DE NOVA, *op. cit.*, 111.

²⁶ Trib. Bari, 15 luglio 2010 e Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, entrambe in www.ilcaso.it.

prevalentemente in favore dell'intermediario²⁷. Come ribadito dalla corte di legittimità, tale impostazione, tuttavia, esclude approcci «*a priori* o in astratto», essendo, di contro, «necessario verificare caso per caso se il concreto assetto dei rapporti negoziali sia lecito e persegua o meno interessi meritevoli di tutela»²⁸.

5.2. *I contratti derivati come “scommessa razionale”*

Più radicale risulta la ricostruzione per la quale i contratti derivati sono una “scommessa razionale”, causalmente valida soltanto se, al momento della conclusione, il contratto definisce il rischio assunto dalle parti mediante alcuni indicatori: il valore di mercato corrente (*mark-to-market*); i possibili scenari futuri di rendimento del contratto, con la stima delle relative probabilità; i costi, normalmente impliciti, derivanti per il cliente dal contratto. Rifiutando di tutelare «un negozio caratterizzato da alee ignote a uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo»²⁹, la tesi ha, infatti, «la caratteristica di comportare in automatico la radicale nullità della gran parte, se non della totalità, dei derivati in circolazione, che sono stati conclusi in assenza di accordo sulla misura quantitativa e qualitativa dell'alea»³⁰.

Originariamente affermata da alcune sentenze di merito³¹, la ricostruzione dogmatica della fattispecie come “scommessa razionale” è oggi condivisa anche dalla decisione della Corte di Cassazione a sezioni unite ricordata in esordio. La scelta operata dal giudice di

²⁷ Trib. Milano, 14 aprile 2011; Trib. Monza, 17 luglio 2012; e Trib. Ravenna, 8 luglio 2013; Trib. Salerno, 2 maggio 2013; App. Torino, 27 luglio 2016, tutte in www.ilcaso.it; App. Trento, 3 maggio 2013, in www.dirittobancario.it; più di recente, App. Torino, 22 aprile 2020, in www.ilcaso.it.

²⁸ Così, Cass. 28 luglio 2017, n. 18781.

²⁹ In questi termini il *leading case* di App. Milano, 18 settembre 2013, in www.ilcaso.it.

³⁰ La citazione è di D. MAFFEIS, L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), cit., 7.

³¹ Sulla scorta del *leading case* di App. Milano, 18 settembre 2013, cit.; App. Bologna, 11 marzo 2014, in www.dirittobancario.it; App. Milano, 11 novembre 2015; Trib. Milano, 16 giugno 2015; Trib. Roma, 8 gennaio 2016; Trib. Monza, 9 novembre 2017; Trib. Foggia, 13 febbraio 2018; Trib. Bari, 7 gennaio 2019; Trib. Terni, 29 marzo 2019; Trib. Pescara, 31 marzo 2020, tutte in www.ilcaso.it.

legittimità risulta, tuttavia, assai discutibile: è fondata su una ridotta conoscenza delle caratteristiche proprie della fattispecie; si pone in contrasto con l'orientamento sino ad allora seguito, senza offrire alcuna giustificazione del *revirement*; presenta, infine, rilevanti implicazioni economiche delle quali non sembra essere consapevole. Di qui l'opportunità di un esame approfondito, che discuta la sentenza nel suo fondamento economico e sistematico.

6. La sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione

Con riguardo alla disciplina vigente sino al divieto per gli enti locali di concludere derivati *ex art. 1, co. 572, l. 27 dicembre 2013, n. 147*, a seguito di un'ordinanza di rimessione per questione di massima di particolare importanza³², le Sezioni Unite erano state chiamate a dirimere una duplice questione: (1) «se lo *swap*, in particolare quello che preveda un *upfront*, costituisca per l'ente locale un'operazione che generi un indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento» e sia, quindi, nullo *ex art. 30, co. 15, l. 27 dicembre 2002, n. 289*; e (2) «se la stipula del relativo contratto rientri nella competenza riservata al Consiglio comunale»³³.

Mentre risponde alla seconda questione in modo puntuale, identificando la conclusione di un contratto derivato come idonea a incidere «sui costi pluriennali di bilancio» e, quindi, rimessa alla competenza del Consiglio comunale *ex art. 42, co. 2, lett. i), d. lgs. 18 agosto 2000, n. 267*³⁴, con riguardo al primo quesito la decisione formula una *regula iuris* di portata più vasta. Esclusa la possibilità di concludere «derivati speculativi»³⁵, a giudizio delle Sezioni Unite l'ente locale può «efficacemente e utilmente» stipulare «derivati di copertura» a condizione di una «precisa misurabilità/ determinazione dell'oggetto contrattuale», così da «rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto» ed evitare «variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati a bilancio». La «precisa misurabilità/determinazione» dell'oggetto contrattuale risulta

³² Cass., 10 gennaio 2019, n. 493, in www.dirittobancario.it.

³³ Cass., 10 gennaio 2019, n. 493, cit.; Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., in fatto, n. 4.2.

³⁴ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., nn. 10-10.8.

³⁵ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 8.3.

«comprensiva sia del criterio del *mark to market*, sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti»³⁶.

Per la *regula iuris* enunciata e la diffusa trattazione sulla ricostruzione dogmatica della fattispecie, la sentenza si presenta come una decisione “di sistema”³⁷. Con una risposta asimmetrica rispetto al quesito formulato nell’ordinanza di rimessione³⁸, le Sezioni Unite collocano, infatti, la questione sulla validità dei derivati conclusi dagli enti locali in un contesto più ampio, aggiungendo «altri limiti»³⁹ di diritto comune ai requisiti di ammissibilità previsti dalla disciplina speciale di finanza pubblica. Per altro verso, la sentenza è decisamente orientata a delineare una disciplina generale dei derivati e si pone, pertanto, come autorevole termine di paragone per la soluzione di numerose questioni largamente discusse dalla giurisprudenza sin qui esaminata: la configurazione dei derivati come “scommessa razionale”, la rilevanza degli scenari probabilistici e dei costi impliciti e la natura del *mark-to-market*.

7. Una ridotta conoscenza della fattispecie

Secondo quanto segnalato dalla presenza di numerose imprecisioni, talora piuttosto vistose⁴⁰, la decisione manifesta, tuttavia, una ridotta

³⁶ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 9.8.

³⁷ Ritieni che alla decisione vada riconosciuto il ruolo «di segnare una prospettiva di corretto posizionamento dell’analisi» in tema di contratti derivati, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati* (Giugno 2020), in www.dirittobancario.it; annovera la sentenza «tra le decisioni che ambiscono all’etichetta di *grand arrêt*», S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123.

³⁸ Osserva provocatoriamente che la corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato «vale per molti, ma non per tutti», R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Giugno 2020), in www.dirittobancario.it; in senso contrario, F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell’efficienza e dell’integrità del mercato* (Giugno 2020), in www.dirittobancario.it; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., 124 s.

³⁹ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 9.

⁴⁰ Per esempio, con riguardo ai derivati conclusi da enti locali non ha particolare senso affermare che l’ente può «procedere alla stipula» soltanto di derivati di copertura e, nel contempo, richiedere che il contratto presenti un oggetto capace di «rendere consapevole» le parti «di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto» [Cass.

conoscenza delle caratteristiche proprie dell'operazione e un uso di nozioni economico-finanziarie non adeguatamente controllato.

7.1. I contratti derivati come «scommesse razionali»?

Discutibile risulta, in primo luogo, la qualificazione dei derivati in esame come “scommesse razionali”. Nella realtà operativa delle banche, infatti, il rischio di ogni contratto derivato concluso con i clienti viene, di regola, neutralizzato stipulando sul mercato interbancario un identico contratto di segno contrario o utilizzando altre forme di copertura a livello dell'intero portafoglio⁴¹. A questa stregua, il profitto della banca risulta pari alla differenza tra il flusso di cassa netto del contratto derivato concluso con il cliente e il più favorevole flusso di cassa netto dell'operazione di copertura, configurandosi, per questa ragione, privo di rischio: poiché dipende dalla differenza di condizioni economiche concordata per due contratti di segno uguale e opposto, il profitto della banca prescinde, infatti, completamente dal rischio che caratterizza l'operazione. Così, per esempio, a fronte di un *interest rate swap* per il quale la banca paga a un ente locale il tasso fisso del 3% e riceve il tasso variabile dell'*euribor* più uno *spread* del 2%, la banca conclude sul mercato interbancario un *interest rate swap*, con identici *notional amount* e scadenza, per il quale paga il tasso variabile dell'*euribor* più uno *spread* dell'1,5% e riceve il tasso fisso del 3%. Il profitto della banca è, quindi, pari a $[(euribor + 2\% - 3\%) - (3\% -$

SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 9.8]. Consentendo di “trasformare” un parametro variabile in un parametro fisso, i derivati di copertura sono funzionali a neutralizzare un rischio; non c'è, pertanto, spazio per configurare una «aleatorietà del rapporto», in senso proprio, di cui le parti dovrebbero essere rese edotte. Ancor più vistosa l'incongruenza dell'affermazione per la quale gli *swap* sono «negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora a una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti»: la funzione in senso lato assicurativa dei derivati è, propriamente, quella di copertura di rischi sottostanti, ponendosi, piuttosto, l'alternativa, pure prospettata dalla sentenza, tra «i derivati di copertura e i derivati speculativi» [Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 8.3]; sulla distinzione sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, I contratti derivati «over the counter», in *I contratti per l'impresa*, G. GITTI - M. MAUGERI - M. NOTARI (a cura di), Bologna, 2013, 255 s. e 257.

⁴¹ J. HULL, *op. cit.*, 157 s.; di recente, M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza* (Giugno 2020), in www.dirittobancario.it, 5.

euribor + 1,5%) =] 0,5%, senza che il rischio relativo all'andamento dell'*euribor* abbia alcuna rilevanza.

Nel ricorrere di tale ipotesi, non c'è, all'evidenza, spazio per ricostruire l'operazione come "scommessa razionale", mancando la bilateralità dell'alea che ne caratterizza la fattispecie⁴². Pur essendo parte del contratto, nel complesso dell'operazione la banca non assume alcun rischio diverso da quello del possibile inadempimento dell'altro contraente. Piuttosto, la conclusione del contratto derivato si presenta come un'attività professionale svolta dalla banca nei confronti del cliente, la cui assunzione di rischio è presidiata dalla disciplina a tutela dell'investitore. La fattispecie rilevante è, pertanto, una «negoiazione per conto proprio» (= l'«attività di acquisto e vendita ... in contropartita diretta»: art. 1, co. 5, lett. *a*, e *5-bis*, TUF), avente per oggetto uno strumento derivato (art. 1, co. 2-*ter*, lett. *a*, TUF) e, quindi, qualificabile come «servizio di investimento» (art. 1, co. 5, TUF)⁴³ soggetto alle regole di comportamento specificamente previste dalla legge (art. 21 TUF).

7.2. *L'uso non controllato di alcune nozioni economico-finanziarie*

Parimenti non controllato appare l'uso delle nozioni economico-finanziarie di *mark to market*, costi impliciti e scenari probabilistici, che, nella prospettiva delle Sezioni Unite, costituiscono «criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi» per

⁴² Nel senso che la causa del contratto derivato «risiede nella consapevole e razionale creazione di alee ... reciproche e bilaterali» e che «l'oggetto del contratto di *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali», il *leading case* di App. Milano, 18 settembre 2013, cit., n. 3 della motivazione; nello stesso senso, la fonte dottrinale dell'impostazione: «la vera natura di qualsiasi *interest rate swap* [è] quella di una scommessa [che] ha per scopo comune la creazione di un rischio e il cui oggetto è rappresentato dalla alee bilaterali e reciproche» (D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in questa *Rivista*, 2013, 3).

⁴³ Altro discorso potrebbe valere nel caso di contratti derivati meramente speculativi conclusi tra le banche, rispetto a quali, tuttavia, il problema riguarda, più radicalmente, la meritevolezza di tutela, anche alla luce delle gravi esternalità negative per il sistema finanziario che ne possono conseguire: sul punto sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *I contratti derivati «over the counter»*, in *I contratti per l'impresa*, G. GITTI - M. MAUGERI - M. NOTARI (a cura di), cit., 260.

determinare l'accordo tra le parti sulla «misura dell'alea» e così rendere «consapevole [il cliente] di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto»⁴⁴. Prive di particolare argomentazione, tali affermazioni non reggono, tuttavia, a una verifica economico-finanziaria.

7.2.1. Il *mark to market*

Il *mark-to-market* costituisce la stima del valore di un contratto derivato in un determinato momento. Nell'assenza di un mercato secondario capace di esprimere “prezzo di mercato”, tale stima viene effettuata considerando i flussi di cassa attesi dal contratto: nell'*interest rate swap*, l'importo atteso con riguardo al pagamento a tasso fisso (c.d. gamba fissa) e l'importo atteso con riguardo al pagamento a tasso variabile (c.d. gamba variabile). Tale valutazione viene effettuata sulla base di tre diversi tassi di interesse: il tasso della gamba fissa, il tasso della gamba variabile e il tasso per l'attualizzazione degli importi attesi al momento della valutazione. A questa stregua, il valore di un *interest rate swap* è pari alla differenza attualizzata tra il valore della gamba fissa e il valore della gamba variabile⁴⁵. Dal punto di vista teorico e a parità di condizioni, al momento della conclusione del contratto, tale differenza è pari a zero⁴⁶: un contratto, nel quale il valore atteso della gamba fissa risultasse diverso da quello della gamba variabile, darebbe, infatti, a una delle parti un vantaggio privo di giustificazione.

Mentre il tasso della gamba fissa è osservabile con certezza, gli altri due tassi sono variabili e, quindi, soggetti a stime che cambiano al passare del tempo. Per tali valutazioni si utilizzano una pluralità di modelli che determinano il tasso variabile atteso per i periodi futuri (c.d. tasso *forward*) sulla base dei tassi correnti osservati (c.d. tasso *spot*). Il tasso *forward* è il risultato che deriva dall'applicazione del modello prescelto ai tassi correnti in un determinato istante. In questa prospettiva, il tasso *forward* non ha alcuna capacità previsionale, limitandosi a trasportare in un momento futuro il valore dei tassi correnti al tempo della valutazione. Le aspettative sulla futura evoluzione del mercato sono espresse, piuttosto, dall'entità dei tassi correnti di

⁴⁴ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., rispettivamente, n. 6.2. e 9.8.

⁴⁵ J. HULL, *op. cit.*, 164 ss.

⁴⁶ J. HULL, *op. cit.*, 164.

mercato: in conformità alla c.d. ipotesi dell'efficienza informativa del mercato dei capitali, i prezzi sono, infatti, capaci di riflettere tempo per tempo tutte le informazioni disponibili, incluse le aspettative sul futuro andamento dei mercati. Pertanto, tutta l'informazione rilevante disponibile transita tempo per tempo immediatamente nell'intera struttura dei tassi. Esattamente per questo motivo, i tassi *forward* spesso non sono confermati dalla realtà: le aspettative incorporate nei tassi correnti e trasposte in un momento futuro nel tasso *forward* possono, infatti, essere smentite dal successivo andamento delle cose⁴⁷. Inoltre, i modelli di stima del tasso *forward* presuppongono un operatore economico neutrale rispetto al rischio; ipotizzando, di contro, un'avversione o una propensione al rischio, la determinazione del tasso *forward* risulterebbe diversa.

Alla luce di queste considerazioni, le affermazioni del giudice di legittimità sul necessario ricorso al *mark-to-market* per determinare un accordo tra le parti sulla misura del rischio risultano largamente imprecise. Il *mark to market* non ha, infatti, alcun valore prognostico sul futuro andamento del contratto. Se, in termini generali, costituisce l'esito dell'applicazione di modelli convenzionalmente accettati, basati su strutture di tassi di interesse che non costituiscono previsioni e spesso sono successivamente contraddetti dalla realtà, al momento della conclusione il *mark to market* esprime unicamente la proporzione tra le prestazioni delle parti. Tale proporzione è del tutto irrilevante per la determinazione del rischio del contratto, potendo piuttosto rilevare, se del caso, per il diverso problema dell'equilibrio nello scambio contrattuale.

7.2.2. I costi impliciti

I costi impliciti sono costituiti dal valore negativo per il cliente di un contratto derivato al momento della sua conclusione. Come si è rilevato

⁴⁷ Nel senso del ridotto potere predittivo dei tassi *forward*, E. FAMA, *Forward rates as predictors of future spot rates*, in 3 *Journal of Financial Economics* (1976), 361 ss.; ID., *The information in the term structure*, in 13 *Journal of Financial Economics* (1984), 509 ss.; R. SHILLER ET AL., *Forward rates and future policy. Interpreting the term structure of interest rates*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1983, 173 ss.

poc'anzi⁴⁸, a parità di condizioni, il valore teorico di un derivato al tempo dell'accordo è uguale a zero, non essendo giustificato, a parità di condizioni, che il valore atteso della gamba fissa sia diverso da quello della gamba variabile. In concreto, tuttavia, tale differenza può sussistere ed essere giustificata, soprattutto quando una delle parti sia una banca. In tal caso, infatti, il maggior valore del contratto consente all'intermediario di coprire i costi e i rischi sopportati per realizzare l'operazione, nonché di conseguire un ragionevole profitto. Più in particolare, la deviazione rispetto al valore teorico del derivato costituisce il corrispettivo per una pluralità di costi e rischi che sussistono in capo alla banca⁴⁹: il costo per l'attività di intermediazione e di copertura (*market charge*); il rischio dell'inadempimento da parte del cliente (*credit charge*); il costo per il *funding* necessario a prestare una garanzia per l'adempimento del contratto di segno opposto concluso con un altro intermediario a copertura del contratto stipulato con il cliente⁵⁰. Né va trascurata la necessità dell'equo profitto per la banca: oltre che dal carattere di impresa, un ragionevole profitto adeguato al rischio è, infatti, richiesto dal vincolo prudenziale che richiede di remunerare in modo adeguato il capitale proprio assorbito in conformità alle disposizioni regolamentari di vigilanza.

A questa stregua, i costi impliciti nulla hanno a che vedere con l'alea del contratto. La possibilità di un esito del contratto favorevole a una o all'altra delle parti dipende, infatti, dall'andamento dei tassi di interesse variabili, non dall'ammontare dei costi impliciti, che, anche in questo caso, può, piuttosto, porre un problema di equilibrio tra le prestazioni

⁴⁸ *Supra*, n. 7.2.1.

⁴⁹ Sul punto F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. Comm.*, 2016, II, 326; U. MINNECI, *La parabola degli IRS: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* diretto da M. Campobasso - V. Cariello - V. Di Cataldo - F. Guerrera - A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014, 2331; in giurisprudenza, Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in *www.ilcaso.it*, 17; Trib. Verona, 25 marzo 2013, in *Società*, 2013, 943; Trib. Torino, 30 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*; sulla necessità per la banca di considerare le componenti di costo e di rischio nel *pricing* dei propri servizi, EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on loan origination and monitoring* (20 May 2020), n. 202.

⁵⁰ *Supra*, n. 7.1.

o, più debolmente, di trasparenza⁵¹. Così, per esempio, in un gioco equo basato sull'estrazione di un numero dato con una singola estrazione su 10 numeri, la probabilità di vittoria è pari al 10% e, quindi, la puntata di € 1 dovrebbe essere pagata, in caso di successo, € 10. Se la vincita fosse pagata € 8, il gioco comporterebbe un costo implicito del 20%, ma la probabilità di vittoria non cambierebbe, restando sempre pari al 10%; esattamente come non cambierebbe se la vincita fosse pagata soltanto € 5 e, quindi, il costo implicito salisse, in modo non equilibrato, al 50%.

7.2.3. *Gli scenari probabilistici*

Nelle parole del *paper* che ha introdotto il concetto nel dibattito finanziario italiano, gli scenari probabilistici sono «gli scenari di probabilità del controvalore finale del capitale investito». Come tali, sono capaci di «offrire una sintesi dei possibili esiti dell'investimento al netto dei costi applicati» e consentono di apprezzare meglio il «rischio di *performance* del prodotto, inteso come capacità di quest'ultimo di creare valore aggiunto per l'investitore con probabilità più o meno elevate»⁵². Gli scenari probabilistici sono funzionali a una «trasparenza informativa sul profilo di rischio dei prodotti d'investimento non-*equity*» così da «consentire agli investitori l'assunzione di decisioni d'investimento consapevoli»⁵³.

⁵¹ In quest'ultimo senso, S. PAGLIANTINI, I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), cit., 221 ss.; in giurisprudenza, tra le altre, Trib. Pescara, 11 ottobre 2012, in www.dirittobancario.it; Trib. Verona, 25 marzo 2013, cit.; più di recente, Trib. Mantova, 18 giugno 2019; Trib. Verona, 9 novembre 2018; App. Milano, 10 aprile 2018, in www.ilcaso.it.

⁵² Così CONSOB, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti non-equity*. Quaderni di Finanza, n. 63, Aprile 2009, 14; le indicazioni del *paper* sono in parte riprese nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di prodotti finanziari illiquidi distribuiti agli investitori *retail*: «per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)» (n. 1.5).

⁵³ CONSOB, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti non-equity*, cit., 1.

La possibilità di applicare ai contratti derivati uno strumento concepito con riferimento ai prodotti non-*equity* per gli investitori *retail* (in particolare: quote di fondi comuni di investimento, prodotti di investimento assicurativo, obbligazioni semplici e strutturate) è, tuttavia, assai dibattuta. Gli scenari probabilistici presuppongono, infatti, la neutralità al rischio dell'investitore, così muovendo da un'ipotesi non realistica: nessuno, infatti, è indifferente al rischio di un'imprevista alterazione nell'andamento dei tassi⁵⁴. Di qui la «limitata utilità» degli scenari probabilistici «per la previsione del valore dei contratti derivati a una data futura» e, anzi, la possibilità che siano «fuorvianti» qualora gli «investitori al dettaglio non comprendano pienamente le implicazioni del presupposto di neutralità al rischio»⁵⁵. Risulta, pertanto, necessario ricorrere a un modello fondato sul “mondo reale”, con la conseguenza, tuttavia, di rilevanti criticità: (1) la possibilità che il medesimo prodotto abbia diverso scenario di probabilità, in ragione delle differenti propensioni al rischio; (2) il rischio che gli investitori al dettaglio non colgano che gli scenari dipendono, in modo significativo, dal modello adottato, così da ritenere “vere” probabilità quelle che sono soltanto stime fondate su un modello; (3) la possibilità che gli intermediari approfittino opportunisticamente della situazione, utilizzando modelli capaci di far apparire alcuni prodotti particolarmente attraenti, senza che gli investitori se ne riescano ad accorgere⁵⁶.

Alla luce di queste considerazioni, il riferimento delle Sezioni Unite agli scenari probabilistici come strumento per una «misura qualitativa e quantitativa dell'alea», capace di rendere l'investitore consapevole «di ogni aleatorietà del rapporto»⁵⁷ appare, quindi, presentare un marcato grado di approssimazione. A ciò va aggiunto che gli scenari probabilistici - evocati con specifico riguardo, come si è appena visto, ai prodotti di investimento - non hanno alcun rilievo per i contratti derivati di copertura. È, infatti, evidente che qualsiasi sistema di scenari si volesse adottare, questo si applicherebbe tanto al contratto derivato

⁵⁴ L. GIORDANO - G. SICILIANO, *Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation on the transparency of structured products*, Quaderni di Finanza, n. 71, Agosto 2013, 5

⁵⁵ L. GIORDANO - G. SICILIANO, *op. cit.*, 28.

⁵⁶ L. GIORDANO - G. SICILIANO, *ivi*.

⁵⁷ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., rispettivamente, n. 9.2. e 9.8.

quanto alla posizione sottostante, così divenendo irrilevante. Se il contratto derivato “trasforma” un tasso variabile in tasso fisso, la sua efficacia nei diversi scenari rimane sempre identica, se del caso potendo cambiare soltanto la maggiore o minore convenienza della copertura⁵⁸. In questa prospettiva, la causa del contratto prescinde completamente dagli scenari probabilistici, salva l’eventuale incidenza sui costi impliciti e, quindi, sulle condizioni di prezzo⁵⁹: in presenza di un significativo squilibrio rispetto agli *standard* di mercato, i costi impliciti potrebbero, infatti, rilevare come indicatori di un “prezzo ingiusto” e così condurre al difetto della causa in concreto prospettato da alcune pronunce di merito⁶⁰.

8. Una discutibile ricostruzione dogmatica

La decisione delle Sezioni Unite appare criticabile anche nella prospettiva della ricostruzione dogmatica. La sentenza configura, infatti, i rischi e i costi dell’operazione come requisiti per «una precisa misurabilità/determinazione dell’oggetto contrattuale»⁶¹, così spostando sul diverso piano degli elementi essenziali del contratto quanto il diritto del mercato dei capitali identifica come oggetto di un obbligo di informazione gravante sull’intermediario nella prestazione dei servizi di investimento (art. 21, co. 1, lett. *b*, TUF; art. 28, co. 2, Regolamento Consob 1° luglio 1998, n. 11522, applicabile *ratione temporis*). In tal modo, la Corte di Cassazione ribalta radicalmente l’orientamento seguito sino ad allora, legittimando quel «trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell’atto», che, di contro, nel 2007 le Sezioni Unite avevano voluto espressamente escludere⁶².

⁵⁸ Per una discussione di maggiore dettaglio, *infra* l’Appendice.

⁵⁹ *Supra*, n. 7.2.2.

⁶⁰ *Supra*, n. 5.1., testo e nota 25. Nel senso che «gli usi giurisprudenziali e dottrinali della nozione di “causa in concreto”» possono «essere visti come una variante nominale “domestica” di una regola più generale di controllo equitativo della giustizia degli scambi», M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d’impresa*, in *Jus*, 2009, 278.

⁶¹ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., nn. 9.2. e 9.8.

⁶² Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, cit., n. 1.5.

Al di là del singolare silenzio osservato sul precedente che si andava così drasticamente a modificare⁶³, l'impostazione della sentenza presenta, tuttavia, una marcata distanza dalla fattispecie concreta. Come si è rilevato in precedenza⁶⁴, un contratto derivato non è una "scommessa" tra banca e investitore, costituendo, piuttosto, il punto di arrivo di un'attività professionale svolta dalla prima nei confronti del secondo, riconducibile alla fattispecie dei servizi di investimento. A questa stregua, spostare dal piano dell'attività a quello del contratto la considerazione dei rischi e dei costi dell'operazione non è, quindi, giustificato⁶⁵, tanto più quando la decisione riconosce - sia pure con un'affermazione un po' erratica e largamente imprecisa - che «l'intermediario finanziario è un mandatario dell'investitore, tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito»⁶⁶. Né sembra possibile postulare una necessaria preminenza del contratto rispetto all'attività, in una logica di «discorso rivolto alla fattispecie»⁶⁷: in

⁶³ Nel senso che «il nostro ordinamento, mentre non può accogliere il principio del precedente nel senso forte della regola *stare decisis* negli ordinamenti di *common law*, non è contrario ad ammetterlo nel senso debole di una *praesumptio hominis* di fondatezza (o giustizia) del precedente, che non può essere rovesciata da chi punta a un *overruling* se non per motivi gravi e con argomenti adeguati», L. MENGONI, *op. cit.*, 11.

⁶⁴ *Supra*, n. 7.1.

⁶⁵ Altro problema è, di contro, se la violazione delle regole di comportamento che disciplinano l'attività debba necessariamente comportare il solo rimedio risarcitorio o possa determinare l'invalidità del relativo atto: sul punto, totalmente ignorato dalle Sezioni Unite, con diversità di soluzioni, A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, 393 ss; A.A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, *ivi*, 81 e 84 s.; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 47 ss..

⁶⁶ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, *cit.*, n. 6.5. L'affermazione è un po' erratica, non essendo chiaro il nesso con i rilievi che precedono e seguono; è imprecisa, in quanto l'intermediario non è «tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate» all'investitore. La prestazione di raccomandazioni personalizzate forma, infatti, oggetto di uno specifico servizio di investimento (= la consulenza in materia di investimenti: art. 1, co. 5, lett. *f*, e *5-septies*, TUF), che si aggiunge al servizio di negoziazione per conto proprio (art. 1, co. 5, lett. *a*, e *5-bis*, TUF): per una introduzione alla tassonomia dei servizi di investimento sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*³, Milano, 2020, 209 ss.

⁶⁷ Così A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*; in senso analogo, A. TUCCI, *op. cit.*, 72 e 78 s.

questione è, infatti, quale sia - tra il contratto e la prestazione del servizio di investimento - la fattispecie da considerare preminente, dipendendo la soluzione dal fenomeno prevalente nella dinamica fattuale.

La problematicità delle scelte ricostruttive operate dalla sentenza è confermata dal passaggio della relativa *regula iuris* nel quale la «precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale» è identificata come funzionale a «rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto»⁶⁸. In tal modo, infatti, la sussistenza dell'oggetto e la funzione del contratto vengono fatte dipendere dalla conoscibilità di rischi e costi dell'operazione, così confondendo il piano soggettivo del consenso con quello oggettivo dell'assetto di interessi realizzato dall'accordo⁶⁹.

9. *Le conseguenze economiche della decisione*

In una prospettiva di interpretazione orientata alle conseguenze, parimenti delicata è la mancata considerazione delle possibili implicazioni economiche della decisione. Sostanzialmente elevando la comunicazione di *mark-to-market*, costi impliciti e scenari probabilistici al rango di elementi essenziali del contratto, l'impostazione delle Sezioni Unite crea, infatti, le premesse per un potenziale contenzioso seriale, che censuri di nullità i contratti derivati attualmente pendenti tra banche italiane e clienti e nei quali, con ogni verosimiglianza, tale indicazione risulta mancare⁷⁰. Qualora al contratto sia applicabile il diritto italiano⁷¹, lo scenario che ne consegue è

⁶⁸ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n 9.8.

⁶⁹ Di «un sincretismo» che «pragmaticamente mette insieme mancanza di accordo e difetto (in concreto) di causa» parla S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit.. Sotto questo profilo, la sentenza sembra collocarsi nella linea dell'*obiter* di Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, che identificava come elemento essenziale del contratto «non già il mero accordo delle parti, bensì il loro accordo “informato”» [così, criticamente, V. ROPPO - G. AFFERNI, *op. cit.*, 32]

⁷⁰ *Supra*, n. 5.2.; per un'analisi di dettaglio delle fattispecie potenzialmente rilevanti, R. NATOLI, *op. cit.*

⁷¹ La rilevanza del diritto italiano tende a venir meno nell'ipotesi in cui il contratto sia regolato dalla legge inglese e preveda la giurisdizione esclusiva del giudice inglese, secondo quanto accade abitualmente per i contratti derivati regolati dall'*ISDA*

potenzialmente catastrofico. Alla fine di dicembre 2019, il valore lordo di mercato delle operazioni *outstanding* era, infatti, pari a circa 121 miliardi di USD di *mark-to-market* positivo e circa 130 miliardi di USD di *mark-to-market* negativo⁷². Alla stregua della disciplina prudenziale delle banche, la declaratoria di nullità del contratto comporterebbe, pertanto, la necessità di coprire la relativa esposizione verso il cliente, esattamente come accade con i crediti deteriorati, ferma la possibilità che, da subito, l'autorità di vigilanza richieda un'integrazione del fondo rischi e oneri.

Pur avendo la *regula iuris* affermata dalle Sezioni Unite un carattere, di per sé, universale, la considerazione di tali conseguenze aiuta a comprendere perché le prime prese di posizioni “ufficiali” successive alla sentenza ne abbiamo circoscritto la portata ai soli contratti derivati

Master Agreement. Nella misura in cui la giurisdizione compete al giudice inglese, la rilevanza della sentenza risulta, infatti, limitata all'improbabile caso in cui, a norma dell'art. 9, par. 3, Regolamento (CE) 593/2008 (Roma I): (1) gli «obblighi derivanti dal contratto devono essere o sono stati eseguiti» in Italia, (2) la sentenza possa ritenersi fondata su norme di applicazione necessaria idonee a rendere «illecito l'adempimento del contratto» e (3) il giudice inglese decida di dare efficacia a tali norme, secondo una valutazione che tiene conto anche delle «conseguenze derivanti» dalla decisione. Nello scenario successivo alla Brexit, una simile conclusione può, tuttavia, essere revocata in dubbio. Poiché, infatti, con l'uscita dall'Unione europea il Regno Unito è da considerare come un Paese terzo, la clausola di proroga della giurisdizione contenuta nell'*ISDA Master Agreement* non risulta più soggetta al Regolamento (UE) 1215/2012 (Bruxelles I-bis) e, per conseguenza, non comporta più l'automatica declinazione della giurisdizione da parte del giudice italiano. Ciò non significa che la clausola sia irrilevante, potendo mantenere la sua efficacia in ragione degli eventuali accordi tra Regno Unito e Unione europea o di altri strumenti di diritto internazionale privato (in particolare: la Convenzione dell'Aja del 2005 sugli accordi di scelta del foro o la Convenzione di Lugano del 2007 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale). L'esito della valutazione sulla titolarità della giurisdizione, tuttavia, rimane incerto (sul punto v. *ISDA Brexit FAQs*, n. 10, in www.isda.org). Di qui la possibilità che un giudice italiano affermi la propria giurisdizione e, per conseguenza, decida secondo la sentenza delle Sezioni Unite, in conformità alla previsione che impone di dare efficacia alle norme di applicazione necessaria della legge del foro, indipendentemente dal diritto applicabile (art. 9, par. 2, Regolamento Roma I): sul punto sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *A Decision of the Highest Court Shakes the Italian Derivatives' Market* di prossima pubblicazione in *Futures and Derivatives Law Report*.

⁷² BANCA D'ITALIA, *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a dicembre 2019* (Giugno 2020), in www.bancaditalia.it.

conclusi dagli enti pubblici, muovendo dalla peculiarità della fattispecie decisa dal giudice di legittimità⁷³. A fronte dell'impostazione "di sistema" propria della decisione⁷⁴, una simile argomentazione pare, tuttavia, debole. Preferibile risulta, piuttosto, muovere proprio dalle potenziali conseguenze destabilizzanti della decisione: idonee, come tali, a orientare l'interpretazione, nella misura in cui la soluzione che suggeriscono risulti confermata dalla verifica sistematica⁷⁵. Nel caso in esame, il criterio ermeneutico funziona al contrario: l'insostenibilità dogmatica della decisione delle Sezioni Unite ne preclude una lettura espansiva, giustificando, per converso, un'interpretazione restrittiva che presenti un'adeguata congruenza con il sistema.

10. Una possibile soluzione alternativa

In questa prospettiva, le soluzioni praticabili sembrano potersi identificare nel ricorso all'impostazione fondata sulla causa concreta⁷⁶ o nel ritorno a un modello costruito su regole di comportamento e rimedi risarcitori⁷⁷. Alla prima soluzione - che, nella sostanza, attribuisce al giudice il compito di identificare la regola da valere nel caso concreto - sembra, tuttavia, potersi opporre il rischio di decisioni non adeguatamente controllate⁷⁸, potenzialmente viziate da un giudizio "con il senno del poi" (*hindsight bias*) ed eccessivamente imprevedibili⁷⁹. Di qui la preferenza per il modello affermato dal

⁷³ Nel senso che la sentenza «ha una portata obiettivamente circoscritta [al] problema specifico [di] stabilire i limiti entro cui agli enti locali è possibile stipulare derivati di copertura», Arbitro delle Controversie Finanziarie, 16 giugno 2020, n. 2678, in www.dirittobancario.it; per la medesima argomentazione v. anche M. DANUSSO, *op. cit.*, 17.

⁷⁴ *Supra*, n. 6, testo e nota 32.

⁷⁵ L. MENGONI, *op. cit.*, 12.

⁷⁶ *Supra*, n. 5.1.

⁷⁷ *Supra*, nn. 3 e 8.

⁷⁸ Con specifico riferimento alla materia dei contratti derivati, V. ROPPO, *op. cit.*, 977 ss.; nel senso che il riferimento alla causa concreta è uno «stratagemma verbale», poiché «lo stesso fatto fondante la nullità può rilevare come inadempimento di un obbligo gestorio», S. S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa*, cit., 234, nota 84.

⁷⁹ Così P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 504 ss.; in termini più generali, N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, 11 e 112.

precedente orientamento della Corte di Cassazione, che presenta, accanto alla maggiore prevedibilità, due ulteriori vantaggi: (1) una reale coerenza con la fattispecie concreta, nella quale il servizio di investimento prevale sul contratto, con la conseguente necessità di valutare come il servizio è stato prestato, in particolare nella prospettiva del rispetto della regola di adeguatezza⁸⁰ e, se del caso, della disciplina di *product governance*⁸¹; e (2) la possibilità di valutare la causalità del comportamento rispetto al danno e la condotta della controparte, così da permettere soluzioni più equilibrate e aderenti alla realtà delle cose, nella quale il torto e la ragione spesso non sono da una parte sola⁸².

Rimane, certo, l'obiezione della minore immediatezza del rimedio risarcitorio e i vincoli derivanti dalla disciplina della prescrizione per i contratti derivati conclusi oltre il termine ordinario. Sul primo versante, tuttavia, il criterio operativo risulta facilmente identificabile: il danno può, infatti, essere determinato nella differenza tra (1) l'importo complessivo pagato dal cliente sulla base dell'ultimo contratto, aumentato di interessi e rivalutazione dal giorno dei versamenti alle singole scadenze, e (2) il *mark to market* che il cliente avrebbe dovuto corrispondere alla banca per l'estinzione anticipata del precedente contratto oggetto di ristrutturazione e tipicamente coincidente con

⁸⁰ Nel senso che «un contratto derivato privo di causa concreta» è «un contratto grossolanamente inadeguato» e come tale consegue alla violazione dell'obbligo per l'intermediario di valutare nel merito l'operazione di investimento, P. GIUDICI, *op. cit.*, 505. Né pare dirimente l'obiezione per la quale, in tal modo, si finirebbe per «stravolgere il significato della normativa di settore: che è nel senso di aggiungere, non certo di sottrarre, livelli di tutela dell'investitore» [così, acutamente, U. MINNECI, L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), *cit.*, 167]. La disciplina del mercato dei capitali risponde, infatti, a una pluralità di scopi ulteriori rispetto alla tutela dell'investitore [per esempio, la certezza del diritto e la conseguente competitività del sistema finanziario: sul punto sia permesso il rinvio ad A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, *cit.*, 48 ss], che ne giustificano la prevalenza sul diritto comune secondo il canone di specialità.

⁸¹ Sulle conseguenze civilistiche della violazione del regime di *product governance* sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, *cit.*, 245 ss.

⁸² Fa menzione di un «contraente debole ma scaltro», che con la ristrutturazione del contratto mira a «rinviare il pagamento del differenziale negativo accumulato dal primo contratto», M. DE POLI, *op. cit.*, 99.

l'*upfront* ricevuto con l'ultimo contratto⁸³, parimenti maggiorato di interessi e rivalutazione dal giorno dell'ultima ristrutturazione. Più delicata, di contro, la questione relativa al possibile decorso della prescrizione, nella quale occorre bilanciare l'interesse a un'adeguata tutela dell'investitore con l'interesse alla certezza del diritto. La soluzione, al riguardo, sembra passare da una realistica presa d'atto dei limiti propri del diritto privato e dalla possibilità di prospettare soluzioni politiche affidate al diritto pubblico. Le scelte operate dopo la sentenza della corte di legittimità sulla configurabilità di un'usura sopravvenuta nei mutui ancora "aperti"⁸⁴ e, più di recente, il sistema adottato per la tutela degli investitori nel capitale delle "quattro banche" risolte nel 2015⁸⁵ dimostrano che la via può essere percorsa.

⁸³ *Supra*, n. 2.

⁸⁴ Cass., 17 novembre 2000, n. 14899, in *Foro it.*, 2001, I, 80 e il conseguente d. l. 29 dicembre 2000, n. 394, conv. in l. 28 febbraio 2001, n. 24.

⁸⁵ Sul punto, G. SANTONI, *L'estensione del Fondo di ristoro finanziario in favore degli azionisti danneggiati dalle crisi bancarie del biennio 2015-17* (Settembre 2018) e A. ORIANI, *Il Fondo Indennizzo Risparmiatori* (Dicembre 2019), entrambi in www.dirittobancario.it.

Appendice. Un'illustrazione delle relazioni di copertura

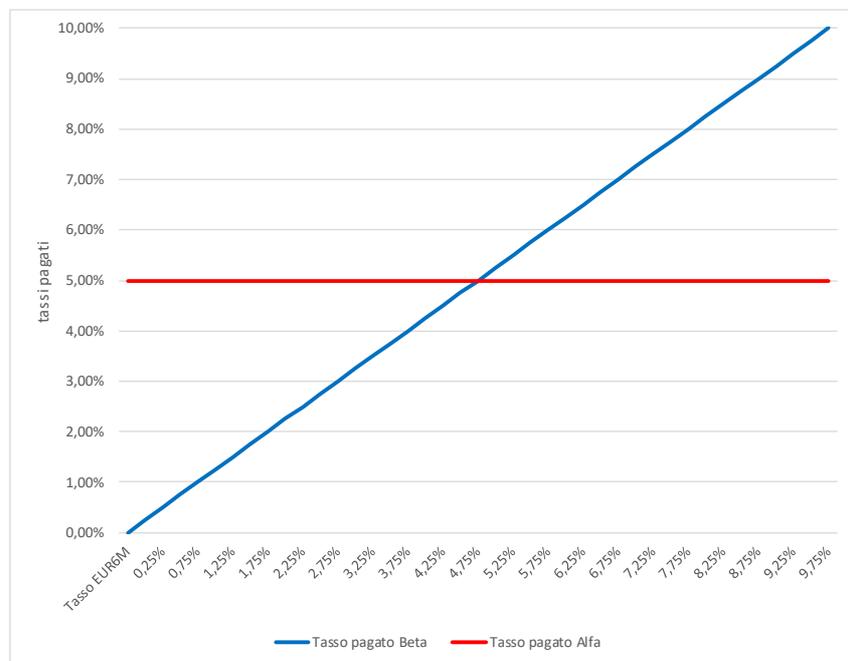
Quando si parla di relazioni di copertura, ha poco senso considerare il contratto derivato in isolamento; piuttosto, esso va rapportato, nel concreto, al contratto il cui rischio finanziario è destinato a coprire.

Si consideri il seguente esempio: Alfa (= la controparte non finanziaria) è un soggetto indebitato con un finanziamento *bullet* per € 1 milione a tasso variabile parametrato a *euribor* 6 mesi + 1%. Essendo interessato a trasformare il suo indebitamento in base a un tasso fisso, Alfa entra in uno *swap* con Beta (= la banca), nel quale Alfa paga un tasso fisso pari al 5%⁸⁶ e riceve *euribor* 6 mesi. Si immagini che tale *swap* abbia alla stipula *fair value* pari a 0 e, quindi, non produca alcuna commissione implicita.

Si considerino, in prima battuta, i flussi associati allo *swap* (Figura 1). È evidente dall'andamento dei flussi associati con il contratto derivato come Alfa, pagando un tasso fisso e ricevendo un tasso variabile, sullo *swap* sia “avvantaggiata” da un rialzo dei tassi di interesse e “svantaggiata” da un loro ribasso.

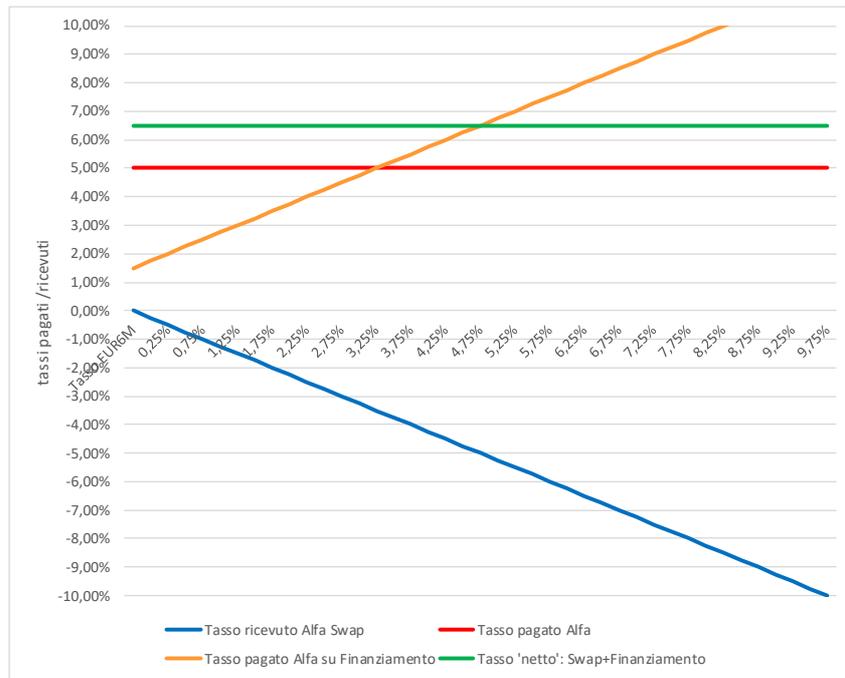
⁸⁶ Il livello del tasso è selezionato solo per ragioni di simmetria grafica.

Figura 1



Se tuttavia si abbina allo *swap* il finanziamento sottostante, la situazione cambia radicalmente (Figura 2): Alfa ha eliminato il rischio di tasso e paga (linea verde) un tasso fisso pari al tasso della gamba fissa dello *swap* più lo *spread* applicato sul finanziamento (nell'esempio: 1%). A questo punto, si ipotizzi che lo *swap* sia stipulato a condizioni meno favorevoli per Alfa (per esempio, a fronte dello stesso tasso fisso pagato, Alfa riceve *euribor* 6 mesi - 0,75%) e che, quindi, diversamente dal caso precedente, sussista una commissione implicita a carico di Alfa. In termini di copertura non cambia nulla: semplicemente, la linea verde (quella del costo finale) risulta traslata verso l'alto di 0,75%, senza, tuttavia, cambiare forma e, quindi, esposizione al rischio. La relazione di copertura permanerebbe pertanto efficace, ancorché meno conveniente per Alfa.

Figura 2⁸⁷



La natura di operazione di copertura va, quindi, risolta nella correlazione con la passività abbinata. Il suo corretto funzionamento - e, quindi, la sua “causa” - dipende, pertanto, dalla capacità di assolvere alla funzione di copertura per la quale è stato negoziato, non dalle sue condizioni di prezzo.

⁸⁷ Nella Figura 2 sono stati mantenuti i colori della Figura 1. La linea blu assume andamento decrescente in quanto si assume il punto di vista di Alfa e, pertanto, gli incassi si traducono, non solo graficamente, in pagamenti negativi.