

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2022

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, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, 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 ABBA 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 Cassazione, i derivati e la lezione dimenticata di Cesare Vivante (*)

SOMMARIO: 1. Il recente orientamento di legittimità in materia di contratti derivati - 2. La dottrina della “scommessa razionale” - 3. Una configurazione dogmatica non adeguata alla fattispecie - 3.1. L’accordo bilaterale per l’assunzione di un rischio - 3.2. Il consenso del cliente sulla misura dell’alea - 3.3. *Mark to market* e scenari probabilistici - 4. Una possibile ricostruzione alternativa - 5. Una nota di conclusione.

1. *Il recente orientamento di legittimità in materia di contratti derivati*

Con una recente sentenza, la Corte di Cassazione è tornata a pronunciarsi sulla disciplina applicabile ai contratti derivati *over the counter*¹.

Caratterizzata da un’argomentazione molto articolata e assai approfondita nei suoi riferimenti, la sentenza si colloca nel solco dell’impostazione adottata dal giudice di legittimità a sezioni unite nel noto caso *Cattolica*²: in ragione di una qualificazione come “scommesse razionali”, la validità dei contratti derivati dipende dalla sussistenza di un accordo tra le parti in ordine all’alea dedotta in contratto, secondo quanto assicurato dalla comunicazione di «criteri scientificamente riconosciuti e obiettivamente condivisi», da identificare con «i costi impliciti, che determinano uno squilibrio iniziale dell’alea, il *mark to market* e, soprattutto, i c.d. scenari probabilistici»³. Nel contempo, la sentenza in esame esplicita la vocazione universale della decisione resa dalle Sezioni Unite,

(*) Gli autori ringraziano Mario Anolli, Giovanni Petrella e un anonimo referee per le puntuali osservazioni a una versione precedente. Per le sue caratteristiche strutturali, il saggio costituisce l’esito di un lavoro comune. Ai soli fini istituzionali, possono essere attribuiti ad Andrea Perrone i nn. 1 e 3, e a Giovanni Re Garbagnati i nn. 2, 4 e 5.

¹ Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in www.dirittobancario.it.

² Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, con nota di 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 ss.

³ Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.8.6.

applicando a un contratto derivato concluso tra privati la *regula iuris* che nel caso *Cattolica* era stata affermata con riferimento a un *interest rate swap* stipulato da un ente locale. In tal modo, il giudice di legittimità supera l'argomento con il quale la giurisprudenza di merito, l'Arbitro delle Controversie Finanziarie e parte della dottrina avevano provato a circoscrivere la portata potenzialmente dirompente della decisione delle Sezioni Unite⁴. Superate risultano, altresì, le cautele introdotte dalla decisione nel caso *Cattolica* in punto di accertamento dei presupposti per la dichiarazione di nullità del contratto: scompare, infatti, il riferimento alla necessità di verificare la sussistenza di un accordo tra le parti sull'alea dedotta in contratto mediante «un esame condotto caso per caso, attraverso un approccio concreto»⁵, con la conseguenza - a suo tempo preconizzata in dottrina - 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»⁶.

Qualora sia applicabile il diritto italiano⁷, lo scenario che ne consegue è potenzialmente catastrofico. Alla fine di giugno 2021, il valore lordo di mercato dei contratti derivati in esecuzione (*outstanding*) da parte dei maggiori gruppi bancari italiani era pari a circa 136,4 miliardi di USD in valore positivo e circa 144,0 miliardi di USD in valore negativo⁸. Un contenzioso seriale innescato dall'orientamento della Corte di Cassazione comporterebbe, pertanto,

⁴ Al riguardo, rispettivamente, ACF, 13 ottobre 2020, n. 2973 e 16 giugno 2020, n. 2678, in www.acf.consob.it; Trib. Parma, 8 febbraio 2021, in www.iusletter.com; 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, 17.

⁵ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 9.7.

⁶ D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, Milano, 2014, 7.

⁷ La rilevanza del diritto italiano è tendenzialmente destinata 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 Master Agreement*: per un approfondimento sul punto, A. PERRONE, *A Decision of the Highest Court Shakes the Italian Derivatives' Market*, in *40 Futures and Derivatives Law Report*, n. 8 (September 2020), 12 ss.

⁸ BANCA D'ITALIA, *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a giugno 2021* (febbraio 2022), in www.bancaditalia.it.

la necessità che le banche coprano, con adeguati accantonamenti, la conseguente esposizione verso la controparte, con riguardo tanto alle somme incassate, da restituire in virtù della declaratoria di nullità, quanto alle somme future, destinate a non essere incassate per la medesima ragione. Anche ipotizzando che solo una parte dei contratti derivati *outstanding* sia regolata dal diritto italiano, in un simile scenario l'effetto sui bilanci di un tale assorbimento di capitali rischia di essere devastante per la capacità di credito, se non addirittura per la stabilità, delle banche interessate. Né va trascurato il possibile impatto sulla credibilità internazionale del sistema giuridico italiano. Come è stato correttamente osservato, infatti, un paese, il cui «ordinamento giuridico troppo facilmente si orienta a favore della nullità del contratto», non è «un luogo in cui si possano fare investimenti a lungo termine»⁹.

A questa stregua, risulta essenziale verificare in modo serrato le argomentazioni poste a fondamento della decisione dal giudice di legittimità, secondo un approccio nel quale un'adeguata conoscenza del fenomeno da regolare si accompagni alla rigorosa verifica sistematica. Così da cercare «la conoscenza dei fatti fuori della logica, per poter poi costruire saldamente a rigore di logica»¹⁰.

2. La dottrina della “scommessa razionale”

L'impostazione utilizzata nella sentenza in esame trova la sua origine in due linee di pensiero che è possibile rinvenire nella riflessione dottrinale.

Secondo un primo orientamento, la piena tutela assicurata dalla legge ai contratti derivati conclusi da intermediari autorizzati (art. 23, co. 5, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58: d'ora in poi, “TUF”) trova

⁹ In tal senso P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 506. Introducendo *ex post* requisiti di validità del contratto, la decisione mette a rischio, in termini più specifici, il mercato dei contratti derivati, così da precludere potenzialmente l'accesso a uno tra gli strumenti più usati da intermediari e controparti non finanziarie, il *risk management* (nel senso che «i contratti derivati sono usati principalmente per la gestione del rischio», S. JANAKIRAMANAN, *Derivatives and Risk Management*, Chennai, 2011, 5).

¹⁰ C. VIVANTE, *La riforma del codice di commercio*, in *Nuova Antologia*, 1923, p. 161 s.

giustificazione nella razionalità che caratterizza il calcolo del relativo rischio rispetto alla scommessa. In entrambi i casi viene governato «un passaggio di ricchezza monetaria parametrato rispetto ad un certo “rischio”»¹¹, mediante un accordo che «ha per causa lo scopo comune di addivenire alla creazione di un rischio e il cui oggetto è rappresentato dalla allee bilaterali e reciproche»¹². Nei contratti derivati, tuttavia, la «negoziatura o, per essere più precisi, la monetizzazione di un rischio (leggasi: la sua traduzione in un valore monetario secondo parametri concordati)» segue «una logica razionale», distaccandosi dalla «logica irrazionale legata alla pura sorte», che è, invece, propria della scommessa¹³.

Perché, tuttavia, tale razionalità sussista, è necessario, a giudizio di un secondo orientamento, «un accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell’alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi». Con la conseguenza che i contratti derivati presentano una «causa lecita» solo quando «la misurazione scientifica, in termini necessariamente probabilistici, della quantità (*mark to market*) e della qualità (scenari di probabilità)» dell’alea sono «non già soltanto conosciuti dall’investitore, ma oggetto dell’accordo»¹⁴; in caso contrario, il contratto è nullo.

¹¹ Così E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca borsa tit, cred.*, 2012, I, 564.

¹² In tal senso, D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell’interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 661 s.

¹³ E. BARCELLONA, *op. cit.*, 558 e 565, sviluppando uno spunto già presente in ID., *Note sui derivati creditizi, market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit, cred.*, 2009, I, 654 s. Analogamente, D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell’interest rate swap, ult. cit.*, 662, per il quale il contratto derivato «è un particolare tipo di scommessa, in cui l’assunzione delle allee non è affidata ad una cieca intuizione, ad una speranza, ad una passione emotiva o irrazionale, bensì alla raffigurazione di scenari probabilistici scientificamente misurati». La tesi di B. è testualmente ripresa da Cass. S.U., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 5.2 («l’impostazione più attenta rinviene la causa dell’IRS [*interest rate swap: ndr*] nella negoziazione e nella monetizzazione di un rischio») e ribadita da Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.8.1.

¹⁴ D. MAFFEIS, *L’ufficio di diritto privato dell’intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 5 e 21. Con diversità di sottolineature, la medesima impostazione si legge in ID., *Costi impliciti nell’interest rate swap*, cit., 660 ss.; ID., *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 1106, ove l’ulteriore precisazione che

La sovrapposizione tra sussistenza dell'accordo, liceità della causa e determinazione dell'oggetto così riscontrabile contribuisce a spiegare l'eclittismo dogmatico della giurisprudenza che ha fatto propria l'impostazione in esame. Il fondamento della declaratoria di nullità oscilla, infatti, tra la mancanza della causa, come nel *leading case* della Corte di Appello di Milano¹⁵ e l'indeterminabilità dell'oggetto, secondo la ricostruzione adottata dalla corte di legittimità¹⁶.

3. Una configurazione dogmatica non adeguata alla fattispecie

Alla verifica con le caratteristiche del fenomeno da regolare, la ricostruzione in esame si presenta problematica per molteplici ragioni.

3.1. L'accordo bilaterale per l'assunzione di un rischio

La configurazione dei contratti derivati come scommesse razionali, nelle quali le parti assumono bilateralmente un rischio concordato nell'ammontare, appare, anzitutto, difficile da conciliare con le caratteristiche della fattispecie. Non corrisponde, infatti, alla realtà che le banche "scommettano" con i propri clienti sul rischio dedotto in un contratto derivato.

l'accordo tra le parti deve avere per oggetto anche «i criteri ed il modello utilizzati» per calcolare il *mark to market*. Come notato da una decisione della *High Court of Justice* inglese (*Deutsche Bank v Comune di Busto Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm) Cockerill J), in www.dirittobancario.it, n. 230), l'argomentazione di M. è letteralmente riprodotta da Cass. S.U., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 9.1. («la validità dell'accordo va verificata in presenza di un negozio ... che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi»), a sua volta ripresa da Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.8.3.

¹⁵ App. Milano, 18 settembre 2013, in www.dirittobancario.it, n. 3; in senso conforme, nella giurisprudenza di merito, *ex multis*, App. Torino, 22 settembre 2020, in <https://dejure.it>; Trib. Torino, 26 maggio 2021, in www.pluris-cedam.utetgiuridica.it; Trib. Bergamo, 18 giugno 2020, in www.dirittobancario.it; Trib. Pescara, 31 marzo 2020, in <https://dejure.it>.

¹⁶ Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.8.5., sulla scorta di Cass. S.U., 12 maggio 2020, n. 8770, cit. n. 9.2.; in senso conforme, nella giurisprudenza di merito, *ex multis*, Trib. Forlì, 27 gennaio 2021, in www.pluris-cedam.utetgiuridica.it; Trib. Milano, 7 luglio 2016, e Trib. Milano, 9 marzo 2016, entrambe in <https://dejure.it>; Trib. Milano, 16 giugno 2015, in www.ilcaso.it.

In un contesto normativo nel quale l'assunzione dei rischi da parte delle banche è regolata in modo pervasivo dalla disciplina europea (Direttiva 2013/36/EU: "CRD IV"; Regolamento (UE) n. 575/2013: "CRR"), non avrebbe molto senso per l'intermediario operare come "scommettitore": in conformità alla disciplina di vigilanza prudenziale, l'operazione comporterebbe un rilevante assorbimento di capitale a fronte di un beneficio derivante da un fattore non governabile. Nella prospettiva della banca, assai più ragionevole risulta, pertanto, adottare un approccio che consenta di neutralizzare i rischi e godere di un profitto "sicuro". Così, per esempio, è normale che il rischio di mercato relativo al contratto derivato concluso con il cliente venga neutralizzato, stipulando sul mercato interbancario un ulteriore contratto, di segno uguale e contrario, o utilizzando altre forme di protezione a livello dell'intero portafoglio¹⁷. In questa prospettiva, il rischio dedotto in contratto non ha alcuna rilevanza per la banca, che consegue un profitto pari alla differenza tra le condizioni del contratto concluso con il cliente e quelle del contratto concluso sul mercato interbancario. Si consideri, per esempio, un *interest rate swap* in cui la banca "paga" a un'impresa il tasso fisso del 3% e "riceve" il tasso variabile dell'*euribor* più uno *spread* del 2%. Qualora la banca concluda sul mercato interbancario un *interest rate swap*, con identici *notional amount* e scadenza, per il quale paghi il tasso variabile dell'*euribor* più uno *spread* dell'1,5% e riceva il tasso fisso del 3%, la banca consegue un profitto lordo (= prima dei costi sostenuti dall'intermediario per l'operazione) pari a $[(euribor + 2\% - 3\%) - (3\% - euribor + 1,5\%) =] 0,5\%$, quale che sia l'andamento dell'*euribor*.

A questa stregua, non c'è, pertanto, spazio per ricostruire l'operazione come "scommessa razionale", mancando la bilateralità dell'alea che ne caratterizza la relativa fattispecie¹⁸. Nè sembra possibile replicare che «se conclude uno *swap* con B, e si copre con uno

¹⁷ Per un'esposizione elementare, J. HULL, *Options, futures, and other derivatives*⁹, Boston, 2015, 157 s.; 408; in termini di maggiore dettaglio, D. CHANCE - R. BROOKS, *An Introduction to Derivatives and Risk Management*¹⁰, Boston, 2016, 519 ss.; S. DAS, *Derivative Products and Pricing*³, Singapore, 2006, 695 ss.; nella nostra letteratura, M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza* (Giugno 2020), cit., 5.

¹⁸ *Supra*, par. 2.

swap eguale ed opposto con C, la banca assume due alee opposte destinate a neutralizzarsi: e i due *swap* conservano la natura di scommessa»¹⁹. L'affermazione confonde, infatti, la funzione con la struttura del contratto. Dal punto di vista strutturale, la prestazione dovuta dalla banca in entrambi i contratti dipende senz'altro da un evento futuro e incerto; se, tuttavia, si assume la prospettiva funzionale, fatta propria dalla dottrina della scommessa razionale, nell'esempio in esame non c'è, all'evidenza, alcuna assunzione di rischio.

3.2. *Il consenso del cliente sulla misura dell'alea*

Parimenti difficile da ricondurre al dato reale risulta la necessità di un consenso del cliente sulla misura dell'alea.

Nel caso di un contratto derivato concluso con funzione di copertura (come accade, per esempio, nel caso di un *interest rate swap* stipulato per “trasformare” il debito di interessi conseguente a un mutuo da un tasso variabile pari a *euribor* + 1,5% a un tasso fisso pari al 3%), per il cliente non c'è alcun rischio. Proprio per la funzione di copertura assoluta dal contratto derivato, la prestazione del cliente è, infatti, *ab origine* determinata nelle sue caratteristiche. Certo, l'andamento del parametro variabile dedotto nel contratto può comportare per il cliente un esito più oneroso (come accade, nell'esempio precedente, quando il tasso variabile si attesta al 2,5% e, pertanto, in ragione del contratto derivato, il cliente è tenuto a pagare gli interessi in misura pari al 3%, quando, sulla base del mutuo e in assenza dell'*interest rate swap*, avrebbe corrisposto gli interessi in misura pari al 2,5%). In questa ipotesi, tuttavia, la perdita costituisce il corrispettivo per la copertura realizzata con il contratto derivato²⁰, esattamente come il premio di

¹⁹ Così D. MAFFEIS - U. CHERUBINI, *Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS.UU. 8770 del 2020*, in questa *Rivista*, 2021, 484.

²⁰ Nei contratti derivati costruiti sul modello del contratto a termine (*forward*), come, per esempio, gli *interest rate swap*, il corrispettivo della copertura è costituito dalla rinuncia a beneficiare dell'eventuale andamento favorevole del parametro dedotto in contratto. Nei contratti derivati costruiti sul modello dell'opzione (*option*), in cui il “compratore” dell'*option* può, di contro, beneficiare dell'eventuale andamento favorevole del parametro dedotto in contratto, il corrispettivo della copertura è costituito dal premio dovuto al momento della conclusione dell'opzione: sul punto, D. CHANCE - R. BROOKS, *op. cit.*, 344.

assicurazione costituisce il corrispettivo per la copertura del rischio assicurato. Da quest'angolo visuale, si può, pertanto, discutere se il corrispettivo sia congruo (come accade, nell'esempio precedente, quando il tasso fisso del 3% previsto nell'*interest rate swap* è conforme alle condizioni di mercato): in tal caso, tuttavia, il rimedio alla possibile sproporzione non è il consenso del cliente sulla misura del rischio, quanto, piuttosto, la trasparenza del corrispettivo, così da consentire il funzionamento delle dinamiche concorrenziali proprie del mercato.

Discorso diverso vale, invece, qualora il contratto derivato sia concluso dal cliente per ottimizzare la propria esposizione debitoria (come è accaduto, per esempio, nel caso degli *interest rate swap* stipulati dagli enti locali per “trasformare” un originario indebitamento a tasso fisso verso la Cassa Depositi e Prestiti in un indebitamento a tasso variabile ritenuto più vantaggioso)²¹. Pur essendo la fattispecie chiaramente caratterizzata dall'assunzione di un rischio, in tal caso è, infatti, assai poco verosimile che il cliente abbia l'effettiva possibilità di prestare il proprio consenso sulla misura dell'alea. Non sembra, infatti, realistico che un cliente ordinario possa intendere in modo adeguato i dati o le formule in ipotesi ritenuti necessari per quantificare il rischio. Già suggerito dal senso comune²², il rilievo è confermato dall'evoluzione della disciplina in materia di servizi di investimento: l'abbandono di un impianto esclusivamente fondato sulla trasparenza a beneficio di un paradigma che, nelle regole di comportamento e negli assetti organizzativi, impone all'intermediario di verificare la coerenza dell'investimento con le caratteristiche del cliente, segnala con evidenza la maggiore cautela dell'ordinamento verso la capacità dell'investitore di operare scelte razionali informate²³.

²¹ Al riguardo, per esempio, G. FANTINI - C. OLDANI, *Italian Ordinary Statute Regions and Derivatives* (November 2015), CAMA Working Paper No. 43/2015, in www.ssrn.com, 16.

²² Per l'espresso riconoscimento che «le modalità di calcolo [del *mark to market*] possono risultare difficilmente comprensibili, specie se la controparte non riveste la qualità di cliente professionale», Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.9.1.

²³ Sul punto e per i necessari riferimenti bibliografici A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 2 ss.

3.3. Mark to market e scenari probabilistici

Non controllata in modo adeguato appare, da ultimo, l'identificazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici come «criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi» per determinare il rischio dedotto in contratto²⁴.

Sotto il primo profilo, non è corretto assegnare al *mark to market* un valore prognostico sul futuro andamento del contratto. Il *mark to market* costituisce, infatti, la stima del valore di un contratto derivato in un dato momento, determinato applicando modelli convenzionalmente accettati, basati su strutture di tassi di interesse (c.d. *curve forward*)²⁵ che non costituiscono previsioni e spesso sono successivamente contraddette dalla realtà²⁶. Così, per esempio, in un *interest rate swap* il *mark to market* è la somma algebrica tra 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*)²⁷. In questa prospettiva, il *mark to market* esprime il rapporto tra le prestazioni delle parti ed è, pertanto, del tutto ininfluenza per la determinazione del rischio dedotto nel contratto. Il *mark to market* può, piuttosto, rilevare per il diverso problema dell'equilibrio nello scambio contrattuale. Al tempo dell'accordo, infatti, il *mark to market* è normalmente negativo a sfavore del cliente (c.d. *costo implicito*), secondo una prassi che trova giustificazione nella necessità per la banca di coprire costi e rischi dell'operazione, nonché di conseguire un ragionevole profitto²⁸. In questa prospettiva, il *mark to market* al

²⁴ Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., n. 6.2., ripresa da Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.8.6.

²⁵ Per esempio, S. DAS, *op. cit.*, 163.

²⁶ Per una più approfondita discussione del punto, M. ANOLLI - A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista.*, 2020, 209 s.; nel senso del ridotto potere predittivo dei tassi *forward*, E. FAMA, *Forward rates as predictors of future spot rates*, in 3 *J. Financ. Econ.* (1976), 361 ss.; ID., *The information in the term structure*, in 13 *J. Financ. Econ.* (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.

²⁷ Per tutti, J. HULL, *op. cit.*, 164 ss.; D. CHANCE - R. BROOKS, *op. cit.*, 449 ss.

²⁸ Al riguardo J. HULL, *op. cit.*, 164; nella nostra letteratura, per tutti, 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; che il «valore iniziale

momento dell'accordo esprime il corrispettivo dovuto dal cliente per il servizio reso dalla banca, con la conseguenza che la sua comunicazione permette, come poc'anzi rilevato²⁹, il funzionamento delle dinamiche di mercato e, per questa via, favorisce l'equilibrio nelle prestazioni contrattuali³⁰.

Neppure gli scenari probabilistici consentono di misurare il rischio dedotto in un contratto derivato. 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

negativo» costituisca il «compenso dell'intermediario per il servizio fornito» è riconosciuto anche da Cass, 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.6.1.; sulla necessità per la banca di considerare le componenti di costo e di rischio nel determinare le condizioni economiche dei propri servizi, EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on loan origination and monitoring* (20 May 2020), n. 202.

²⁹ *Supra*, n. 3.2.

³⁰ Dipendendo nel suo valore dagli elementi essenziali dell'accordo (per esempio, nella forma più elementare di *interest rate swap*, il capitale di riferimento, il tasso fisso, il tasso variabile e la durata del contratto), il *mark to market* è un indicatore semplificato del rapporto tra le prestazioni contrattuali, che esprime, in un numero, quanto sarebbe, di per sé, ricavabile applicando un determinato modello di valutazione agli elementi essenziali dell'accordo. A questa stregua, non è, quindi, necessario che il *mark to market* formi «oggetto di accordo negoziale tra le parti» (così, invece, Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., n. 2.6.1.). La mancata comunicazione del *mark to market* non è, tuttavia, irrilevante: impedendo il confronto semplificato tra le condizioni proposte dalla banca e le condizioni praticate da intermediari concorrenti, pregiudica, infatti, la possibilità per il cliente di concludere il contratto a condizioni più favorevoli. Violando in tal modo l'obbligo di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza» ex art. 21, co. 1, lett. a, TUF, la banca che non comunichi *mark to market* al momento dell'accordo è, pertanto, tenuta al risarcimento del danno, in misura pari alla differenza tra le condizioni economiche del contratto effettivamente concluso e le condizioni di mercato correnti all'epoca dell'accordo. La determinazione di tale importo dipende dal momento che si prende in considerazione. Poiché, infatti, il *mark to market* varia per tutta la durata del contratto (D. CHANCE - R. BROOKS, *op. cit.*, 422 s.), la differenza tra le condizioni praticate e le condizioni di mercato è sempre uguale in termini percentuali (per esempio, il 15% in più rispetto al mercato), ma può essere assai diversa in termini assoluti (per esempio, può ammontare a € 15.000 alla conclusione e a € 500.000 alla scadenza del contratto). I principi generali in materia di risarcimento del danno consentono, al riguardo, di identificare soluzioni praticabili: il momento rilevante è, in particolare, quello in cui il pregiudizio è denunciato dal cliente, fatta salva la rilevanza del concorso di colpa ex art. 1227, co 2, c.c. se con l'ordinaria diligenza il cliente avrebbe potuto attivarsi prima (per esempio, perché il contratto cominciava a comportare perdite rilevanti).

capitale investito» e come tali, sono capaci di «offrire una sintesi dei possibili esiti dell'investimento al netto dei costi applicati», in una logica di «trasparenza informativa sul profilo di rischio dei prodotti d'investimento non-*equity*» (per esempio: quote di fondi comuni di investimento, prodotti di investimento assicurativo, obbligazioni semplici e strutturate)³¹. La possibilità di applicare ai contratti derivati uno strumento concepito con riferimento ai prodotti non-*equity* per gli investitori *retail* è, tuttavia, assai dibattuta. Gli scenari probabilistici presuppongono, infatti, la neutralità al rischio dell'investitore, così muovendo da un'ipotesi non realistica: nessuno è indifferente al rischio di un'imprevista alterazione nell'andamento dei tassi. 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 essi siano «fuorvianti» qualora gli «investitori al dettaglio non comprendano pienamente le implicazioni del presupposto di neutralità al rischio»³². La scelta del legislatore europeo di ricorrere al rendimento atteso in presenza di diverse condizioni di mercato (c.d. scenari di *performance*), anziché agli scenari probabilistici, per la rappresentazione del *trade-off* tra rischio e rendimento dei fondi comuni di investimento strutturati³³, conferma la conclusione.

4. Una possibile ricostruzione alternativa

Alla luce delle osservazioni svolte sino a ora, la dottrina della scommessa razionale e il relativo orientamento giurisprudenziale non risultano rispettosi del dato reale e delle indicazioni che provengono dalla scienza economica.

³¹ Così CONSOB, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti non-equity*. Quaderni di Finanza, n. 63, aprile 2009, rispettivamente 14 e 1.

³² In questi termini, 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 e 28; per una discussione di maggior dettaglio, M. ANOLLI - A. PERRONE, *op. cit.*, 213 s.

³³ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Consultation paper* (CESR/09-552), 2009, 63 s; ID., *CESR's technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS* (CESR/09-949), 2009, 54 s; ID., *Feedback statement* (CESR/09-995), 2009, 21 s.

In punto di fattispecie, più realistico, pare, di contro, abbandonare la prospettiva del contratto³⁴ e ricondurre la conclusione di contratti derivati con i clienti a un'attività professionale svolta dalla banca nei confronti del pubblico, come tale destinataria dei presidi di trasparenza e adeguatezza previsti dalla disciplina a tutela dell'investitore³⁵. La fattispecie rilevante è, in particolare, la «negoziante 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

³⁴ Per una discussione del ricorso alla dottrina della “causa in concreto” (A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 68 ss.; nello stesso senso, ma limitatamente alle operazioni che sono «oggettivamente estrane[e] alla logica del mercato» e richiedono, pertanto, una giustificazione «nella logica individuale delle parti nei loro specifici rapporti», C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, p. 182 ss., spec. p. 191, da cui la citazione) o al giudizio di meritevolezza degli interessi ex art. 1322, co. 2, c.c. (M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Vicenza, 2015, pp. 477 ss. e 488 ss., spec. p. 519; Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in www.ilcaso.it), rilevando il rischio di decisioni non adeguatamente controllate, potenzialmente viziate da un giudizio “con il senno del poi” (*hindsight bias*) ed eccessivamente imprevedibili, M. ANOLLI - A. PERRONE, *op. cit.*, 202 ss. e 218. Pare contrastare con la fattispecie codicistica di riferimento ed essere, pertanto, poco praticabile la risoluzione per mancanza di qualità della cosa venduta ex art. 1497 c.c. prospettata da L. DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 295 ss., configurando il contratto di *swap* come «vendita di una merce finanziaria», «veicolata» da «un modulo preconfezionato dalla banca che regola i termini di una scommessa» (p. 298 s.). Mantiene il paradigma del contratto, ma con un approccio in concreto che ne limita fortemente la portata, Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, in *Società*, 2018, 1163, con nota di P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps; per la necessità di «verificare caso per caso il concreto assetto dei rapporti negoziali predisposto dalle parti»*, Cass., 18 marzo 2019, n. 7574, e Cass., 18 luglio 2017, n. 18781, entrambe in <https://dejure.it>.

³⁵ Nel senso che la «teoria delle scommesse razionali, in definitiva, incorre in un errore di prospettiva, imputabile all'impropria “scissione” fra strumento finanziario (derivato) e servizio di investimento (negoziante per conto proprio) e alla “contemplazione” autonoma del primo», A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 2020, 2408.

«servizio di investimento» (art. 1, co. 5, TUF)³⁶ soggetto alle regole di comportamento specificamente previste dalla legge (art. 21 TUF).

Alla stregua del paradigma introdotto dalla disciplina MiFID II, tali regole rendono, oggi, difficilmente realizzabili le pratiche che hanno caratterizzato la “stagione dei derivati” nei primi anni 2000. La regola di adeguatezza (art. 54 Regolamento delegato (UE) 2017/565), precisata dalle stringenti *guidelines* europee sulla profilatura del cliente³⁷, e, a monte, la necessità di definire il mercato di riferimento, verificare la sussistenza di conflitti di interesse, predisporre analisi di scenario e valutare la struttura dei costi, in conformità alla disciplina di *product governance* (art. 21, co. 2-*bis*, TUF; artt. 64 e 65 Regolamento Consob, 15 febbraio 2018, n. 20307)³⁸, portano ragionevolmente ad escludere la possibilità di una indiscriminata proliferazione di contratti derivati con controparti non finanziarie. Un’esplicita conferma in questo senso si ritrova nella recente decisione della Consob di revocare la Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104 in materia di prodotti finanziari illiquidi e, quindi, di derivati negoziati *over the counter*: gli orientamenti forniti in quella sede con riguardo alla comunicazione dei costi impliciti, del *fair value* e delle analisi di scenario di rendimenti sono oggi considerati «direttamente o indirettamente assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normativo»³⁹. Con riferimento ai contratti derivati estinti o ancora pendenti, il risalente orientamento delle Sezioni Unite, per il quale la prestazione di un servizio di investimento in deroga alle regole di comportamento obbliga

³⁶ Per tutti, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2020, 101; A. TUCCI, “Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in E. GABRIELLI - R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*², I, Torino, 2011, 191.

³⁷ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Maggio 2018, nn. 22-73.

³⁸ Per una prima introduzione, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 225 ss.; V. TROIANO, *La product governance*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Milano, 2016, 213 ss.

³⁹ Così CONSOB, *Avviso in merito alla revoca delle comunicazioni n. 9019104 del 2 marzo 2009 e n. 0097996 del 22 dicembre 2014*, 3 febbraio 2022, in www.consob.it. Come rilevato da M. ANOLLI - A. PERRONE, *op. cit.*, 212, nota 52, la Comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104 riprende in parte le indicazioni del *paper* che ha introdotto nel dibattito italiano il concetto di scenari probabilistici (*supra* nota 31).

l'intermediario al risarcimento del danno⁴⁰ e che l'impostazione in esame trascura in modo quasi integrale⁴¹, risulta più pertinente alla fattispecie concreta. Nel contempo, il ricorso a una regola di responsabilità consente di considerare le circostanze del caso concreto, con riguardo, in particolare, al nesso di causalità tra comportamento e danno, nonché al possibile concorso colposo dell'investitore⁴². Si evitano, in tal modo, i possibili effetti disastrosi conseguenti a soluzioni generalizzate, secondo un approccio più aderente alla realtà delle cose, nella quale il torto e la ragione spesso non sono da una parte sola.

5. Una nota di conclusione

Torna, così, ancora una volta, l'indicazione di metodo, ormai centenaria, di Cesare Vivante, che le urgenze del momento hanno forse

⁴⁰ Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Danno e resp.*, con nota di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 536 ss.

⁴¹ Il punto è, in larga parte, ignorato dalla dottrina della scommessa razionale e dal relativo orientamento giurisprudenziale, che si limita al rilievo per il quale la mancata comunicazione di costi impliciti, *mark to market* e scenari probabilistici «si traduce, sostanzialmente, nella mancata formazione di un consenso in ordine agli stessi»; pertanto, non si tratterebbe «di semplice violazione di obblighi informativi», ma di una «carezza» che «investe proprio l'essenza (di una parte) dell'accordo» (così Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, cit., nn. 2.8.6. e 2.8.7, sulla scorta di App. Milano, 18 settembre 2013, cit., n. 3, testualmente ripresa anche da Trib. Roma, 5 giugno 2017, in <https://dejure.it>: «non si tratta, bene inteso, di negare rilevanza al ruolo dell'informazione», ma di «trasferire all'interno della stessa struttura del contratto derivato la rilevanza dei dati che ne caratterizzano l'alea e che contribuiscono a definire, oltre che l'oggetto, la causa, secondo il giudizio di meritevolezza implicitamente formulato dal legislatore della materia»). Caratterizzato, come già segnalato (*supra*, n. 2), da un marcato eclettismo dogmatico, l'argomento è, tuttavia, assai poco convincente: in assenza di una specifica previsione di legge, non è, infatti, possibile trasformare un obbligo di comportamento in un requisito di validità del contratto (in generale, per tutti, L. MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banc, borsa tit. cred.*, 1997, 1 ss., spec. 9 e 15; con specifico riferimento alla comunicazione dei dati sugli scenari probabilistici, G. DE NOVA, *Lo stato di informazione circa le future sentenze giudiziarie*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2016, 1237); nel senso che la tesi dell'alea razionale «non ha alcun aggancio con il diritto positivo», P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto*, cit., 507 s.

⁴² Per un maggiore approfondimento del punto, M. ANOLLI - A. PERRONE, *op. cit.*, 219 s.

un po' offuscato. «Dopo tanto sforzo dialettico dei civilisti» oggi come allora occorre «riprendere il contatto colla realtà vivente»: considerando «il diritto commerciale come una scienza di osservazione» e, quindi, «vivendo nei porti fra capitani, nelle aziende di assicurazione fra gli assicuratori, nelle società fra amministratori e azionisti, raccogliendo tutti i frammenti che l'attività umana ci offr[e], reputando che nulla sia estraneo al diritto, perché è composto di tutti gli elementi della vita»⁴³.

⁴³ C. VIVANTE, *op. cit.*, 161 s. In termini ancora più netti, il celebre passo della *Prefazione al Trattato di diritto commerciale*, 3 ed., Milano, 1906, VIII, che compendia le indicazioni di metodo a studenti e studiosi: «non si avventurino mai ad alcuna trattazione giuridica se non conoscono a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell'istituto che è l'oggetto dei loro studi. Raccolgano nelle borse, nelle banche, nelle agenzie, nelle società commerciali, nelle cancellerie giudiziarie, il materiale necessario per intendere quella struttura e quelle funzioni. È una slealtà scientifica, è un difetto di probità parlare di un istituto per fissarne la disciplina giuridica senza conoscerlo a fondo nella sua realtà. Se il diritto ha per iscopo di regolare gli effetti di un istituto, è evidente che lo studio pratico della sua natura deve precedere quello del diritto»; per una valutazione assai equilibrata, che sottolinea la «costruzione sistematica sull'esperienza» che caratterizza l'impostazione di V., M. STELLA RICHTER jr, *Cesare Vivante e il "mito di fondazione" della scienza del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 532 ss. (la citazione è a p. 534).