

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2016

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

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 ABBIA 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

L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*

SOMMARIO: 1. Cenni storici; 2. Nozione; 3. Tipologia dei contratti; 4. La regolamentazione; 5. Obblighi di trasparenza, causa ed oggetto; 5.1. Segue. La causa concreta; 5.2. Il Mark to Market; 5.3. Gli scenari probabilistici.

1. Cenni storici

I contratti (su) derivati sono oggi percepiti dall'opinione pubblica come strumenti finanziari creati negli anni '90 dalle banche e da altri intermediari finanziari. Tali strumenti non godono – come noto - di buona fama, tanto che qualcuno li ha addirittura definiti 'armi di distruzione finanziaria di massa'¹. Oggetto dei maggiori recenti scandali finanziari, i contratti (su) derivati hanno causato ingenti perdite presso il pubblico e le imprese cui sono stati collocati. Da più parti la diffusione di tali contratti è inoltre considerata tra le concause della gravissima crisi economica che attanaglia Stati Uniti ed Europa.

Contrariamente alla opinione comune i contratti (su) derivati hanno origine antichissima. Come pure sono ricorrenti nella storia le crisi economiche che negli stessi trovano fondamento.

In questa sede non è possibile ripercorrere, se non in maniera *tranchant*, la storia di tali contratti. Ed è un peccato perché è una storia che ha molto da insegnare a chi nel XXI secolo intenda approfondire – sotto il profilo economico ovvero giuridico – tali contratti.

* Relazione tenuta al convegno Finanziamenti alle imprese in crisi e rischi concorsuali, Monopoli, 30 settembre 2016.

¹ W. BUFFETT, *Derivatives are Financial Weapons of Mass Destruction*, <http://www.investorwords.com/tips/389/derivatives-are-financial-weapons-of-mass-destruction.html>; Id, Berkshire Hathaway, *Relazione al bilancio*, 2002, ove così precisa << The derivatives genie is now well out of the bottle, and these instruments will almost certainly multiply in variety and number until some event makes their toxicity clear. Central banks and governments have so far found no effective way to control, or even monitor, the risks posed by these contracts. In my view, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal>>.

Con qualche forzatura la dottrina statunitense rintraccia il primo contratto su derivati nella Bibbia (Genesi, 29), e quindi secondo la tradizione 1700 anni prima di Cristo². Secondo tale dottrina Giacobbe avrebbe acquistato da Labano l'opzione di sposarne la figlia Rachele in cambio di sette anni di lavoro. Al termine dei sette anni Labano anziché Rachele (bella di forme e avvenente di aspetto) gli diede in moglie la primogenita Lia (dagli occhi smorti). Volendo Giacobbe sposare (anche) Rachele di cui era innamorato Labano gli concesse una (seconda) opzione: il diritto di sposare Rachele in cambio di ulteriori sette anni di lavoro gratuito. Il primo derivato si concludeva dunque con il primo *default*: Giacobbe era costretto a pagare il doppio del prezzo convenuto per un prodotto ... che il tempo aveva inevitabilmente deprezzato ...

La storia antica offre altri esempi di contratti derivati. Talete di Mileto nel 580 a.c. – racconta Aristotele - fece fortuna (era infatti povero) stipulando in inverno (quando la domanda di utilizzo era ovviamente bassa) una opzione sull'utilizzo in autunno di alcuni frantoi (epoca della massima domanda, tantopiù perché quell'anno vi era stata una abbondante raccolta di olive)³.

Nel 1164 Genova vendeva ad un istituto finanziario (Monte) le entrate fiscali future di alcuni anni in cambio di un anticipo

² D.M. CHANCE, *A Chronology of derivatives*, in 2 *Derivatives Quarterly*, 1995, 53 – 60; W. F. SHARPE, *Investments*, New Jersey, 1985; E. J. SWAN, *Building the Global Market: a 4000 Year History of Derivatives*, Londra, 2000.

³ Così la gustosa ricostruzione dell'episodio da parte di G.B. Portale, in occasione della presentazione del libro di E. Girino, <<Aristotele stanco del fatto che prendessero in giro i filosofi considerati inutili, ha raccontato un espediente, diciamo così, di Talete di Mileto, il quale, però, aveva una grande conoscenza dell'astronomia, e in base alla astrologia, forse più che astronomia, dalla lettura e dall'osservazione degli astri, prevede che ci sarebbe stata un'estate di grande produzione di olive. Talete, pur essendo povero, in quel momento disponeva di denaro e prese in affitto tutti i frantoi per produrre l'olio. Lo prendevano per matto. Dopodiché, effettivamente, ci fu questa grande produzione di olive e lui ha rivenduto, o meglio, avendo preso i frantoi in affitto, ha ceduto contro corrispettivo i contratti e guadagnato tanti soldi>> (online all'url www.ghidini-associati.it/2FQuale%2520futuro%2520per%2520i%2520derivati%2520finanziari%2520-%2520Trascrizione%2520Dibattito.pdf&ei=2H5MUNPNMMzVsgaoxICwBQ&usg=AFQjCNEVYr8bsGPVz71becQLa7C3cPQfrg&sig2=FgO5Jvk0yfTTQah7ft8Uyg&cad=rja).

immediato. Nasceva così il primo contratto su derivati stipulato da un Ente locale.

La diffusione dei contratti su derivati va però rintracciata in età moderna con l'ammissione alla negoziazione al Royal Exchange di Londra di contratti forward (cui seguiva la prima bolla speculativa relativa alla cosiddetta 'mania dei tulipani', 1637⁴) mentre al mercato del riso di Osaka (Yodoya) intorno al 1650 venivano negoziati i primi 'futures'.

Il susseguirsi di scandali legati alla contrattazione in derivati – tra cui la bolla speculativa della South Sea Company del 1720⁵ - spingeva il legislatore inglese ad inibirne la negoziazione dal 1773 al 1860 (Barnard's Act). Divieti di tale genere sono del resto frequenti sino ad oggi, si pensi ad esempio al divieto di contrarre operazioni su derivati previsto per gli Enti locali italiani previsto dall'art. 62 del dlgs 25 giugno 2008, n. 112 e poi confermato dall'art. 1, co. 572, della l. 24 dicembre 2013, n. 147 . Su cui tornerò.

Nel 1821 veniva costituito il Liverpool Cotton Exchange, per i *futures* sul cotone, mentre nel 1848 veniva costituita la Chicago Board of Trade⁶, in cui erano negoziati contratti derivati (*futures*) sul grano, inizialmente con finalità di *hedging* e poi (anche) speculativa. I predetti contratti furono standardizzati nel 1865 e nel 1925 veniva creata la prima stanza di compensazione delle operazioni sui predetti strumenti. Nascevano quindi i moderni contratti derivati negoziati su mercati regolamentati. Che il legislatore tentava sin dal 1922 di

⁴ Di cui parla C. MACKAY, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (1841), in argomento v. M. DASH, *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower & the Extraordinary Passions It Aroused*, Londra, 1999; A. PAVORD, *The Tulip*, New York, 1999. Nel XVII secolo la domanda dei tulipani era cresciuta talmente tanto che talune varietà pregiate raggiungevano il prezzo di 6000 fiorino per singolo bulbo (il bulbo in questione era il *Semper Augustus*). Nel 1637 i commercianti – di fronte ad una domanda oramai satura – iniziarono a vendere determinando lo scoppio della bolla (e le perdite di chi aveva comprato derivati ad un prezzo – oramai – dieci volte superiore a quello del mercato). Al riguardo riveste interesse constatare che nel susseguente contenzioso per l'esecuzione dei contratti i giudici olandesi ritennero applicabile l'eccezione del gioco, e quindi l'inesigibilità coattiva delle obbligazioni contrattuali).

⁵ Su cui C. OLDANI, *I derivati finanziari*, Milano, 2010, 57.

⁶ Da cui poi è nato il *Chicago Board Option Exchange* (1973) la maggiore borsa di opzioni del mondo cfr. C. OLDANI, *I derivati finanziari*, cit., 47 ss.

regolamentare (Grain Futures Act).

Il resto è storia recente. Nel 1972 sempre a Chicago veniva costituito il primo mercato dei futures su valute (International Monetary Fund) e successivamente il mercato dei derivati si ampliò a ricomprendere l'oro (1974). Il passo ai derivati su indici o strumenti finanziari fu quindi breve. I futures su tassi di interesse videro la luce nel 1975 (Government National Mortgage Association) e quelli su titoli sovrani (U.S. Treasury Bond Futures) nel 1981. Di qui in poi i derivati iniziarono ad avere a riferimento qualsiasi tipologia di 'sottostante'.

I derivati trascinavano negli anni '80 dai mercati regolamentati a quelli non regolamentati (over the counter, letteralmente 'sul bancone'). Gli strumenti divenivano sempre più complessi e, in considerazione dello spregiudicato utilizzo della leva finanziaria, rischiosi. Gli operatori iniziarono dunque a classificare i derivati in due macro categorie: i contratti 'esotici' per loro natura atipici e i contratti standardizzati denominati significativamente 'plain vanilla' dal nome del gusto di gelato più diffuso (e semplice nella sua realizzazione) che ci sia ... la vaniglia appunto⁷!

Alla diffusione dei derivati - oggi il valore stimato dei derivati finanziari è oltre 12 volte il PIL mondiale o per esprimere una cifra che farebbe impallidire persino Paperon de' Paperoni: oltre 600 trilioni di dollari - facevano seguito una serie di scandali finanziari. Tra cui i più noti sono quello Metallgesellschaft (1993), il fallimento della Contea Californiana di Orange County nel 1995⁸ (primo caso di *default* di un Ente locale), della banca Barings (1995), del Long Term Capital Management (1998) e della Enron (2001). La caratteristica comune delle predette crisi è di essere state generate non dai derivati <<in quanto tali, bensì da un loro utilizzo maldestro, se non fraudolento, oppure dallo sfruttare in maniera esasperata la leva che essi permettono>>⁹.

2. Nozione

⁷ M.P. DURBIN, *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, 2005.

⁸ Il cui tesoriere Robert Citron (sic!) aveva investito in derivati altamente speculativi 1,5 miliardi di dollari cfr. *Orange County Goes Bust*, Time Magazine, 19 dicembre, 1994.

⁹ C. OLDONI, cit., 69.

Non è facile dare una definizione di ‘derivato’. Possiamo innanzitutto dire che – come si è visto e nella sua forma moderna - si tratta di un istituto contrattuale sviluppatosi negli ordinamenti di *common law*, insomma un contratto come ha affermato autorevole dottrina ‘alieno’ <<dove il termine “alieni” ha come calco “alius”, e quindi “altro, straniero”, ma anche “alien”, e quindi “extraterrestre”>>¹⁰ - e che tale genesi si manifesta finanche nel nome che costituisce una traduzione dell’aggettivo inglese ‘Derivative’. Con tale termine la dottrina inglese identifica quegli strumenti finanziari basati su un altro strumento elementare, che ne influenza il valore¹¹. Nell’ordinamento italiano manca – nella normativa primaria - una definizione di tale tipologia di contratti, limitandosi il TUF a precisare che i contratti su derivati elencati all’art. 1, co., 2 lett. d), e), f) g), h) e j) sono ricompresi tra gli <<strumenti finanziari>> (*rectius* sono contratti dai quali ‘derivano’ – qui è il caso - strumenti finanziari). Qualche elemento in più è fornito dalla prassi e così la Banca d’Italia (art. 3, *Istruzioni di vigilanza per le banche*) li definisce <<i>contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore ‘deriva’ da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati, ad esempio, i *futures*, le *options*, gli *swaps*, i *forward rate agreements*>>. In termini non dissimili si esprimeva già vent’anni fa la dottrina italiana che ha approfondito il fenomeno, per cui i derivati possono definirsi <<come contratti il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una “attività finanziaria sottostante”, ovvero del valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso d’interesse, cambio)>>¹². Tra le due definizioni innanzi ricordate quella della Banca d’Italia appare più precisa. Infatti il termine ‘deriva’ potrebbe assumere un significato ambiguo nella qualificazione alla stregua del diritto interno di tale tipologia

¹⁰ G. DE NOVA, “*The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy*”: il contratto alieno, in *Jucidium.it*, 2011, all’url http://judicium.it/news/ins_15_05_07/De%20nova%20Nuovi%20Saggi.html; ID., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.

¹¹ R.W. KOLB, - J.A. OVERDAHL, *Financial derivatives*, Cambridge, 2002.

¹² G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenza*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, p. 27.

contrattuale. Infatti il contratto derivato non è un contratto collegato ad altro rapporto giuridico, bensì un contratto che ‘insiste’ su elementi di altri negozi¹³. Come si è correttamente osservato in dottrina oggetto del contratto non è mai il ‘sottostante’ ma il differenziale (*netting* se relativo ai pagamenti periodici, *payoff* per la liquidazione alla scadenza) tra il valore dell’entità di riferimento al momento della stipula e quello assunto dalla medesima entità al momento della data di esecuzione del contratto¹⁴. Da qui discende il riconoscimento dell’astrattezza del derivato <<quale componente essenziale e qualificante>>¹⁵. Anche ove il contratto preveda la possibilità, alla scadenza, di ottenere la consegna del sottostante (consegna fisica o *physical delivery*), ciò costituisce costantemente una facoltà alternativa di adempimento dell’obbligazione rispetto al pagamento del differenziale (*cash settlement*).

Più utile – anche al fine di distinguere tali contratti da contratti simili, quali, ad esempio, i contratti di riporto, pronti contro termine, i contratti differenziali etc. – appare la definizione di contratto (su) derivati fornita dallo standard contabile IAS 39 (emanato nel dicembre 1998 e applicabile a partire dal 1° gennaio 2001)¹⁶. Infatti tale definizione valorizza le caratteristiche tipologiche del derivato. Così

¹³ E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 8 ss; F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario*, in *Contr. Impresa*, 2009, 308 il quale osserva che <<il collegamento tra due contratti, che così si crea negli strumenti derivati con finalità di copertura, collegamento unilaterale alla luce della strumentalità della stipula del contratto relativo allo strumento derivato rispetto alla stipula del contratto relativo alla posizione sottostante, è di mero fatto e non di diritto, in quanto la mancanza di validità e/o efficacia del contratto relativo alla posizione sottostante ‘da coprire’ con lo strumento derivato non incide in alcun modo sulla validità ed efficacia dei contratti relativi allo strumento derivato, proprio per l’autonomia finanziaria che contraddistingue quest’ultimo>>.

¹⁴ Corte Cost., 18 febbraio 2010 n. 52 in *Banca borsa tit cred.*, 2011, 18 con nota di A. SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all’utilizzo degli strumenti derivati da parte di enti territoriali*; E. GIRINO, *Natura e funzioni della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 35 ss; ID., *I contratti derivati*, 16 ss. cui si rinvia per ulteriori riferimenti in dottrina e in giurisprudenza.

¹⁵ E. GIRINO, *I contratti derivati*, 21 ss.

¹⁶ Su cui A. IANNUCCI, *IAS 39: strumenti finanziari derivati*, in *Guida alla contabilità e bilancio*, n. 11 dell’11 giugno 2007, Milano, 58 ss.

lo IAS 39 definisce il derivato quel contratto o strumento finanziario che possieda, congiuntamente, le seguenti caratteristiche: <<(a) il suo valore cambia in relazione al cambiamento di un tasso di interesse, di un prezzo di uno strumento finanziario, di un prezzo di una merce, di un tasso di cambio in valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un merito di credito (rating) o indici di credito o altra variabile prestabilita (alcune volte denominata “sottostante”); (b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato; (c) è regolato a data futura, con regolamento differito rispetto alla data di negoziazione>>.

La prima caratteristica è coerente con la tradizionale nozione del derivato, contratto che assume a riferimento il valore di un bene (materiale o immateriale). La seconda caratteristica valorizza l’effetto ‘di leva’ contenuto dallo strumento che consente di ottenere ad un costo più contenuto lo stesso risultato conseguibile attraverso un contratto sul sottostante (ma anche amplifica opportunità di profitto e rischi di perdita). La terza ricorda che il derivato è *species* del *genus* dei contratti a termine ovvero ad esecuzione differita¹⁷.

La necessaria compresenza di tutte e tre le caratteristiche di cui innanzi evidenzia inoltre la natura geneticamente aleatoria del contratto. Il derivato – val la pena sin da ora di evidenziarlo, almeno quando collocato da intermediari finanziari – è normativamente sottratto alla esenzione dall’eccezione di gioco di cui all’art. 1933 c.c.¹⁸ (art. 23 TUF, ma già art. 23 l. 1/1991). Nel presupposto, evidentemente, che, a ragione del loro utilizzo nell’ambito dell’attività di impresa l’elemento aleatorio non costituisca <<l’unica ragione che abbia indotto>> i contraenti alla stipula¹⁹ Tale aspetto, vale a dire la

¹⁷ E. GIRINO, cit., 52.

¹⁸ In arg. V. F. CAPRIGLIONE, *I prodotti “derivati”: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, 359 ss.; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. Impresa*, 2009, 1133 ss.

¹⁹ G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in AA.VV., *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 39; G. GABRIELLI, cit., 1134, il quale ricorda – manifestando il proprio scetticismo al riguardo – che sarebbe la «logica della ‘razionalizzazione’ a consentire di distinguere fra speculazione e scommessa. Lo speculatore compie, bensì, una scommessa, ma su

razionalità dell'alea assunta dall'investitore, come vedremo *infra*, è assunto a condizione di validità del contratto da una recente giurisprudenza.

Il contratto su derivati permette ai contraenti di perseguire le seguenti finalità:

a.- di protezione (*hedging*). Vale a dire la possibilità attraverso il 'derivato' di proteggere il contraente da taluni, potenziali, rischi o comunque ridurre gli stessi;

b.- speculativa (*trading*), al fine di realizzare un lucro in assenza di posizioni sottostanti da coprire;

c.- arbitraggio (*arbitrage*). In questo caso l'operazione in derivati è combinata ad una o più operazioni sul sottostante al fine di lucrare sulle eventuali differenze di valorizzazione (disarmonie temporanee) sui diversi mercati.

Nel nostro paese il legislatore non limitata l'autonomia privata nell'utilizzo dei contratti (su) derivati per perseguire ognuna delle finalità di cui innanzi, se non nei limiti tracciati, in via generale, dall'art. 1322 cc.. Ove, invece, la controparte sia una Pubblica Amministrazione il legislatore ha avuto cura di precisare (l. 27 dicembre 2006, n. 296, DM 1° dicembre 2003, n. 389 attuativo dell'art. 41, co.1°, della l. 28 dicembre 2001, n. 448; art. 5, d.l. 25 maggio 1996, n. 287 e DM 5 luglio 1996, n. 420), prima di vietare del tutto tali operazioni agli enti locali, che le operazioni in derivati sono lecite solo ove assolvano una finalità di copertura dei rischi assunti dalle amministrazioni stesse nell'accesso al mercato del credito.

3. Tipologia dei contratti

I derivati possono essere classificati in differenti categorie a seconda:

a) Della loro negoziazione in mercati regolamentati o non regolamentati ("Over The Counter").

a.1) I primi sono contratti in cui tutte le condizioni contrattuali

base razionale o quanto meno 'razionalizzabile', sicché, se vince, e per aver avuto una 'migliore padronanza' dei dati disponibili, mentre lo scommettitore vero e proprio vince per pura fortuna. Il contributo utile dello speculatore sta, quindi, nell'immissione nel sistema di 'ricchezza informativa': il prezzo di mercato dei rischi è la risultante di una serie di contributi di 'ricchezza informativa'».

sono standardizzate eppertanto sottratte all'autonomia contrattuale. Per contro la concentrazione delle operazioni nelle Borse e la presenza di stanze di compensazione (*clearing houses*) contribuiscono a favorire la formazione in via continuativa dei prezzi degli strumenti finanziari, la liquidità dei predetti strumenti e la riduzione del rischio dell'inadempimento delle parti alle obbligazioni assunte. Per tali ragioni i predetti contratti presentano minori criticità, dacchè i soli problemi che essi pongono <<sono i problemi della sua circolazione, segnatamente la protezione dell'investitore per conto del quale l'intermediario acquista strumenti finanziari derivati>>²⁰. Protezione al cui presidio sono posti innanzitutto le clausole generali di correttezza e buona fede, e poi gli obblighi comportamentali previsti dalla normativa di settore, primaria e secondaria, che di tali clausole generale costituiscono specificazione. Non sorprende dunque che il contenzioso relativo a tali strumenti sia più contenuto rispetto ai contratti negoziati su mercati non regolamentati.

a.2.) I contratti OTC sono, invece, liberamente negoziati tra le parti. Lo stesso regolatore ammette che <<il mercato dei derivati OTC è caratterizzato da peculiarità che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari. Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti. L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*)>>²¹. Inoltre tali contratti integrano – quasi sempre – non solo delle operazioni in contropartita diretta da parte

²⁰ D. MAFFEIS, *Contratti derivati, Banca borsa tit. cred.*, 2011, 604 ss.

²¹ Audizione del DG della Consob Massimo Tezzon, Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati, VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, 30 ottobre 2007.

dell'intermediario (il che potrebbe comportare la sussistenza di un immanente conflitto di interessi del medesimo) ma anche (è il caso degli IRS e dei cosiddetti derivati impliciti) lo strumento finanziario trova la propria genesi nello stesso regolamento contrattuale stipulato tra intermediario e cliente.

b) In base all'entità di riferimento si suole distinguere tra *commodities* e *financial derivatives*. I *commodities derivatives* sono contratti su derivati la cui *reference entity* è costituita da merci quali il petrolio, l'oro, il grano, etc. Mentre i *financial derivatives* sono contratti in cui il sottostante è rappresentato da attività finanziarie, quali azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati etc. La classificazione ha scarso rilievo pratico. Innanzitutto perché oggi l'entità di riferimento può essere costituita da elementi non catalogabili né come merci né come attività finanziarie. Si pensi ai *wheather derivatives* in cui la *reference* è costituita dalle condizioni atmosferiche ovvero ai derivati su 'quote di emissione'. Ma lo stesso vale anche per i cosiddetti CDS o Credit Default Swap in cui il sottostante è rappresentato dal *rischio di credito* che il contratto derivato consente di 'mercificare' (*credit risk securitization* o *commoditization*²²), eppertanto a rigor di logica dovrebbero essere considerati *commodities derivatives*. Per quanto riguarda l'ordinamento italiano i derivati su merci sono sottratti al regime vincolistico del TUF – vale a dire non sono considerati strumenti finanziari - ove prevedano <<la possibilità di esecuzione per *delivery* (in via esclusiva o quale libera alternativa bilateralmente accordata alle parti)>> ed abbiano <<una funzione commerciale>>²³. Secondo parte della dottrina tale esclusione troverebbe causa nel <<principio per il quale la prevalenza della finalità acquisitiva del fondamentale (...) depriva lo strumento di ogni velleità derivativa>>²⁴.

c) In base alla complessità dello strumento si suole distinguere tra i già citati derivati *plain vanilla* vale a dire quei contratti (*future, option, swap*) che hanno una struttura elementare e in genere standardizzata, più comprensibile e senza punti di discontinuità nella

²² E. BARCELLONA, *Nota sui derivati creditizi. Market failure o regulation failure*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 652 ss. a p. 660; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Il credit default swap*, in *Dir.comm. int.*, 1997, 103 ss.

²³ E. GIRINO, cit., 165.

²⁴ E. GIRINO, cit., 168.

definizione del c.d. “*payoff*”²⁵, e quelli cosiddetti *esotici* (*exotic*) che sono il prodotto dell’ingegnerizzazione finanziaria di diverse tipologie di derivati e che nell’ultimo decennio hanno avuto un enorme sviluppo anche in termini di complessità. Per loro natura i derivati *esotici* sono atipici.

d) In base all’oggetto del contratto si possono distinguere i derivati ‘puri’ da quelli cosiddetti ‘embedded’ o impliciti in cui componenti derivative sono inserite in contratti tipici, e prevalentemente in contratti di finanziamento (mutui, *leasing* etc)²⁶. In qualche misura snaturandoli. Si tratta di una tipologia in grandissima diffusione e altamente pericolosa. In quanto l’opacità insita nello strumento derivativo è in qualche modo ulteriormente amplificata dall’essere, lo stesso, occultato in un contratto tipico, e quindi spesso sottoscritto dai clienti dell’intermediario senza particolari remore.

4. La regolamentazione

In occasione del recepimento della direttiva Mifid il nostro ordinamento si è dotato di un sistema regolamentare più stringente in materia di servizi di investimento aventi ad oggetto contratti su derivati²⁷. La nuova disciplina (Regolamento intermediari 16190/2007²⁸) ha dettagliato quanto già previsto dall’art. 21 TUF in materia di criteri generali cui deve ispirarsi la prestazioni di servizi e

²⁵ Il “*payoff*” ovvero la sintesi delle obbligazioni previste dalle parti (è traducibile in forma funzionale grafica).

²⁶ A.A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 21, 2016.

²⁷ Sull’evoluzione della normativa in materia v. F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell’effettività della condotta*, 2009, ilcaso.it; ID. *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; P. SERRAO D’AQUINO, *Obblighi informativi e responsabilità dell’intermediario. Parte I: i criteri generali di comportamento, operatore qualificato, profilatura della clientela secondo la Mifid. Obblighi informativi legati ai prodotti derivati*, *Giur. merito*, 2012, 1466 ss.

²⁸ Adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 19094 dell’8 gennaio 2015 e 19548 del 17 marzo 2016.

attività di investimento²⁹, ed ha distinto, in capo all'intermediario, obblighi tanto di informazione 'passiva' e informazione 'attiva'³⁰. Appartengono agli obblighi di informazione 'passiva' i due precetti di derivazione comunitaria *Know your customer rule* (conosci il tuo cliente, e vale a dire conoscere l'effettiva situazione -finanziaria del cliente, gli obiettivi di investimento) e *Know your merchandise rule* (conosci il tuo prodotto). Si tratta di attività preparatoria e preliminare allo svolgimento del servizio di investimento e funzionale all'adempimento dell'obbligo di verificare: nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione dei portafogli, l'adeguatezza (artt. 39 – 40 Reg. 16190/2007), cioè la verifica che <<la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio>>; ovvero, nello svolgimento dei servizi di collocamento e negoziazione, la appropriatezza dell'operazione in derivati (artt. 41- 42 Reg. 16190/2007)³¹, cioè la verifica << che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta>>.

²⁹ R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 375 ss.

³⁰ V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati e il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. Impresa*, 2010, 506; ID., *I rapporti tra banca e clientela: asimmetria e condotte abusive*, Padova, 2008; V. SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I contr.*, 2006, 1133 ss.

³¹ In arg. v. ex multis F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; V. SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, *ilcaso.it*, doc. 159/2009, p. 1 ss.

Il riferimento all'adeguatezza, dunque, presuppone «in sintesi che le informazioni debbano essere modellate dall'intermediario alla luce delle peculiarità del rapporto con il cliente, di guisa che, a seconda della controparte, l'operatore finanziario dovrà calibrare diversamente gli obblighi informativi soddisfacendo le specifiche esigenze informative proprie del singolo rapporto»³². L'adeguatezza esprime, dunque, una regola di solidarietà volta ad evitare il cosiddetto «suicidio economico» dell'investitore³³.

Diversamente il giudizio di 'appropriatezza' inerisce unicamente alla capacità del cliente di comprendere i rischi sottesi all'operazione, e non impedisce all'intermediario – previo avvertimento al cliente dell'inappropriatezza – di dar, comunque, corso all'operazione (art. 42 Reg. 16190/2007)³⁴. Inoltre l'intermediario può presumere che la clientela professionale «abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale» (art. 42, co. 2, Reg. 16190/2007).

L'obbligo di informazione 'attiva' o *disclosure* (art. 27 ss. Reg. 16190/2007) impone all'intermediario di fornire ai clienti – prima che questi siano vincolati contrattualmente (art. 34, Reg. 16190/2007), e tanto a quelli professionali, che al dettaglio³⁵ - informazioni corrette³⁶,

³² F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit., 20.

³³ F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit., 23.

³⁴ Inoltre la regola non trova applicazione per i cd. servizi di *execution only* quando «sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni: a) i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; b) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; c) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale 33 Regolamento intermediari Adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; d) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse» (art. 43. Reg. 16190/2007).

³⁵ Il successivo art. 28 del Reg. intermediari che prescrive un contenuto minimo delle informazioni si applica alla sola clientela al dettaglio, così come l'art. 29

chiare (vale a dire in forma non fuorviante³⁷, comprensibile e appropriata) affinché questi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Gli intermediari devono, poi, fornire informazioni adeguate (in base alla classificazione della clientela) sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari, ed in particolare illustrare: a) i rischi connessi, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti (art. 31 Reg. 16190/2007). Nonchè dovranno informare i clienti della sussistenza (indicandone natura e fonti) di conflitti di interesse (art. 21, co. 1-*bis*, lett. b) TUF e artt 24 Reg. congiunto Banca d'Italia - Consob³⁸ e art. 52 Reg. 16190/2007 sugli

(informazioni relative all'intermediario), art. 32 (costi ed oneri connessi alla prestazione dei servizi).

³⁶ Per informazione corretta si intende una informazione innanzitutto vera e completa v. Documento Consob, *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito Delle Consultazioni*, 30 ottobre 2007 «si ritiene che il requisito della completezza delle informazioni risulti implicito nei requisiti di correttezza e chiarezza delle medesime e sufficientemente declinato nel comma 2 dell'articolo in commento, ove si stabilisce che l'informativa richiesta debba porre la clientela in condizione di assumere decisioni di investimento consapevoli».

³⁷ Il 47° Considerando dir. 2006/73/Ce prevede espressamente che «<ai fini della direttiva 2004/39/CE e della presente direttiva, le informazioni devono essere considerate fuorvianti se hanno la tendenza a indurre in errore la persona o le persone alle quali sono indirizzate o dalle quali verranno probabilmente ricevute, indipendentemente dal fatto che la persona che le fornisca le consideri fuorvianti o voglia che esse lo siano».

³⁸ Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012 e del 19 gennaio 2015

inducements).

Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi. Infine l'intermediario deve informare il cliente sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti, tra l'altro: a) il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio (comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate) o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; b) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso. Sulla base di tali premesse non può che condividersi l'assunto secondo cui la trasparenza serve a garantire che l'investitore «sia nella condizione di agire in modo razionale»³⁹.

La clientela può, al fine della 'graduazione delle tutele'⁴⁰, essere classificata in 'qualificata', 'professionale' e al 'dettaglio' (art. 26 Reg. 16190/2007). Sono controparti qualificate le individuate dall'art. 6, co. 2 *quater*, lett. d), TUF⁴¹. Sono clienti professionali quelli che

³⁹ D. MAFFEIS, Op. ult. cit., 1102. *Contra* F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in www.giustiziacivile.com, 2016. Il che avrebbe implicati effetti deflattivi sul contenzioso, U. CHERUBINI, cit.

⁴⁰ Si è anticipato, infatti, che le informazioni fornite devono essere adeguate al livello di consapevolezza ed esperienza del cliente e in funzione del servizio reso. Il fondamento della cosiddetta 'graduazione' della tutela è da ricercarsi nell'efficienza dei mercati. Infatti la trasparenza può, ove sovrabbondante, pregiudicare la stessa efficienza dei mercati, imponendo alle parti oneri superflui.

⁴¹ Ai sensi di tale norma, dunque, sono controparti qualificate: «1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito

possiedono << l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume>> (all. 3 al Reg. 16190/2007)⁴². Vi appartengono di diritto gli intermediari abilitati, gli investitori istituzionali e le imprese di grandi dimensioni⁴³. I clienti professionali possono chiedere di essere considerati ai fini dei rapporti con l'intermediario *retail*. Viceversa la richiesta da parte del cliente di essere considerato cliente professionale è subordinata alla sussistenza di taluni presupposti oggettivi (che testimonino l'esperienza del cliente in operazioni in strumenti finanziari) e all'accertamento da parte dell'intermediario che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume⁴⁴. La

pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea». Per tali imprese la disapplicazione delle regole di condotta – relativamente alla prestazione di servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto del cliente e ricezione e trasmissione di ordini - è totale.

⁴² La procedura di classificazione prevede, all'iniziale apertura del rapporto, che i clienti persone fisiche siano classificati di default come "Clienti al dettaglio", mentre per i clienti persone giuridiche sono necessarie ulteriori verifiche che si concretizzano in domande specifiche al fine di verificare l'appartenenza alla categoria dei clienti al dettaglio o a quella dei professionali.

⁴³ Lo sono le imprese che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio 20.000.000 EUR; fatturato netto 40.000.000 EUR; fondi propri 2.000.000 EUR (all. 3 al Reg. 16190/2007).

⁴⁴ La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto 85 Regolamento intermediari - Allegati Adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare

categoria dei clienti al dettaglio (*retail*) è residuale.

Ai clienti al dettaglio si applica integralmente la normativa primaria e secondaria in materia di obblighi di trasparenza e di protezione. Mentre alla clientela professionale tale normativa trova solo parziale applicazione. In particolare non troverebbe totale applicazione la disciplina dell'adeguatezza/appropriatezza. Infatti ai sensi dell'art. 40 Reg. 16190/2007 gli intermediari possono presumere che la clientela professionale «abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze» per «comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio».

Mentre nel caso di prestazione di servizi che abbiano ad oggetto o includano strumenti finanziari, in presenza di una operazione non adeguata, sull'intermediario grava – si è detto - l'obbligo di non eseguire l'operazione (ove l'intermediario sia tenuto ad esprimere un giudizio di adeguatezza) ovvero di non eseguirla (nel caso in cui l'intermediario debba valutare la sola appropriatezza) se non dopo aver avvertito il cliente (al dettaglio) dei rischi specifici (ad esempio sussistenza di effetti di leva, conflitti di interesse) ed averne acquisito il consenso.

Secondo un recentissimo arresto della Cassazione, tuttavia, tale obbligo troverebbe applicazione con riferimento a tutti i servizi d'investimento⁴⁵ ove si verta di prodotti ad alto rischio, e ciò per

consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario può essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: — il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; — il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; — il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima (all. 3 al Reg. 16190/2007).

⁴⁵ Cass. 31 agosto 2016, n. 17440 in www.diritto.it; Conf. Cass. 13 maggio 2016, n. 9892. In dottrina si veda per conclusioni simili F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, doc. 159/2009. Questo orientamento è criticato come 'paternalistico' da R.

«porre sempre il cliente in condizione di valutare appieno la natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento». A tal fine la dichiarazione resa dal cliente su moduli predisposti dalla banca (ai fini del giudizio di 'appropriatezza') in merito alla consapevolezza del rischio non costituisce affatto «dichiarazione confessoria, in quanto è rivolta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità» e può comprovare l'assolvimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi solo ove «sia corredata da una, sia pure sintetica, indicazione delle caratteristiche del titolo, in relazione al profilo dell'investitore e alla sua propensione al rischio, tali da poterne sconsigliare l'acquisto»⁴⁶. Infatti, «la pluralità degli obblighi (...), facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di evidenziare l'inadeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario, consistente nel segnalare all'investitore, in relazione alla sua accertata propensione al rischio, la non adeguatezza delle operazioni di investimento che si accinge a compiere (cd. suitability rule); per il perseguimento di tale finalità, la segnalazione di inadeguatezza dell'operazione, che l'intermediario deve effettuare nei confronti dell'investitore(...), deve contenere specifiche indicazioni concernenti: 1) la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del suo emittente (...); 3) il rating nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali situazioni di grey market, ovverosia di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo; 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente default dell'emittente; è configurabile la responsabilità dell'intermediario

LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 388 i quali osservano che «l'approccio paternalistico a difesa dell'investitore trova, infatti, un limite nel dettato letterale della norma che si inserisce in un sistema di regole di condotta centrato sulla differenziazione dei sistemi di tutela, e una riduzione dei costi in capo al cliente, anche in funzione del tipo di servizio reso dall'intermediario».

⁴⁶ Cass. 13 maggio 2016, n. 9892 in dirittobancario.it con nota di F. GRAZIOTTO, *La banca deve valutare l'adeguatezza anche se il cliente insiste?*

finanziario che abbia dato corso ad un ordine, ancorché vincolante, ricevuto da un cliente non professionale, concernente un investimento particolarmente rischioso, dal momento che la professionalità del primo, su cui il secondo abbia ragionevolmente fatto affidamento in considerazione dello speciale rapporto contrattuale tra essi intercorrente, gli impone di valutare comunque l'adeguatezza di quell'operazione rispetto ai parametri di gestione concordati, con facoltà di recedere dall'incarico, per giusta causa (...) qualora non ravvisi tale adeguatezza»⁴⁷.

Tale sentenza attenua moltissimo l'effetto pratico della disciplina in materia di 'graduazione delle tutele'.

I principi di trasparenza, correttezza e diligenza enucleati nell'art. 21 TUF e disciplinati dal regolamento intermediari⁴⁸ sono, infatti, espressione dei «principi generali di protezione che trovano riconoscimento in ogni attività contrattuale. Sono oggetto di norme imperative che trovano il loro miglior presidio nella previsione proprio all'interno del contratto ancor prima della esecuzione»⁴⁹. Si è correttamente ricordato che «il diritto della finanza è diritto civile»⁵⁰. Pertanto l'obbligo di dare evidenza nel contratto «dell'alea iniziale», del costo e delle commissioni implicite – ove tali informazioni non siano facilmente acquisibili *aliunde* – prescinde dalla natura del

⁴⁷ Cass. 13 maggio 2016, n. 9892 in www.ilcaso.it; Cass. 26 giugno 2013 n. 18140, in *Dir. e giust. online*. In dottrina, anche per riferimenti a precedenti giurisprudenziali, F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, doc. 159/2009 p. 21.

⁴⁸ Art. 26 Reg. 11522/1998 e art. 27 Reg. Consob 16190/2007.

⁴⁹ Lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, in dirittobancario.it con nota di B. MARCHETTI, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*. In dottrina A. A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in dirittobancario.it, 2016 che rimarca come «la normativa di protezione del cliente di cui al TUF non può certamente essere considerata quale disciplina speciale e “costitutiva” per spazi altrimenti lasciati alla libera lotta dell'autonomia, ponendosi per contro come semplice momento specificativo – nonché concretizzato – di contenuti per l'appunto già racchiusi all'interno del detto canone fondamentale di buona fede».

⁵⁰ D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096.

cliente, e non sconta quindi la graduazione delle tutele⁵¹.

La normativa Mifid II⁵², il cui esame compiuto non è possibile in questa sede, amplifica gli obblighi di protezione e di trasparenza degli intermediari. In particolare impone agli intermediari di «agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi» dei clienti (art. 24, par. 1), fornendo ai medesimi informazioni «corrette, chiare e non fuorvianti» (art. 24, par. 3). L'adempimento di tale obbligo da un lato presuppone la garanzia (e la prova) della conoscenza e competenza da parte dei dipendenti dell'intermediario, che hanno rapporti con gli investitori, dei prodotti negoziati (art. 25) e, a valle, mira a permettere ai medesimi clienti di comprendere «ragionevolmente (...) la natura del servizio di investimento e il tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza» così da poter prendere «le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa» (art. 24, par 5).

In merito ai servizi di investimento in derivati (ed in genere di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi) la Consob con la Comunicazione n. 9019104/2009⁵³ ha ricordato agli intermediari che <<l'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. Complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un deficit informativo in capo alla clientela degli intermediari, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione ed alla natura del cliente medesimo. Le circostanze richiamate sono amplificate nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari per i quali non sono disponibili, anche per intrinseche connotazioni di diritto o di fatto, mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti ed oggettivi parametri di

⁵¹ In questo senso v. anche la recentissima Trib. Milano, 13 settembre 2016, n. 10049, in www.dirittobancario.it.

⁵² Dir. 2014/65/UE. Sugli obblighi imposti dalla MIFID II v. G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, *Resp. civ. e prev.*, 2016, 991 ss; A. PERRONE *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, Banca borsa. tit. cred.*, 2015, 31 ss.

⁵³ In arg. v. R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet, 2012, 415 ss.

riferimento. La clientela c.d. “al dettaglio” (ossia quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria) si trova così a dover riporre massimo affidamento nell’assistenza dell’intermediario, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione ed alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell’operazione (credence goods). La situazione è sovente resa ancor più critica dalla coincidenza del ruolo di intermediario con quello di emittente>>.

Inoltre <<l’attuale situazione di tensione finanziaria è suscettibile di incentivare ulteriormente l’offerta da parte di banche di prodotti di raccolta di propria emissione a clientela al dettaglio (c.d. retail), in quanto le fonti alternative di finanziamento sono diventate alquanto vischiose. Infatti, le criticità che stanno caratterizzando il mercato dei fondi interbancari a livello internazionale possono ingenerare uno stimolo all’offerta di prodotti di raccolta diretta negli intermediari, soprattutto bancari, al fine di stabilizzare il funding e contenerne il costo. Occorre tuttavia che le esigenze di liquidità e di patrimonializzazione siano ricercate in un contesto di perdurante rispetto degli interessi dei clienti/prenditori, a salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario>>.

Tale asserzione può essere compresa solo rammentando che i vincoli di adeguatezza patrimoniale delle banche posti da Basilea II⁵⁴, che fissano il livello minimo dei fondi propri delle banche in rapporto al complesso delle attività ponderate in base al loro rischio creditizio (coefficiente di solvibilità) all’8%, possono essere attenuati acquistando CDS emessi da intermediari che godono di *rating* favorevole, consentendo così alla banca <<di sostituire il rischio di credito (...) con il rischio della controparte che emette il derivato>>⁵⁵. L’acquisto <<della *protection* consente alla banca – per dirla in termini tecnici – di “liberare” capitale regolamentare>>⁵⁶. Tale

⁵⁴ Il Comitato di Basilea ha rilasciato il documento definitivo, cd. Basilea II, nel giugno 2004. L’accordo è stato recepito con le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE a loro volta recepite nell’ordinamento italiano dal DL 267 del 27 dicembre 2006.

⁵⁵ E. BARCELLONA, cit., 685.

⁵⁶ E. BARCELLONA, cit., 677.

disciplina costituisce un forte incentivo per gli intermediari che vendono protezione (*protection seller*) ad acquistare (a basso costo, o del tutto gratuitamente, e comunque sovente nemmeno espressamente) protezione (ri)collocando il rischio assunto presso imprese e enti locali.

Ciò premesso la Consob invitava gli intermediari in sede di distribuzione di titoli illiquidi ad adottare opportune misure di trasparenza, *pricing*, e verifica dell'adeguatezza/appropriatezza⁵⁷.

Tra le misure raccomandate di trasparenza rientrano la piena disclosure al cliente dei costi (espliciti e impliciti) e del *fair value* del derivato⁵⁸, delle possibilità e dei costi di smobilizzo, delle alternative (sotto il profilo rischio-rendimento) rappresentate da prodotti 'semplici, noti, liquidi ed a basso rischio' di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata pubblicità. Di particolare interesse è la raccomandazione all'intermediario di fornire, sempre ai fini della trasparenza, <<le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)>>.

Successivamente con la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi, e che quindi incorporano potenziali alti rischi occulti, ai clienti *retail* la Consob ha ribadito che «l'intermediario è sempre tenuto ad effettuare una adeguata due diligence su tutti i prodotti complessi che intende inserire nella gamma d'offerta. Quando a seguito di tale verifica l'intermediario accerti che in concreto il prodotto - sia esso incluso o meno nell'elenco allegato alla presente Comunicazione – non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti o che, rispetto ad esso, manchino le informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i rischi, eviterà di prestare consigli su quel prodotto o di venderlo, in conformità a quanto previsto dal citato paragrafo n. 14 dell'Opinion dell'ESMA "MiFID practices for firms selling complex product"».

⁵⁷ Insomma per questo tipo di prodotti il giudizio di adeguatezza è presupposto 'intrinseco' ed 'imprescindibile', v. Comunicazione Consob n. 9019104/2009.

⁵⁸ Previa scomposizione (unbundling) dello strumento finanziario.

5. Obblighi di trasparenza, causa ed oggetto

La posizione della giurisprudenza. Il dato empirico dimostra che – non sorprendentemente – il contenzioso in materia di derivati nel nostro Paese riguarda, principalmente, il collocamento da parte degli intermediari finanziari (residuale è infatti l'ipotesi di contratti conclusi senza l'intervento di un intermediario⁵⁹) di derivati, *plain vanilla* o *esotici*, Over The Counter e presso risparmiatori⁶⁰, imprese e enti pubblici. La causa ultima di tale contenzioso risiede nella genetica 'asimmetria informativa e cognitiva' tra gli intermediari e le loro controparti e lo sfruttamento doloso della stessa da parte di 'chi sa', gli intermediari, a danno di chi 'non sa', i risparmiatori, le imprese (non finanziarie), gli enti pubblici⁶¹. Mai come nel caso dei derivati

⁵⁹ D. MAFFEIS, cit., 607 e sub. nt. 20 G. GABRIELI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse*, in *Contr. e impr.*, 2009, 1133 ss., a p. 1135 secondo cui l'ipotesi pone il problema della riserva di attività in favore dell'intermediario (sussistente solo per le offerte rivolte al pubblico) e dell'operatività della esenzione dall'eccezione di gioco (prevista solo quando la controparte sia un investitore).

⁶⁰ Anche se per i risparmiatori l'esposizione al mercato dei derivati è principalmente 'indiretta' e conseguente all'acquisto di prodotti strutturati, emessi da intermediari, che incorporano strumenti derivati cfr. Audizione del DG della Consob, cit., 1

⁶¹ Si è già anticipato che il legislatore italiano ha da tempo limitato l'operatività degli enti locali in contratti (su) derivati al perseguimento di mere finalità di copertura dai rischi di sottostanti operazioni di finanziamento.

Tale limitazione non ha però impedito il perpetrarsi di veri e propri abusi ai danni degli enti da parte degli intermediari, spesso volte stranieri.

I contratti stipulati dagli enti locali presentano, in linea di principio, le medesime criticità dei contratti stipulati con i privati. Con l'aggiunta di alcune peculiarità.

La prima è data dal rispetto da parte dell'ente delle norme imperative che impongono lo svolgimento di procedure concorrenziali e trasparenti per la selezione dei contraenti, la cui violazione può legittimare l'esperimento di rimedi tipici del diritto amministrativo quali la revoca ovvero l'annullamento in autotutela della procedura; con conseguenze dirette – secondo un recente orientamento giurisprudenziale – sulla validità del contratto *inter partes* (Tar Toscana, 11 novembre 2010, in *ilcaso.it*).

La seconda è data dal contrasto tra il draconiano contenimento – nella norma generale – dell'operatività nei limiti dell'*hedging* e la normativa speciale e la prassi che legittimavano operazioni di assunzione di rischi ulteriori.

Mi riferisco al contratto di *Amortising Interest Rate Swap* con *Sinking Fund* contratto su derivati assai complesso in cui l'Ente:

OTC si rivela vero il teorema di Stiglitz secondo cui la conoscenza è potere⁶². Avverte la stessa autorità di vigilanza che <<una

a.- accantona quote capitali per coprire il rischio di rimborso a scadenza per i propri obbligazionisti (c.d. “swap per l’ammortamento del debito”); tali quote confluiscono in un fondo (il “sinking fund”) che investe in un paniere di titoli eleggibili;

b.- si copre dal rischio di variazione dei flussi derivanti dalla variazione dei tassi di interesse con un “interest rate swap” (più o meno complesso in funzione della presenza di componenti opzionali).

Con questo contratto l’Ente si assume il rischio dell’insolvenza tanto dell’intermediario – che si obbliga a pagare a scadenza (bullet) gli obbligazionisti – quanto dei soggetti che hanno emesso i titoli eleggibili, ossia gli strumenti finanziari in cui lo stesso intermediario, incorrendo in un conflitto di interessi genetico e cronico, investe le somme accumulate nel *sinking fund* in vigenza del contratto e destinate al rimborso degli obbligazionisti.

Il *pricing* di questo contratto – come sembra stia emergendo in giudizi pendenti – non tiene affatto conto (o tiene poco conto) dell’(indebito) arricchimento dell’intermediario: sia per quanto riguarda l’utilizzo dei mezzi finanziari accumulati; sia per quanto riguarda la protezione occultamente acquisita dall’ente locale.

Il contratto infatti stipulato con l’Ente locale italiano si inserisce in una ragnatela contrattuale, sottaciuta a quest’ultimo, che vede l’intermediario esposto al rischio di insolvenza degli enti emittenti gli strumenti finanziari immessi nel *sinking fund*.

Gli intermediari che hanno collocato questi contratti sul mercato italiano, infatti, annoverano alcune tra le maggiori banche ed imprese finanziarie mondiali. Insomma quegli stessi intermediari che a livello globale hanno venduto ad altri intermediari *Credit Default Swaps* al fine di consentire a questi di rispettare, a basso costo e attraverso un artificio consentito dalla normativa, i parametri di patrimonializzazione posti da Basilea II. Vendendo protezione, per poi riproteggersi a propria volta - a bassissimo costo, e occultamente – presso la propria clientela.

Non a caso l’autorità di vigilanza ha via via limitato le condizioni di legittimità del contratto (ponendo limiti qualitativi sia per l’intermediario, sia per gli emittenti eleggibili ai fini del *sinking fund*), ed infine questo tipo di contratto è stato vietato del tutto. Ancora prima che il legislatore imponesse – in attesa di un regolamento di cui ancor oggi non si vede traccia nonostante quattro anni di attesa – uno specifico divieto agli enti locali di stipulare contratti su derivati (art. 62 d.l. 25 giugno 2008, n. 112 e poi art. 1, co. 572, l. 24 dicembre 2013, n. 147).

Normalmente in questi contratti la banca agisce anche come *advisor* dell’Ente pubblico. Da ciò una recentissima giurisprudenza della Corte dei Conti ha rinvenuto gli estremi di un contratto di servizio, eppertanto la sussistenza della giurisdizione erariale nei confronti della banca per il risarcimento del danno subito dall’Ente locale a ragione della sottoscrizione dei contratti su strumenti derivati (Corte dei Conti, prima sez. centr., 609/2015/A).

⁶² B. GREENWALD B. e J. E. STIGLITZ (1990), *Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behaviour*, in *American*

partecipazione ‘consapevole’ al mercato dei derivati OTC richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi>>⁶³, infatti <<i prodotti derivati sono strumenti complessi destinati ad investitori professionali, o quantomeno evoluti, che sappiano sfruttare le numerose opportunità che offrono e, nel contempo, siano in grado di valutare e gestire i relativi rischi, che sono notevoli>>⁶⁴. Date queste premesse, dello stesso regolatore, non appare eccentrica la posizione di chi ritiene che il collocamento di derivati costituisca una ‘attività pericolosa’, con la conseguente inversione dell’*onus probandi* ai fini dell’accertamento della responsabilità dell’intermediario⁶⁵. O di chi, autorevolmente, de *jure condendo* propone di vietare il collocamento di tali strumenti presso la massa dei risparmiatori⁶⁶ o, quanto meno, di assicurare che tale collocamento avvenga in cui contesto in cui l’asimmetria informativa tra intermediario e cliente è stata rimossa (o almeno minimizzata) grazie ad opportuni presidi informativi anche basati sui metodi probabilistici⁶⁷.

5.1. Segue. *La causa concreta*

Ampia parte della giurisprudenza – tramontato il filone

Economic Review, 80, maggio, pp. 160-165; ID. (2000), *The contribution of the economics of information to twentieth century economics*, in *Quarterly Journal of Economics*, novembre, pp. 1441-1478; J. E. STIGLITZ, *Mercato informazione regolamentazione*, Bologna, 1994. Notano correttamente R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet, 2012, p. 415 che <<il problema dell’asimmetria informative (...) si accentua in relazione soprattutto al mercato c.d. OTC (*over the counter*) in cui i conflitti di interesse tra intermediario e cliente sono enfatizzati dall’assenza di standardizzazione dei prodotti negoziati e dalla complessità del sistema di calcolo dei diritti incorporati negli strumenti unitamente alla circostanza che, di sovente, l’intermediario assume anche il ruolo di emittente dello strumento derivato>>.

⁶³ Audizione del DG della Consob, cit., 4.

⁶⁴ CONSOB, *I principali prodotti derivati. Elementi informativi di base*, 2008, in Consob.it.

⁶⁵ D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 647; ID. *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss. a p. 796.

⁶⁶ G. ROSSI, *Il mercato d’azzardo*, Milano, 2008.

⁶⁷ E. GIRINO, cit., 418 e seguenti.

giurisprudenziale che ancorava la nullità del contratto alla violazionazione da parte dell'intermediario delle norme, imperative, che ne disciplinano gli obblighi di comportamento (nullità virtuale)⁶⁸ - giunge tutt'oggi a dichiarare la nullità del contratto sulla base della mancanza di 'causa concreta', <<che risponde al modo in cui oramai la giurisprudenza di legittimità concepisce i requisito causale>> e che costituisce <<lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto ipotizzato>>⁶⁹.

La tesi è accattivante⁷⁰. Tuttavia presuppone la previa individuazione della funzione economico-sociale, vale a dire della 'causa in astratto', dello schema negoziale. Infatti, come si è anticipato, i contratti su derivati possono svolgere numerose funzioni, che non si esauriscono – nemmeno per il contratto di *swap* – in quella di copertura⁷¹. Se non per quanto riguarda i contratti di *swap* stipulati

⁶⁸ v. *ex multis* Trib.Brindisi 22 luglio 2005, in *ilcaso.it*. Tale filone giurisprudenziale si è arrestato a seguito delle due note sentenze delle Sezioni Unite della Cassazione 29 settembre 2005, n. 19024 19 dicembre 2007, n. 26724 che hanno precisato che dalla violazioni di obblighi comportamentali da parte dell'intermediario non consegue la nullità del contratto dacchè ai sensi dell'art. 1418, comma 1°, c.c., la nullità può derivare soltanto dalla violazionedi regole che attengano al contenuto del contratto

⁶⁹ Trib. Bari, 5 gennaio 2012, con nota di M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 27, 2013; Trib. Bari (ord.), 15 luglio 2010 in *derivati.info*; Trib. Monza, 17 luglio 2012, con nota di D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 3, 2013; App. Trento 3 maggio 2013, in *dirittobancario.it*; App. Torino 22 aprile 2016, in *derivati.info* con nota di G. ANGIULI, *La Corte d'Appello di Torino conferma la centralità della nozione di "causa concreta" nel contratto swap*. Sulla 'causa in concreto' v. *ex multis* Cass. 8 maggio 2006, n. 10490, in *I contratti*, 2007, 621 ss; Cass. 24 luglio 2007 n. 16315, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2008, 542 ss. con nota di Nardi, *Contratto di viaggio 'tutto compreso' e irrealizzabilità della sua funzione concreta*, Galgano, *Il contratto*, Padova, 2007, 143 ss.

⁷⁰ Sul punto in dottrina si vedano F. SARTORI, *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 501 ss; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 68.

⁷¹ Presumibilmente a determinare il giudicante nel senso innanzi riportato – vale a dire che la causa dello swap sia necessariamente di copertura – ha concorso anche

dalle pubbliche amministrazioni, ove per espressa previsione legislativa la sola funzione lecitamente assolvibile è quella di *hedging*. Circostanza peraltro riconosciuta da parte della giurisprudenza che non ha ravvisato nell'asimmetricità dell'alea una causa di invalidità del contratto di *swap*⁷²⁷³. A parte ciò non appare condivisibile far

il Regolamento Consob n. 11522/1998, il cui allegato 3, par. 4, parte B, intitolato "Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati Gli swaps" dichiara che <<alla stipula del contratto, il valore di uno swap è sempre nullo". Vale a dire 'par'. Inoltre come si è correttamente osservato <<superate, anche in giurisprudenza, le teorie che valorizzavano la distinzione tra operazioni di "copertura" e operazioni "speculative" al fine di individuare la causa meritevole di tutela soltanto nell'esigenza di copertura dalla variazione del sottostante, la causa e la sua meritevolezza risultano svincolate dal richiamo alle finalità soggettive>>, R. LENER – PAOLA LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico o normativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 397. In argomento v. R. TAROLLI, *I derivati O.T.C. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in F. CORTESE – F. SARTORI, *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 111, R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, F. CORTESE – F. SARTORI, CIT., 44 SS; D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 3, 2013.

⁷² Alle stesse conclusioni del resto si giungerebbe aderendo alla tesi secondo cui il contratto di *swap* sarebbe un contratto commutativo e non aleatorio che <<esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere e ha una positiva funzione sociale>>, così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 80.

⁷³ Sono allora solo parzialmente condivisibili le osservazioni di un recente arresto secondo cui, sviluppando le intuizioni espresse dalla sentenza poc'anzi richiamata, la rinegoziazione degli *swap* <<costituisce di per sé una deviazione dalla normale operatività in derivati che un ente pubblico può compiere in ossequio alle esigenze di copertura del debito, poiché ciò che spinge detto ente a rinegoziare il derivato è la necessità di porre un freno alle perdite eccessive e non più controllabili determinate dall'accumulo di differenziali negativi, di tal che il contratto derivato rinegoziato appare sempre più debolmente legato alla sua causa originaria (copertura di un rischio di natura sostanziale) e pericolosamente vicino a finalità più strettamente speculative, tali da privare il contratto di *swap* della sua causa concreta ed incompatibili con la natura e gli obiettivi dell'ente pubblico siccome riconducibili alla normativa che autorizza gli enti locali a sottoscrivere investimenti in derivati solo a fini conservativi (art. 3 D.M. 389/2003 e art. 41 l. 448/2001)>> (Trib Orvieto (ord.), 12 aprile 2012, ma già in questo senso sostanzialmente Trib. Milano, 14 aprile 2011 sulla però non condivisibile opinione che un Mark to Market negativo

coincidere la causa del contratto su derivati con una delle possibili funzioni cui lo stesso può assolvere. Infatti la causa del contratto è la creazione (e, pertanto, l'assunzione) di un rischio (alea)⁷⁴.

Autorevole dottrina contesta, dunque e con convincenti motivazioni, la stessa figura della causa in concreto ritenendola «nozione si spuria e tutt'altro che sofisticata ma più acconcia a valutare (...) «il merito dell'accordo»: non la funzione economico-sociale di bettiana memoria e neanche la causa come sintesi oggettiva degli effetti giuridici essenziali, piuttosto un *quid* subiettivo e strettamente relativo perché causa di *quel* determinato patto nel quale, a mo' di un'entità contingente e non personale, «si esaurisce e [si] consuma»⁷⁵, insomma un inutile «artificio giurisprudenziale»⁷⁶.

A ciò si aggiunga che – come accertato anche dalla Corte dei Conti⁷⁷ – i contratti su derivati di maggior valore sono stati stipulati

alla data della stipulazione del contratto conferirebbe al medesimo una funzione speculativa. In dottrina G. Astegiano, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *aziendaitalia.it*, 2008, 5). In realtà nel caso riportato il contratto è nullo perché la causa, intesa come funzione economico-sociale, del contratto sottoscritto è illecita. Non essendo consentito dall'ordinamento agli Enti locali sottoscrivere contratti su derivati aventi finalità speculative (in questo senso v. anche 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, 983).

⁷⁴ In questo senso sostanzialmente D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*.

⁷⁵ S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?* in *Eur. e dir. priv.*, 2015, p. 3834.

⁷⁶ S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, cit., p. 408 Critico anche 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, 957 ss.

⁷⁷ Corte dei Conti, Sezioni riunite in sede di controllo, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, 18 febbraio 2009 la quale accertava l'ampio utilizzo degli schemi negoziali <<ISDA Master Agreement, elaborato da una delle maggiori associazioni di operatori finanziari a livello mondiale, e cioè l'ISDA-International Swaps and Derivatives Association, Inc., costituita nel 1985 e che, ad oggi, rappresenta più di 800 membri, che operano in più di 50 Paesi del mondo (tra quali vi sono la maggior parte delle principali istituzioni finanziarie private operanti in derivati)>> e l'<<European Master Agreement-EMA, predisposto dalla Federazione Bancaria Europea – FBE nel gennaio 2001>>. Sul

dagli Enti Pubblici e dalle imprese italiane con intermediari stranieri e contrattualmente assoggettati al diritto straniero (generalmente inglese) e alla giurisdizione straniera (generalmente inglese o statunitense⁷⁸). Ordinamenti che non contemplano la ‘causa’ quale requisito del contratto⁷⁹, e anzi ne prescindono del tutto; più in generale, il rispetto delle manifestazioni di autonomia privata - in applicazione dei brocardi *caveat emptor* e *pacta sunt servanda*⁸⁰ - preclude ai giudici un sindacato sui contenuti del contratto paragonabile a quello usualmente praticato nell’ambito degli ordinamenti di *civil law*. Inoltre l’intermediario non ha – in assenza di un formale e retribuito (*consideration*) contratto di consulenza - alcun obbligo di protezione (*duty of care*) verso il cliente (con il solo limite del *dolus malus*).

Non a caso le azioni avviate da alcuni enti locali italiani nel Regno Unito (o viceversa avviate da banche internazionali contro enti italiani), non risulta abbiano prodotto fin qui risultati utili, esponendo d’altra

contratto ISDA v. P. DE BIASI, *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, 644 ss.

⁷⁸ Cass. (ord.) 27 febbraio 2012, n. 2926 in www.diritto24.ilsole24ore.com la quale ha affermato la giurisdizione italiana in relazione però all’azione aquiliana promossa dall’Ente Pubblico. Sul punto anche Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit., che ha affermato la giurisdizione italiana «con riguardo alle domande sia contrattuali, sia extracontrattuali (...) in quanto la controversia oggetto di causa è priva di qualsiasi elemento di internazionalità». Infatti nel caso deciso dal tribunale amvrosiano «le parti convenute sono di nazionalità italiana e domiciliate in Italia, in Italia si sono svolte le trattative negoziali e si è concluso il contratto, in Italia dev’essere adempiuto il rapporto contrattuale dedotto in giudizio e si sono verificate le conseguenze dannose lamentate dall’attrice».

⁷⁹ Non a caso, nel *leading case* in materia (sentenza Hammersmith) il limite all’operatività degli enti locali inglesi in strumenti finanziari derivati è stato ravvisato sul piano della capacità dell’amministrazione pubblica (c.d. *ultra vires doctrine*) e non sul piano dell’atto in sé (*Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, (1991) [1992] 2 AC 1, House of Lords). In una controversia decisa dal Tribunale di Milano, in cui le parti avevano assoggettato il contratto alla legge inglese, il giudicante ha respinto la domanda volta ad accertare la nullità del contratto per difetto della causa concreta trattandosi di istituto previsto da norme codicistiche di diritto interno (Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit.).

⁸⁰ Per una analisi della giurisprudenza inglese in materia si rinvia a D. MAFFEIS, *Le stagioni dell’orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 280 ss.

parte a costi proibitivi⁸¹. Tuttavia ove si ritenesse che la disciplina italiana in materia ponga un limite alla stessa capacità degli Enti locali di stipulare contratti su derivati, tale limitazione potrebbe, in base alla normativa interna e convenzionale di diritto internazionale privato, essere legittimamente opposta all'intermediario straniero.

5.2. *Il Mark to Market*

Non è facile definire cosa sia il valore di 'mark to market' di un derivato. Sul piano tecnico si può affermare che il mark-to-market (MtM) è il valore del contratto ad una certa data, ed è pari al valore attuale del differenziale che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura.

I modelli contrattuali generalmente prevedono l'obbligo per l'intermediario di comunicare, con periodicità, il predetto valore al cliente. Il valore viene unilateralmente determinato dall'intermediario, applicando sofisticati modelli statistico-matematici utilizzati tra operatori il cui contenuto non è mai inserito in contratto. Nei contratti più complessi tecniche alternative possono talora condurre a risultati piuttosto distanti tra loro e, quindi, potrebbe essere opportuno che negli accordi quadro le parti stabilissero "ex ante" quale modello condividere. Ciò è tanto più vero nel caso in cui per il nozionale non sussista un mercato di riferimento ovvero nel caso in cui il prodotto sia illiquido. E' appunto il caso della gran parte dei derivati OTC in cui il *fair value* è determinato in base a modelli di calcolo (pricing) elaborati sulla base di scenari di probabilità (su cui *infra*).

La conoscenza del MtM è utile al cliente per tarare la propria politica d'investimento⁸².

La giurisprudenza, si è anticipato, ha avuto più volte modo di

⁸¹ Cfr. High Court of Justice, Queen's Bench Division, Commercial Court, 9 marzo 2011, *Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino S.p.A. v.s. Barclays Bank Ltd.*

⁸² Sebbene il contratto non preveda lo scioglimento per volontà unilaterale del cliente la prassi generalmente lo consente dietro pagamento del valore di MtM del contratto alla data di scioglimento, ovvero a fronte della stipulazione di un nuovo contratto su derivati nel cui ambito l'intermediario eroga una somma a titolo di upfront al cliente che viene compensata con il debito del cliente stesso verso l'intermediario dipendente dal contratto risolto.

occuparsi del *mark to market*. Ravvisando talvolta nel valore negativo dal medesimo espresso, specie se in fase genetica del contratto o come si dice al *tempo zero*, la prova dell'asimmetria dell'alea e quindi dell'invalidità del contratto per illiceità della causa o difetto della stessa.

Tuttavia, secondo opinabile giurisprudenza, l'MtM non esprimerebbe un valore attuale, bensì un valore meramente previsionale. In questo senso si è recentemente pronunciato il Supremo Collegio secondo cui il dato di MtM <<non esprime affatto un valore concreto e attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark to market*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell'ambito dei relativi parametri di determinazione anche l'*up front* erogato e l'utile per la banca. Dunque, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un vantaggio o un danno per l'Ente contraente, occorre procedere ad una disamina *a posteriori*, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza>>⁸³. Di qui la conseguenza, rimarcata anche da parte della giurisprudenza di merito, secondo cui il valore di mark-to-market sarebbe improduttivo di conseguenze giuridiche sulle posizioni delle parti trattandosi <<di una sorta di rating evoluto>> e tale valore <<altrimenti detto *fair value* (...) non può essere considerato l'oggetto del contratto>>⁸⁴.

La dottrina ha subito criticato tale impostazione in quanto equivoca il concetto di modello ed è slegata dalla realtà dei mercati e del loro funzionamento. Il "mark to market" – e a maggior ragione il "mark to model"⁸⁵ – non è affatto una proiezione intesa come "previsione", ma

⁸³ Cass. Pen., 21 dicembre 2011, n. 47421 in www.derivati.info con nota di L. Zamagni – M. Acciari.

⁸⁴ Trib. Milano, 19 aprile 2001, n. 5443 in dirittobancario.it

⁸⁵ Questa differenza è avvertita dalla recente Cass. 11 maggio 2016 n. 1376, in altalex.com, ove la Corte ha precisato che «Mark to market è un'espressione che designa - in larga approssimazione - un metodo di valutazione delle attività finanziarie, che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzare mediante il ricorso a indici d'aggiornamento monetario. Esso consiste nell'attribuire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della sua scadenza naturale. Il mark to market è detto anche costo di sostituzione, perché corrisponde al prezzo, dettato dal mercato

il valore del contratto derivato determinato come attualizzazione – in base ad un modello matematico - dei flussi attesi in base alle informazioni disponibili nel momento esatto in cui viene calcolato. Se così non fosse non sarebbe nemmeno possibile scambiare alcun contratto derivato perché non sarebbe possibile attribuirne un valore condiviso quindi, non esisterebbero mercati di scambio. Non vanno infatti confusi i c.d. modelli previsivi (che sono generalmente modelli macro economici a supporto delle strategie di investimento degli

in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso. Si legge in Cass. penale n. 47421/11 che il mark to market “non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del mark to market, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell’andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell’ambito dei relativi parametri di determinazione anche l’up front erogato e l’utile per la banca”. (...) La nozione di mark to market trova eco in due norme: l’art. 203 TUF, che ai fini dell’applicazione dell’art. 76 legge fall. lo descrive come costo di sostituzione degli strumenti finanziari derivati e di quelli analoghi individuati ai sensi dell’art. 18, comma 5, lettera a) stesso TUF e delle operazioni a termine su valute nonché delle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto; e l’art. 2427-bis, comma 1, n. 1 c.c., in base al quale nella nota integrativa del bilancio deve essere indicato per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati il fair value, ossia il relativo prezzo di scambio in una transazione tra terzi indipendenti.

Dunque, il costo di sostituzione degli strumenti finanziari (derivati ed equiparati) non è un vero e proprio prezzo di mercato concreto ed attuale, ma una grandezza monetaria teorica che è calcolata per l’ipotesi in cui il contratto cessi prima della sua scadenza naturale. Essa tiene conto anche di fattori ulteriori, quali, ad esempio, i costi da sostenere, la maggiore o minore volatilità del prodotto e l’“up-front”, vale a dire “l’eventuale flusso di cassa dal foglio finanziario strutturato che viene regolato al momento della conclusione dell’operazione in derivati” [così lo definisce l’art. 1, comma 3, lett. i”) del Regolamento concernente i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da Regioni ed enti locali, ai sensi dell’articolo 62, comma 3, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convenire con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall’articolo 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008: n. 203].

Calcolare il mark to market (non di un singolo contratto, ma) di un intero portafoglio di derivati richiede l’impiego di modelli matematico-finanziari di attualizzazione, in una con l’adozione di scelte metodologiche che scontano un inevitabile tasso di opinabilità tecnica. Non pare seriamente dubitabile, dunque, che un giudizio al riguardo non possa essere assoggettato all’alternativa secca tra vero e falso, ma sia l’espressione di un apprezzamento personale di tipo valutativo derivante dal metodo di calcolo utilizzato».

operatori) con i modelli probabilistici di valutazione (i c.d. modelli di “pricing”) che servono per stimare i valori degli strumenti, per costruirli, per collocarli ed usano dati di mercato. Equivocare sarebbe grave.

Essendo, dunque, il mark to market il valore del contratto su derivati, vale a dire il *fair value*, <<ad una certa data, indicando col suo segno (positivo, negativo o nullo) se la scommessa è o meno equa e, ove non lo sia, fornisce una misura della sua ‘iniquità’>>⁸⁶, difficilmente è possibile negare al medesimo conseguenze sul piano giuridico. Sia perché tale valore è rilevante tanto ai fini della formazione dei conti annuali (IAS 39 e ora la disciplina contabile prevista anche per le imprese che non applicano gli IAS dal decreto bilanci⁸⁷⁸⁸) quanto degli effetti dello scioglimento del contratto in caso

⁸⁶ R. CESARI, *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *dirittobancario.it*, 2012

⁸⁷ In arg. L. ZAMAGNI – M. ACCIARI, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *dirittobancario.it*, 2012, 8; A. CARLEO – C.D. MOTTURA – L. MOTTURA, *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Foro amm., Tar*, 2011, 1085 ss.

⁸⁸ Il D.Lgs n° 139 del 18 agosto 2015 (c.d. “decreto bilanci”) pubblicato in G.U. lo scorso 4 settembre, e che si applica ai bilanci redatti dopo il 1° gennaio 2016, ha attuato nel nostro Paese la direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d’esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese⁸⁸. Per quanto concerne lo stato patrimoniale l’art 2424 cc, prevede l’obbligo di indicare nelle immobilizzazioni finanziarie e/o nelle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni dell’attivo (rispettivamente voce “B” – immobilizzazioni - III n°4; voce C - attivo circolante - III n° 5) gli strumenti finanziari derivati attivi. Nel passivo, nelle voci sub “A” di patrimonio netto è ora prevista una specifica “riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi” (la nuova voce A.VII). Nella voce B del passivo relativa ai “Fondi per rischi ed oneri” viene aggiunta una specifica sottovoce, la n° 3, denominata “fondo per strumenti finanziari derivati passivi”.

I derivati non saranno più iscritti nei conti d’ordine dove normalmente veniva iscritto il solo valore nozionale dei contratti. Importanti novità anche nel conto economico. All’art. 2425 c.c. nella nuova sezione “D” (“Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie”)⁸⁸ la voce n. 18 (“rivalutazioni”) comprende ora la specifica sottovoce ‘d’ denominata “rettifiche di valore di strumenti finanziari derivati” sia al n° 18 (in ipotesi di rivalutazione): “rivalutazione di strumenti derivati”) e la voce 19 (“svalutazioni”) la corrispondente sottovoce ‘d’ “svalutazione di strumenti finanziari derivati”).

Dopo l'articolo 2425-*bis* c.c. è stato introdotto l' art. 2425-*ter* c.c. che obbliga alla predisposizione del rendiconto finanziario. Dallo stesso devono risultare per l'esercizio di bilancio e per quello precedente, l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall' attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento.

La novella interviene, all'art 2426, co. 1°, c.c. anche sui criteri valutazione dei titoli immobilizzati. Le imprese (salvo quelle che devono redigere il bilancio in forma abbreviata ex art 2435 bis o le micro imprese ex art 2435-*ter*) potranno adottare, laddove applicabile, il già citato principio indicato dalla Direttiva del "costo ammortizzato" in luogo del tradizionale "costo storico" (eventualmente deprezzato solo per perdite dimostrabili come durevoli). L'adozione di tale criterio permette una rappresentazione maggiormente veritiera e corretta, oltre che prudente soprattutto, specie nell'attuale situazione storica dei tassi di mercato, rispetto al criterio del costo storico.

Ai sensi dell'art. 2426, co. 1°, n. 11-bis) «gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al fair value⁸⁸. Le variazioni del fair value sono imputate al conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura. Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura; si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura. Non sono distribuibili gli utili che derivano dalla valutazione al fair value degli strumenti finanziari derivati non utilizzati o non necessari per la copertura. Le riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al fair value di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata non sono considerate nel computo del patrimonio netto per le finalità di cui agli articoli 2412, 2433, 2442, 2446 e 2447 e, se positive, non sono disponibili e non sono utilizzabili a copertura delle perdite»;

Una ultima precisazione. I contratti che prevedono la consegna effettiva della merce (vendita a termine) non sono considerati "strumenti finanziari derivati" ai fini della redazione del bilancio (art. 2426, co. 3, c.c.).

L'art 2426, co. 4, c.c. precisa che il "*fair value*" «è determinato con riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche

di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato». Il successivo comma prevede che «il fair value non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al quarto comma non dà un risultato attendibile».

La norma ribadisce quanto già in precedenza previsto dai principi IAS e dall'art 2427 *bis*, co. 3, n. 3, c.c. (comma abrogato insieme ai commi 2 e 4 dall'art. 6, co. 10, lett. b) del d.lgs 18 agosto 2015, n. 139).

All'articolo 2427 *bis* c.c. (*“informazioni relative al valore equo” fair value degli strumenti finanziari*) il dlgs 139/2015 ha apportato le seguenti modifiche:

a) Nella rubrica, le parole: «*valore equo, fair value*» sono sostituite da «*fair value*»;

b) al primo comma, numero 1), dopo le parole: «*b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura*» sono aggiunte le seguenti: «*compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri; b-bis) gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato; b-ter) le variazioni di valore iscritte direttamente nel conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto; b-quater) una tabella che indichi i movimenti delle riserve di fair value avvenuti nell'esercizio.*»;

Le modifiche sono rilevanti e colmano importanti deficit informativi della disciplina previgente (introdotta dal d.lgs 394/2003) che richiedeva per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati informazioni su “entità” e “natura”. Letteralmente da intendersi come “valori nozionali” (o facciali) dei contratti e “finalità” (di copertura, di gestione, ibrido etc. etc.) da contabilizzarsi e qualificarsi sulla base della documentazione fornita dalla controparte del contratto.

La novella richiede di indicare in nota integrativa «i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri». Sebbene la disposizione non appaia del tutto chiara, ad avviso di chi scrive essa impone la piena “*disclosure*” dei c.d. “derivati incorporati”, vale a dire – come anticipato – quelli “nascosti” in clausole contrattuali il cui effetto sia di mitigare o trasferire rischi al variare di determinati parametri di mercato.

I derivati incorporati sono sovente nascosti in contratti di finanziamento o anche di acquisto, vendita o locazione, somministrazione (si pensi alle forniture di luce acqua e gas con contratti che vincolano il prezzo), ma proprio l'applicazione del principio generale di prevalenza della sostanza sulla forma impone di, indipendentemente dalla forma giuridica utilizzata, rilevarne in bilancio gli effetti economici sostanziali compresi quelli futuri/potenziati. Le clausole attraverso cui vengono incorporate componenti derivative trasformano il contratto incorporante in un contratto di opzione, e incidono sui flussi di cassa attesi sulla base del contratto incorporante, sino a finanche ad azzerarli. Ovviamente queste opzioni hanno un valore economico che può incidere anche in maniera sostanziale sul valore dello strumento finanziario “ospitante”.

di fallimento o di liquidazione coatta amministrativa (comb. disp. artt. 203 TUF e 76 l.f.)⁸⁹, sia perché comunque tale valore può assumere rilievo ai fini probatori della violazione da parte della banca degli obblighi di protezione e/o del vizio del consenso del cliente. Se infatti nella prospettiva della banca stessa sin dalla sua origine il contratto è sicuramente destinato a generare solo differenziali positivi per essa stessa e negativi di conseguenza per il cliente, mi sembra palese il conflitto di interessi per la banca e, quindi, l'essenzialità di siffatta informazione ai fini di un consenso informato del cliente. Tanto più che il valore dell'MtM al tempo zero non solo può dare indicazioni sulla ripartizione dell'alea, e finanche sull'assenza dell'alea, ma anche sull'esistenza di costi o commissioni impliciti.

Apprezzabilmente, quindi, la giurisprudenza più recente sembra aver (finalmente) compreso l'importanza dell'MtM e la conoscibilità da parte del cliente se non del valore dello stesso almeno del modello di *pricing* utilizzato dall'intermediario per determinarlo.

Si è infatti correttamente affermato che il Mark to Market rappresenta la «sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione» ed in quanto tale necessita «di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al

Pertanto per poter fornire le informazioni in nota integrativa richieste dal novellato art. 2427 *bis* c.c. è necessario incorporare la componente derivativa (derivato implicito) dal contratto che la incorpora.

Infine in nota integrativa deve essere predisposta una tabella che indichi i movimenti delle riserve di "fair value" avvenuti nell'esercizio: una forma che consente una significativa percezione della dimensione e potenziale impatto del rischio finanziario connesso agli strumenti derivati sul Bilancio. In relazione alla valorizzazioni in bilancio dei derivati mi sia concesso rinviare, anche per ulteriori indicazioni bibliografiche, a U. PATRONI GRIFFI – N. BENINI, *L'appostazione in bilancio dei contratti su derivati*, in *Patrimoni, finanza e internazionalizzazione*, 2016, 44 ss.

⁸⁹ Il comma 2 del art. 203 TUF prevede, infatti, che per l'applicazione dell'art. 76 l.f. possa farsi «riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento» In arg. v. S. ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *rivistaodc.eu*

momento del calcolo dell'MtM»⁹⁰

Il valore dell'MtM integra una informazione determinante ai fini della formazione del consenso del cliente sul contratto. Infatti il MtM esistente al momento genetico incorpora una informazione facilmente comprensibile sulla distribuzione dell'alea e sui costi del contratto, come non ha mancato di rilevare un recentissimo arresto⁹¹. Mentre il valore del MtM periodico comunicato al cliente può indurlo a chiedere la risoluzione del contratto e/o negoziare un nuovo contratto evitando che ciò avvenga <<a condizioni ancora di più svantaggiose di quelle precedentemente applicate>>⁹².

Questo deve portare l'interprete non solo ad interrogarsi sulla validità di clausole – di derivazione straniera e quindi 'aliene' - che rimettono esclusivamente ad una delle parti la determinazione di elementi contrattuali. Infatti il diritto interno ammette la liceità di tali clausole solo ove la determinazione del contraente <<sia una determinazione non arbitraria, non discrezionale>> e sia <<soprattutto una determinazione controllabile dall'altro contraente>>⁹³; in mancanza di tali presupposti il contratto potrebbe essere ritenuto nullo per indeterminatezza dell'oggetto ex artt. 1346 e 1418, comma secondo, c.c.⁹⁴.

⁹⁰ Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398, in *derivati.info*. Nello stesso senso già lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, cit.

⁹¹ Trib. Milano 13 maggio 2016, n. 6001, in *dirittobancario.it*, secondo cui in un contratto di swap «l'esistenza di un margine di redditività del tutto legittimo in favore di una delle parti (e, normalmente, in favore dell'intermediario, quale soggetto che ha costruito e messo a disposizione il derivato) si configura esso stesso quale componente essenziale del contratto, sia in quanto onere sul quale necessariamente deve convergere l'accordo negoziale delle parti, sia in quanto componente che, determinando di fatto uno squilibrio iniziale dello swap (con passaggio dal suo valore teorico al valore di mercato), influisce sulla misura dell'alea che le contrapposte parti si assumono».

⁹² V. PICCININI, cit., 531; B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, 1693 ss. e in part. 1699,

⁹³ G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 19; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss, a p. 796,

⁹⁴ Così E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, cit., 800.

Ma anche a domandarsi se l'MtM – così come il *netting* (ovvero il calcolo del differenziale periodico) e il *payoff* (differenziale a scadenza) che i contratti diffusi nella prassi rimettono all'intermediario (*calculation agent*)⁹⁵ – costituisca oggetto del contratto, eppertanto debba essere al momento della formazione del consenso determinato (i.e. esplicitato in contratto) ovvero, quanto meno, determinabile.

Infatti l'oggetto degli strumenti finanziari derivati è in definitiva l'«assunzione di un rischio (cioè di una posizione finanziaria), dato che l'acquisto è solo un momento del consumo, allora si tratta di consumo di rischi finanziari. Il consumismo dei prodotti finanziari è consumismo dei rischi finanziari»⁹⁶.

Negli strumenti finanziari derivati l'entità di tale rischio è rappresentata dal MtM, dacchè lo stesso non è altro che «la sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi» e rappresenta «sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto»⁹⁷. Ciò è confermato dalla normativa contabile, specie dopo il decreto bilanci, che prevede espressamente che nei conti annuali delle società venga indicato il *fair value* dei contratti derivati, valore che coincide con il loro MtM.

La mancanza di indicazioni circa il MtM «nel momento in cui non solo non contiene il *fair value*, ma neppure ne consente per la complessità del contenuto del derivato una (agevole) determinabilità, implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata dal differenziale futuro e incerto che la

⁹⁵ D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 625.

⁹⁶ A. Lupoi, citato da S. MALVESIO, *La natura della trasparenza finanziaria fra tutela dell'interesse dei clienti ed integrità dei mercati*, <http://docplayer.it/1069316-Universita-degli-studi-di-padova.html>.

⁹⁷ Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398. In dottrina D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. dir. civ.*, 2016, 1111.

stima del mark to market è propriamente protesa a determinare)»⁹⁸. Non è infatti dubitabile che – ai sensi degli artt. 1175, 1337 e 1375 c.c. – l’intermediario abbia il dovere di fornire al contraente una informazione esaustiva, chiara e completa sul rischio oggetto del contratto⁹⁹. Ma su ciò si avrà modo di tornare a breve.

5.3. *Gli scenari probabilistici*

I derivati non sono il male assoluto. Assolvono una utile funzione economica. Il problema di questo tipo di contratti risiede solo nella asimmetria informativa e cognitiva. Non a caso i contratti (il che è vero soprattutto per gli *swaps*) su derivati stipulati tra intermediari sono tutti, o quasi, *par* (*rectius*, “*fair*”). Mentre quelli stipulati con altri sono quasi tutti *non par*. Tale asimmetria consente l’abuso. Il cliente è inconsapevole non solo dei rischi assunti, ma non è neppure in grado di verificare se il contratto sia idoneo a svolgere quella funzione (sia essa di *hedging* o *trading*) per cui è stato sottoscritto. Basterebbe però poco per riequilibrare le posizioni delle parti. Applicare a fondo i criteri generali ex art. 21 TUF e i principi Mifid e fornire al cliente una informazione adeguata perché comprensibile ed effettivamente in grado di illustrare con oggettività rischi e opportunità del derivato. La soluzione più efficace, *de jure condendo*, sarebbe quella di codificare nell’ordinamento italiano la natura specifica delle informazioni adeguate, comprensibili e oggettive da rendere ai clienti, stante la frammentazione e l’incompletezza della disciplina in materia di trasparenza dei contratti derivati¹⁰⁰.

Tuttavia parte della giurisprudenza pratica e teorica già ritiene che tra le informazioni che l’intermediario sia obbligato a fornire al cliente

⁹⁸ Lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, in *dirittobancario.it* con nota di B. Marchetti, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*.

⁹⁹ In termini simili si era già espressa Cass. 24 aprile 2015, n. 8412 in *Foro it.*, 2015, 2378.

¹⁰⁰ Con specifico riferimento ai contratti stipulati da enti locali, la mancata individuazione di queste informazioni – seppur riconosciuta dal legislatore – è stata sinora “gestita”, come già detto, con un divieto (vigente dal giugno 2008) ad operare in derivati. Tale divieto, che pure appare accettabile in un’ottica di breve periodo, nel medio-lungo termine può tuttavia precludere agli enti locali interessanti opportunità di copertura.

rientri senza dubbio il valore di mark to market del contratto al tempo zero, vale a dire in prossimità della stipula¹⁰¹, il modello matematico utilizzato e gli scenari di probabilità. Con l'indicazione del MtM anche l'utente meno esperto è in grado di mettere in concorrenza più controparti. Ma ancora non basta per assicurare la corretta comprensione dell'alea intrinseca nel contratto derivato. A parità di MtM il cliente, infatti, deve avere la distribuzione di probabilità dei possibili risultati del contratto, così da poter selezionare quello il cui profilo di rischio risulta più in linea con le proprie necessità. Si tratta di misurare e illustrare i rischi al cliente, un tassello chiaramente strategico che oggi difetta di trasparenza perché la prassi degli intermediari prevede una informazione analitica di tipo *what if*, che può fuorviare la percezione del rischio da parte del cliente e per ciò, è inevitabilmente opaca. Nel dettaglio, col *what if* si offrono al lettore diversi scenari che tipicamente non riflettono la totalità dei risultati possibili e basati su ipotesi di evoluzione delle variabili di mercato che però sono selezionate senza tener conto della loro effettiva probabilità di accadimento. In questo modo è facile far credere, ad esempio, che un prodotto potrebbe far guadagnare moltissimo (ed è assolutamente vero) peccato però che non venga spiegato con quanta probabilità ciò può verificarsi (informazione che il produttore ha e gli serve per collocarlo). Questo grosso limite è superabile virando dal *what if* all'informazione sintetica rilevata con il metodo degli scenari probabilistici¹⁰². Del resto è ciò che l'attuale ministro della salute ha

¹⁰¹ Il valore del mark to market è la grandezza che l'intermediario utilizza anche per rappresentare nella propria contabilità lo strumento derivato. Tanto si precisa per sottolineare come la fondamentale informazione sul mark to market sia sempre nota all'intermediario; per ciò la rimozione dell'asimmetria informativa rispetto al cliente potrebbe avvenire semplicemente richiedendo la condivisione di un dato di cui l'intermediario già dispone.

¹⁰² Si tratta del metodo previsto nella bozza di regolamento pubblicata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze il 22 settembre 2009 per garantire la piena trasparenza dei contratti derivati degli enti locali. Tale provvedimento, però, non è stato ancora emanato. Lo stesso metodo era previsto dalla Comunicazione n. DIN/DSE/9025454 del 24 marzo 2009 secondo cui «gli scenari probabilistici dell'investimento finanziario sintetizzano il c.d. “rischio di performance” della proposta d'investimento, inteso come capacità di creare valore aggiunto per l'investitore sull'orizzonte temporale consigliato con probabilità più o meno elevate. La metodologia prevista per il calcolo degli scenari probabilistici consente l'illustrazione del rischio di performance: - in termini assoluti, attraverso il

proposto per limitare il *vizio* del gioco, legalizzato, d'azzardo che come i derivati arricchisce qualcuno (in questo caso lo stato) e munge qualcun altro (i cittadini)¹⁰³. Vale a dire l'obbligo di segnalare le reali possibilità di vincita. Ed è proprio il gioco d'azzardo che mostra l'efficacia di tale informazione. Si prenda ad esempio il Superenalotto. Una informazione di tipo *what if* ci dice che giocando una schedina ho la possibilità o di vincere il ricco jackpot ovvero di perdere i miei 50€. Il metodo probabilistico ci dice che ho 622.614.630 di possibilità su una di perdere i miei cinquanta euro. Così applicando il metodo probabilistico ad alcuni derivati stipulati dagli enti locali si scopre che le probabilità (calcolate alla data di stipula del contratto) che il derivato svolgesse la funzione di copertura dal rischio erano assai esigue. Se non in taluni casi inesistenti.

La determinazione probabilistica della conformità dello strumento alla sua funzione costituisce un valido mezzo istruttorio nei giudizi relativi ai contratti su derivati.

La conoscenza dell'MtM e degli scenari di probabilità consente, peraltro, al cliente di verificare se:

a) il contratto sia in grado di realizzare o meno la finalità di copertura eventualmente richiesta. In difetto il cliente è, ad avviso di chi scrive, legittimato a chiedere la risoluzione del contratto per avere lo stesso ad oggetto *aliud pro alio*¹⁰⁴ ovvero, ove non si ritenesse

confronto con il valore del capitale nominale; - in termini relativi, attraverso il confronto con i possibili esiti di un investimento nell'attività finanziaria priva di rischio (c.d. risk-free asset) per un importo pari al capitale nominale e sul medesimo orizzonte temporale. L'informativa di cui agli scenari probabilistici dell'investimento finanziario si articola in quattro scenari alternativi, per ciascuno dei quali è richiesta l'indicazione della relativa probabilità di accadimento e del valore mediano associato (c.d. valore centrale)».

¹⁰³ In una recentissima, inedita, sentenza di cui ha dato notizia la stampa il giudice di pace di Vallo della Lucania ha condannato i Monopoli di Stato a rimborsare ad un giocatore il prezzo di acquisto di 225 'gratta e vinci', tutti però perdenti, perché sui tagliandi non erano indicate le probabilità di vincita fonte www.adnkronos.com 4 ottobre 2016.

¹⁰⁴ V. App Torino 26 luglio 2016, n. 1725, in dirittobancario.it con nota di A. Rossi, *E' nullo lo swap in cui il rischio relativo all'andamento del differenziale non ricada anche sulla banca*, in tale pronunzia la Corte di Appello aggiunge al difetto di causa, quale motivo di nullità, anche l'assenza di «meritevolezza ex art. 1322 c.c. circa l'operazione atipica messa in essere»; Trib. Milano (ord.), 7 febbraio 2012, in dottrina D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa*

applicabile tale rimedio alla agli strumenti finanziari, a chiedere il risarcimento del danno e/o la risoluzione del contratto per violazione da parte dell'intermediario degli obblighi informativi e, soprattutto, di protezione (adeguatezza ed appropriatezza). Obblighi che la giurisprudenza, anche di legittimità, più recente ritiene, come si è anticipato, applicabili anche nei rapporti con la clientela professionale quando l'informazione sia essenziale ai fini della formazione del consenso delle parti sull'oggetto del contratto, specie quando si tratti di strumenti finanziari ad alto rischio. Inoltre potrebbero trovare applicazione i rimedi civilistici della rescissione per lesione o per eccessiva onerosità sopravvenuta, almeno nel caso in cui il contraente si sia «vincolato ad una prestazione in base alla consapevolezza del valore della prestazione»¹⁰⁵, o dell'annullamento per vizio del consenso (dolo o errore)¹⁰⁶.

b) il contratto non è geneticamente in grado di realizzare alcuna delle funzioni tipiche dei contratti (su) derivati (speculativa o di copertura), per sussistenza di una alea unilaterale a favore solo dell'intermediario. Ove non lo fosse, infatti, lo stesso non potrebbe essere qualificato ai sensi del T.U.F. come «<strumento finanziario derivato>>», che presuppone la sussistenza di una alea razionale a favore del cliente, eppertanto il cliente potrebbe avvalersi dell'eccezione di gioco ovvero chiedere l'accertamento della nullità del contratto per mancanza di causa (derivante dal difetto dell'alea in un contratto avente natura tipicamente aleatoria¹⁰⁷, infatti - - come si è

legalmente autorizzata di swap, cit., 1096 ss.; A. PARZIALE, *Interest rate swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, 787 a p ...

¹⁰⁵ D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1120.

¹⁰⁶ Sulla sussistenza di una vasta gamma di rimedi rispetto alla violazione da parte degli intermediari della normativa (generale e di settore) v. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, 905 ss; Id., *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, cit., 986 che in tal caso precisa che «nessuno spazio (...) sembra esservi per una nullità da difetto di causa (concreta)».

¹⁰⁷ In questo senso v. Trib. Modena 23 dicembre 2011, in *I contratti*, 2012, 130 ss. con nota di V. SANGIOVANNI che però dall'assenza dell'alea per uno solo dei contraenti fa discendere la non meritevolezza del contratto ai sensi dell'art. 1322 cc; Trib. Milano, 19 aprile 2011, *contra* G. BERTI DE MARINIS,

correttamente osservato -«affinchè l'ordinamento possa considerare meritevoli di tutela contratti aleatori, occorre che sia possibilità che tale alea esista, ovvero detta in altri termini, che esista la possibilità che tale alea si distribuisca tra le parti»¹⁰⁸¹⁰⁹).

La sentenza della Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, sebbene non del tutto chiaramente, sembra condividere la tesi innanzi esposta.

La Corte infatti si poneva per la prima volta il problema se la misura dell'alea costituisca o meno elemento essenziale del contratto. E dichiarava che tale accertamento non dovesse essere condotto nella prospettiva sfuggente della causa in concreto <<bensì dalla constatazione che il Legislatore del TUF menziona>> i contratti derivati <<indipendentemente dall'intento dell'investitore, sia esso di copertura o speculativo, imponendo, così all'interprete di ricercare una comune *ratio legis* del loro riconoscimento legislativo>>.

Infatti la causa dei contratti su derivati risiede, ricordava la Corte, nella consapevole creazione di alee. Che nei derivati cosiddetti simmetrici, quali il contratto di *swap*, <<devono essere reciproche e bilaterali>>.

L'«incostituzionalità» del contratto immeritevole, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2013, 572, secondo cui il giudice sembrerebbe aver fatto <<applicazione non del tutto consapevole del controllo di meritevolezza>>. In dottrina, invece, correttamente E. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *Banca borsa tit cred.*, 2013, 92 ss. a p. 97 ha osservato che <<se l'alea è, come è, un elemento immanente allo stesso oggetto derivativo (il differenziale di valore), essa deve costantemente potersi rinvenire nel concreto configurarsi dello strumento pena l'invalidazione di quest'ultimo per *carenza di oggetto* o, addirittura, secondo una lettura giurisprudenziale, per il venir meno della causa in concreto>>.

¹⁰⁸ B. MARCHETTI, cit., 8.

¹⁰⁹ Ovviamente la nullità del contratto per carenza dell'alea o, nei derivati simmetrici, per carenza dell'alea bilaterale travolge anche (ai sensi dell'art. 1972 cc) l'eventuale transazione. L'assenza dell'alea, infatti, rende – a mio avviso – illecito il contratto. Nel senso che il TUF, e la normativa di attuazione, non consente agli intermediari di negoziare strumenti finanziari derivati privi, nella accezione innanzi ricordata, di causa. La transazione sul contratto derivato nullo è, pertanto, da considerarsi a propria volta nulla. Mentre sarà annullabile la transazione che abbia ad oggetto singole clausole nulle (ad esempio quelle relative alla determinazione dell'MtM) ove l'investitore non fosse stato a conoscenza della nullità delle medesime.

In questo tipo di contratti, pertanto, continuava la Corte è <<inconcepibile che la quantità e la qualità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo>> e che debbano essere ricostruite *ex post*, in corso di causa. L'intermediario è quindi tenuto a comunicare al cliente il valore del derivato al momento della conclusione, gli scenari di probabilità e le modalità di calcolo dell'MtM¹¹⁰. Alla mancata comunicazione di tali dati la Corte collegava la nullità del contratto perché i clienti non erano stati messi in grado di conoscere il grado di rischio assunto e perché è vietato ad un contraente determinare <<unilateralmente, ed in base a criteri non trasparenti e controllabili, elementi del contenuto del contratto>>. Si tratta di affermazione condivisibile nei limiti in cui sono da ritenersi senz'altro nulle quelle clausole (quali quelle relative al Mark to Market) che affidano al solo intermediario la determinazione, secondo parametri neppure conoscibili all'investitore, di elementi contrattuali¹¹¹.

Le alee devono, poi, essere 'razionali'. Vale a dire misurabili, applicando al tempo della conclusione del contratto gli scenari di probabilità. La sentenza sul punto manca di chiarezza. Tutte le alee sono astrattamente misurabili. È da ritenere che i giudici abbiano voluto dire che l'alea a carico della banca deve avere una giustificazione razionale. Nel senso che una persona razionale l'avrebbe consapevolmente assunta (è nota nel diritto commerciale la distinzione tra ragionevolezza e razionalità, ove l'assenza della seconda nell'assunzione di decisioni gestorie è fonte di responsabilità per l'amministrazione ove ne derivi un danno per l'impresa). Che vi sia dunque l'assunzione di un rischio reale da parte della banca, e non del tutto remoto.

La sentenza in esame, pur con le sue incongruenze, ha

¹¹⁰ Sull'importanza di tale informazione nei prospetti relativi ai prodotti collocati dalle banche v. A. ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, dirittobancario.it, la quale giustamente osserva che «l'indicazione di scenari probabilistici costituisce (...) la principale misura di tutela efficiente ed equilibrata dell'investitore e del mercato».

¹¹¹ In senso contrario, negando che in assenza di prescrizioni normative l'intermediario sia obbligato esplicitare la misura dell'alea, V. LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, *Riv. dir. banc.*, 2014, 1 ss.

rappresentato un decisivo passo in avanti nella comprensione dei contratti, ed ha aperto, come si è visto, la strada ad una giurisprudenza più consapevole della natura, anche da un punto di vista economico, dei contratti su derivati. Il cui contenuto, si è anticipato, consiste in una assunzione di un rischio¹¹². Eppertanto il rischio (la misura dell'alea assunta dal cliente è resa esplicita solo dalla conoscenza dei modelli utilizzati dall'intermediario per il calcolo del MtM – il che implica la conoscibilità delle metodologie utilizzate e degli scenari di probabilità assunti - eppertanto per determinare il valore stesso dello strumento finanziario) e i costi remunerativi per l'intermediario costituisce oggetto stesso del contratto.

La validità del contratto discende, pertanto, dalla assunzione da parte del cliente di un rischio consapevole (la meritevolezza del contratto su derivati discende dalla razionalità dell'alea assunta dalle parti, d'altronde il principio di sana e prudente gestione - che presiede l'operatività dell'intermediario -impedisce che lo stesso assuma 'scommesse cieche'¹¹³). La normativa di settore, infatti, obbliga

¹¹² V. sul punto per una prospettiva matematico/finanziaria U. CHERUBINI, *La via dei giuristi alla probabilità ha un solo problema: la giustizia*, www.glistatigenerali.com. V. anche R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 418 che rammentano come in questo tipo di contratti il possibile vizio attiene <<alla violazione dei doveri di informazione sulle componenti del prezzo e sulle modalità di “costruzione” dello strumento finanziario derivato>>.

¹¹³ Il che è confermato dall'art. 1, co. 2, lett. g), TUF che richiama lo «scopo commerciale» dei contratti su derivati. Sul punto v. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1097 l'autore in merito precisa che l'interprete dovrà «valutare la meritevolezza dei singoli contratti derivati, (i) nella prospettiva microeconomica del singolo contratto, alla luce dell'esigenza di tutela del singolo investitore – si tratti di un privato risparmiatore o di una impresa piccola, media o grande -; (ii) nella prospettiva macroeconomica delle ricadute di sistema, alla luce delle due esigenze, che debbono essere temperate, da un versante, della salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario – che non è soltanto la fiducia degli intermediari, ma è anche la fiducia degli investitori, e di qualsiasi altra categoria di soggetti diversi dagli intermediari finanziari – che è la competitività degli intermediari-. Qualsiasi prospettiva di indagine, che sia limitata al singolo rapporto e non consideri il dato macro economico entro cui si colloca la contrattazione in derivati fra intermediari ed investitori, condurrà ad esiti ricostruttivi insoddisfacenti». Nella stessa linea di pensiero, mi pare, anche S. PAGLIANTINI, op. ult. cit., p. 403, 405 . Sulla rilevanza

l'intermediario a «fornire tutte le informazioni necessarie al proprio cliente, affinché questi presti un consenso consapevole; presupposto a monte, peraltro, rimane la necessità che anche su tale elemento essenziale del contratto si sia formata la volontà negoziale e ciò, ovviamente, sarà necessario a prescindere dalla tipologia di cliente che sottoscriva il contratto (cliente professionale di diritto, su sua richiesta, piuttosto che cliente non professionale)»¹¹⁴.

In difetto di consenso negoziale sugli elementi, da considerarsi senz'altro essenziali¹¹⁵, rappresentati dalla misura dell'alea assunta da ciascuna delle parti, ovvero del costo dello strumento finanziario, il contratto dovrà dunque essere dichiarato nullo ai sensi degli artt. 1346 e/o 1418, co. 2, c.c. In questo senso con chirurgica precisione è stato tracciato il legame tra MtM e scenari di probabilità. Si è correttamente osservato, infatti, che l'assunzione di un rischio – che, come detto, costituisce il reale oggetto del contratto – «postula che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter riscontrare l'entità ipotetica dell'alea che si corre» eppertanto il MtM costituisce «elemento essenziale del contratto» esprimendo lo stesso il valore, necessariamente probabilistico, che l'intermediario assegna *ex ante* «al differenziale che il derivato secondo determinati criteri» ipoteticamente potrebbe determinare a scadenza, insomma il «risultato prospettico attualizzato»¹¹⁶.

Inoltre, come si è accennato, le essenziali informazioni circa il MtM, le metodologie di calcolo e gli scenari probabilistici permettono al cliente di verificare la sussistenza di ulteriori vizi del contratto (mancanza di causa) e/o di inadempimenti da parte dell'intermediario

della sana e prudente gestione quale parametro valutativo della condotta degli intermediari v. F. SARTORI, *Sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e protezione della clientela*, contributo, che con qualche adattamento riprende l'intervento al convegno su "Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico" organizzato nell'Università di Camerino il 16 e 17 settembre 2016, destinato al *Liber amicorum* in onore di Antonio Gambaro, e che per cortesia dell'autore ho potuto leggere in anteprima.

¹¹⁴ Trib. Milano, 13 maggio 2016, n. 6001. In dottrina F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit..

¹¹⁵ Così Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit., secondo cui «il MtM è elemento essenziale dell'oggetto del contratto»

¹¹⁶ Lodo arbitrale 4 luglio 2013, cit.

agli obblighi di trasparenza e protezione previsti dall'art. 21 TUF. Gli obblighi di protezione riguardano non solo l'interesse del cliente. Ma anche, e direi soprattutto, l'integrità dei mercati. Nel senso che l'intermediario ha un obbligo primario di preservare la fiducia da parte dei clienti nel mercato finanziario e bancario¹¹⁷. La sussistenza di tale obbligo fornisce una chiave di lettura della sussistenza o meno del requisito di meritevolezza dei contratti atipici (tra cui rientrano senz'altro i contratti su derivati OTC o i contratti misti con componenti derivative 'embedded' cosiddetti derivati impliciti) stipulati con la clientela (art. 1322 c.c.). Meritevolezza che palesemente non appare sussistere in contratti che non solo non permettano al cliente di valutare l'alea assunta, ma anche ed eventualmente occultino al medesimo cliente, nei contratti con alee bilaterali, la sproporzione delle medesime.

Credo che questa ultima considerazione costituisca un argine sicuro contro il formalismo giuridico di chi ritenga superflua l'informazione circa il valore del contratto (MtM e connesso metodo di calcolo) e la ripartizione dell'alea tra le parti (scenari di probabilità).

Un'ultima considerazione. Il *trend* giurisprudenziale innanzi riportato appare capace di apprestare tutele effettive ai contraenti senza però degenerare in inutili paternalismi. È infatti vero che nella più parte dei casi gli intermediari hanno abusato a proprio vantaggio delle asimmetrie informative. Ma è altrettanto vero che in molti casi i clienti non erano affatto sprovveduti E che l'ordinamento non possa tollerare o proteggere comportamenti opportunistici dei medesimi. L'accertamento della completezza e comprensibilità dell'alea oggetto del contratto, e quindi della consapevole assunzione del rischio da parte del cliente in sede di stipulazione del medesimo, può svolgere un efficace ruolo deflattivo del contenzioso. E in un paese in cui la giustizia civile è pressochè alla paralisi non mi pare, davvero, poca cosa.

¹¹⁷ M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 2; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013 p. 302 ss.