

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

GENNAIO/MARZO

2018

[rivista.dirittobancario.it](http://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 ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

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

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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

## **Derivati e usura\***

### *1. Complessità dei prodotti e ordinamento del mercato finanziario*

La locuzione “derivati e usura” evoca, già a livello lessicale, il problema della difficoltà di tracciare una netta linea di demarcazione fra i diversi segmenti del mercato finanziario e, in particolare, fra l’ordinamento del credito e quello del mercato finanziario, in senso stretto (o del mercato mobiliare, che dir si voglia).

È, questo, uno dei temi centrali nella riflessione degli studiosi del diritto dell’economia, stimolata dalla proliferazione, negli ultimi anni, di *prodotti complessi*, che assemblano o incorporano componenti riconducibili ai diversi segmenti del mercato finanziario (si pensi, ad es., alle polizze *index/unit linked* ovvero ai mutui indicizzati) e, più in generale, dalla realizzazione, ad opera dell’autonomia privata, di *complesse operazioni economiche*, che coniugano la distinzione formale fra diversi contratti con l’unicità dell’assetto di interessi realizzato (emblematica la vicenda dei prodotti “My Way” e “For You”).

In concreto, la questione dei “derivati usurari” si è posta nel vasto e articolato contenzioso originato dalla negoziazione di strumenti finanziari derivati non standardizzati (fondamentalmente: IRS), le cui peculiarità risiedono nella utilizzazione dello strumento finanziario per realizzare peculiari obiettivi (*lato sensu*: di investimento) del cliente, in genere ricondotti - non senza un margine di approssimazione - alla “copertura” ovvero alla “speculazione”.

Al riguardo, mette conto, preliminarmente, fornire alcune precisazioni, di carattere, per così dire, lessicale, in particolare, sull’uso della locuzione “obiettivi di investimento”, “copertura”, “speculazione”. Non senza aver chiarito che, in questa sede, si procederà non tanto a un’analisi tecnica dettagliata della valutazione di singole fattispecie, quanto, piuttosto, al tentativo di fornire un inquadramento sistematico dei problemi emersi nella prassi e, in

---

\* *Il presente scritto riprende la relazione tenuta al Convegno “Usura. Temi attuali del contenzioso” organizzato dalla rivista Diritto Bancario a Milano il 25 gennaio 2018.*

questo contesto, di saggiare la “tenuta” complessiva di costruzioni teoriche e soluzioni operative.

In termini generali, può dirsi che la negoziazione di strumenti finanziari derivati non standardizzati pone all’interprete problemi peculiari, che non ricorrono, negli stessi termini, nel caso di negoziazione di strumenti finanziari derivati standardizzati, nei mercati regolamentati. In quest’ultimo caso, in effetti, il ricorso alle tecniche “spersonalizzate” di negoziazione, nel contesto delle dinamiche del mercato, non lascia emergere la peculiare conformazione che le parti imprimono all’operazione di investimento. In termini giuridici, può dirsi che la ragione dello scambio non si manifesta in termini differenti, rispetto a una compravendita di un qualsiasi bene e il derivato realizza appieno la sua naturale “vocazione all’astrattezza”, appunto perché l’ordinamento vede e riconosce una giustificazione obiettiva - e, per così dire, autosufficiente - dell’operazione economica realizzata, nella compravendita di un “prodotto finanziario” nel mercato, in conformità con criteri obiettivi ed “esterni” di determinazione del prezzo (e, dunque, di “quotazione del rischio”)<sup>1</sup>.

Non così, nel caso di negoziazione di strumenti derivati non standardizzati, là dove, all’opposto, ha luogo una “personalizzazione” delle negoziazioni (e, prima ancora, della stessa strutturazione del prodotto), in funzione delle particolari esigenze (*i.e.*, gli obiettivi di investimento) del singolo cliente. In questo caso soltanto, il “prodotto” coincide con il contratto di negoziazione, *inter partes*.

Per questa ragione, la dottrina e la giurisprudenza più attente hanno colto e affrontato il problema della giustificazione causale dell’operazione economica complessivamente realizzata, secondo quella risalente e sempre controversa tecnica di valutazione della causa in concreto (o della meritevolezza degli interessi)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, p. 170 ss.

<sup>2</sup> Fra i contributi dottrinali più recenti e significativi, si segnalano quelli di M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 446 ss., e di ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, spec. p. 177, ove il rilievo che, nella tipologia di derivati in esame, le parti utilizzano lo strumento finanziario derivato “in modo diverso da quello suo social-tipico”, prescindendo dalle valutazioni di mercato e dalla sua logica collettiva, anche nella “quotazione del rischio”. Per questa ragione, la giustificazione causale

In questo contesto si colloca la contrapposizione fra derivati “di copertura” e “speculativi”, a taluno apparsa sfuggente ovvero mal posta, in ragione dell’insopprimibile presenza di una componente speculativa anche nei c.d. derivati di copertura, pur sempre riconducibili al genere delle “legalmente autorizzate”<sup>3</sup>.

Questo genere di obiezioni non appare persuasivo, poiché si fonda sulla considerazione atomistica e, per così dire, “tipica” (dunque: astratta) del contratto derivato, prescindendo del tutto dal suo collegamento con una sottostante “posizione”. È, questo, un approccio di dubbia compatibilità con la disciplina dei servizi di investimento (art. 23, co. 5, T.U.F.), nel cui ambito di applicazione non vi è spazio per il derivato puramente speculativo, negoziato fra astratti soggetti di diritto, che “scambiano” flussi di pagamento per ragioni imperscrutabili, ma, oggettivamente, pur sempre riconducibili alla compravendita a termine di un differenziale di valore (è, questa, la c.d. teoria dello scambio in sé o del “sinallagma puro”, già di dubbia compatibilità con i principi fondamentali del diritto delle obbligazioni

---

dell’operazione deve essere ricercata “in una più ampia considerazione delle circostanze soggettive e individuali in cui viene realizzata”. Nella giurisprudenza di merito, cfr., fra le altre, da Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Banca e Borsa*, 2012, II, 386; Trib. Lucera, 26 aprile 2012 e App. Trento, 3 giugno 2013, in *Giur. comm.*, 2014, II, 62, con nota di ROBUSTELLA *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap*. Sull’argomento si rinvia a A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca e Borsa*, 2013, I, 84.

<sup>3</sup> Il *leading case*, sul punto, è App. Milano, 18 settembre 2013, in *Banca e Borsa*, 2014, II, 283, con nota critica di A. TUCCI, *interest rate swaps: “causa tipica” e “causa concreta”*. Nella giurisprudenza di legittimità, cfr., pur se incidentalmente, Cass., n. 9996/2014, p. 14 del dattiloscritto. All’opposto, nel senso indicato nel testo, cfr. Trib. Torino, 24 aprile 2014 (reperibile nel sito “ilcaso.it”). In quest’ultimo provvedimento, il Tribunale di Torino evidenzia l’astrattezza dell’approccio inaugurato dalla Corte d’Appello di Milano, che non tiene conto del possibile collegamento fra il contratto derivato e un preesistente o coevo rapporto (es., di mutuo). Il che renderebbe di scarsa utilità pratica — se non addirittura fuorviante — la descrizione “isolata” del contratto derivato, in termini di “scommessa”. In dottrina, cfr. le puntualizzazioni (non del tutto coincidenti) di CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di Maffei, Milano, 2013, 204, e di DI RAIMO, *Dopo la crisi, come e più di prima*, *ivi*, 73; SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni degli interest rate swaps*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, pp. 5 e 8.

e dei contratti<sup>4</sup>).

Una corretta impostazione del problema dovrebbe, per contro, verificare, in concreto, se le parti hanno inteso *utilizzare* uno strumento finanziario *in funzione* di copertura e se la complessiva operazione economica – quale risulta dalla combinazione fra strumento derivato e rapporto sottostante imputabile al cliente – sia idonea a realizzare quella funzione<sup>5</sup>.

Emerge, così, la rilevanza e il peculiare atteggiarsi degli “obiettivi di investimento” del cliente, che l’intermediario (parte necessaria del contratto) non può ignorare e omettere di realizzare “al meglio” (art. 21 T.U.F.).

La locuzione “obiettivi di investimento” (di natura finanziaria) allude, dunque, a quel peculiare, unico e irripetibile assetto di interessi che, per il cliente, la negoziazione del derivato mira a conseguire. L’operazione economica realizzata con la negoziazione del derivato deve essere ricostruita e valutata in concreto dall’interprete, per accertarne la giustificazione agli occhi dell’ordinamento (è, questo, il controllo di meritevolezza degli interessi, di cui discorre – proprio in relazione a contratti IRS – la recente sentenza di Cass., n. 19013/2017).

Alla luce di queste premesse, è possibile affrontare il tema

---

<sup>4</sup> Cfr. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell’attività di impresa e valutazione dell’intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 593; ID., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009, 309; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 146; CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 355. Sul punto, cfr., da ultimo, i condivisibili rilievi di M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 459 ss. Per un più disteso tentativo di confutazione della tesi qui criticata, cfr. A. TUCCI, *Profili del contratto nell’investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 367 ss. Per una posizione non del tutto coincidente, cfr., tuttavia, DI RAIMO, *Dopo la crisi, come e più di prima*, cit., 76.

<sup>5</sup> Si allude a quella “elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d’interesse, tipologia, etc.) dell’oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine”, che la Consob ha indicato fra i requisiti indispensabili per la qualificazione di un’operazione in termini di copertura, nella Comunicazione 26 febbraio 1999, DI/99013791. Questo aspetto è molto ben colto dalla recente sentenza di Cass., n. 19013/2017, in corso di pubblicazione in *Corr. giur.*, 2018, con nota di A. TUCCI, *Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento*.

specifico dell'usura nelle negoziazioni dei derivati, distinguendo, in particolare, l'ipotesi di uso, per così dire, fisiologico del derivato, in funzione di copertura, rispetto a un (preesistente o contestuale) indebitamento del cliente (§ 2), e l'ipotesi, per così dire, patologica, di uso improprio del derivato, prescindendo dalla considerazione di un preesistente e distinto rapporto, riferibile al cliente (§ 3). Si pensi al fenomeno, emerso nella prassi approdata nelle aule di tribunale, delle c.d. "rinegoziazioni", nel quale si assiste a una deviazione della concreta operazione economica dal modello riconosciuto come meritevole dall'ordinamento giuridico.

In entrambi i casi, il problema di fondo che si pone è quello della possibilità di tener conto del "costo del derivato", nella determinazione del tasso soglia di un finanziamento formalmente accordato ovvero, comunque, risultante dalla ricostruzione dell'operazione economica.

L'approccio seguito da coloro che ritengono legittima e doverosa l'inclusione del costo del derivato consiste, fondamentalmente, nel considerare - al di là dello schema giuridico utilizzato dalle parti - il risultato economico effettivamente realizzato, che può rivelarsi una sorta di "equivalente funzionale" di un'ordinaria operazione di credito, come tale soggetta alla valutazione in termini di usurarietà del tasso di interesse<sup>6</sup>.

Nella prospettiva sopra delineata, si è sottolineata la necessità di valutare se, in concreto, l'assetto del contratto concluso dalle parti costituisca "uno scambio di flussi fra le parti, nella prospettiva connaturata al *genus*", o se, invece, "risulti insita una finalità diversa o ulteriore rispetto a quella tipica del contratto"<sup>7</sup>.

La concomitante valutazione dell'operazione, alla stregua dell'ordinamento del mercato finanziario e dell'ordinamento bancario, nonché della disciplina di diritto comune, condurrebbe, dunque, a una pluri-qualificazione della fattispecie, con concorso di disciplina applicabile (es., la qualificazione in termini usurari potrebbe coesistere - e, in genere, coesisterà - con la valutazione in termini di violazione

---

<sup>6</sup> Cfr., ad esempio, l'impostazione di BARONE, *Derivati e usura*, Relazione al 1° Convegno Nazionale sulla Finanza Derivata Centro Studi Alma Iura Milano, Palazzo delle Stelline - 11-12 aprile 2014, p. 16.

<sup>7</sup> MARCELLI, *L'usura nei derivati* (2012), p. 10, richiamando la teorica della causa concreta.

delle regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento e di nullità civilistica ovvero di risoluzione o, ancora, annullamento e risarcimento del danno).

Proprio l'adozione della prospettiva dell'*operazione economica*, in luogo di quella, tradizionale, della *fattispecie contrattuale*, ha consentito la percezione del problema – sottolineato in apertura – della possibile “contaminazione” della disciplina applicabile, attingendo, in particolare, all'ordinamento del mercato finanziario (in senso stretto: mobiliare) e all'ordinamento del credito.

Le possibili “sovrapposizioni” dei diversi segmenti dell'ordinamento del mercato finanziario pongono all'interprete il problema di verificare la sussistenza di criteri univoci per stabilire le regole applicabili a un determinato contratto (es., tipologia di controparte ovvero causa o oggetto del contratto) e l'ammissibilità di interpretazioni estensive o analogiche delle norme di un determinato settore.

Questo aspetto emerge, ad esempio, nella sentenza della Corte d'Appello di Bologna, 11 marzo 2014, che accoglie l'idea di una “contaminazione” della disciplina applicabile a un modello contrattuale, a sua volta riconducibile a un settore dell'ordinamento del mercato finanziario (l'*IRS*, nel caso di specie), con quella di altro modello, pure presente, nel caso di specie, sulla base della ricostruzione accolta dalla Corte (*i.e.*, il finanziamento del cliente-ente pubblico)<sup>8</sup>.

L'approccio sopra illustrato, peraltro, si basa su un assioma – chiaramente enunciato – che non può dirsi immune da censure. Lo *swap* sarebbe uno scambio di flussi fra le parti (ovvero, “una lecita scommessa bilaterale su tassi”, secondo la Corte d'Appello di Bologna, che riecheggia una fortunata costruzione dottrinale<sup>9</sup>). Questa

---

<sup>8</sup> Cfr. quanto si legge nel § 4.1.1., p. 13, in merito alla disciplina applicabile alle “tipologie contrattuali miste”. Nel caso di specie, il problema riguardava l'applicabilità della disciplina speciale per l'assunzione di un indebitamento, da parte del Comune, nel caso di negoziazione di contratti derivati (*IRS*), che prevedevano il pagamento di un *up front*, da parte dell'intermediario.

<sup>9</sup> Cfr. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, 1096. Per un più approfondito esame di questa impostazione, si rinvia ad A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 367 ss.

definizione, peraltro – al di là delle possibili censure di carattere metodologico –, pecca per difetto, cogliendo soltanto, in termini descrittivi, il profilo che attiene alle prestazioni che formano oggetto del contratto. Come si è sopra chiarito, per contro, nell’ordinamento del mercato finanziario non trovano cittadinanza *swaps* che realizzano, puramente e semplicemente, uno scambio di flussi di pagamento, prescindendo da un rapporto preesistente, riferibile al cliente.

In altri termini, l’approccio in esame rischia di istituire una contrapposizione fra “*IRS puri*”, consistenti in meri scambi di flussi di pagamento, e “*IRS misti*”, che combinano l’operazione propriamente finanziaria, con un’operazione di natura creditizia, la quale reclamerebbe l’applicazione anche della disciplina repressiva dell’usura. Sennonché, così ragionando, si trascura la circostanza che la prima tipologia di *IRS* non ricorre – e non può ricorrere – nel contesto della prestazione dei servizi di investimento ed è di dubbia compatibilità con le regole e i principi generali del diritto delle obbligazioni e dei contratti, poiché non lascia emergere la giustificazione causale del programmato flusso di pagamenti, secondo la ricordata logica dello “scambio in sé”.

Questo genere di obiezioni non conduce, di per sé, alla negazione del problema dell’usura nei contratti derivati, ma intende suggerire una diversa impostazione, che prenda le mosse dalla ricostruzione della specifica operazione economica, piuttosto che dal tipo astratto. In questa diversa prospettiva sarà esaminata, ad esempio, l’ipotesi, pure ricorrente, nella prassi, di negoziazione di un derivato di copertura, contestualmente all’erogazione del finanziamento, per di più da parte di un medesimo intermediario (*infra*, § 2).

Un ulteriore (e differente) ostacolo, rispetto alla configurabilità di una “usura dei derivati”, è di natura normativa, essendo riconducibile al diritto giurisprudenziale più recente, che parrebbe enfatizzare il c.d. principio di omogeneità (o “simmetria”) nella rilevazione delle voci di costo, ai sensi dell’art. 644, 4° co., cod. pen.

È noto, peraltro, che la questione evocata è stata, più di recente, rimessa alle Sezioni Unite, a seguito dell’ordinanza di rimessione di Cass., 20 giugno 2017, n. 15188, la quale ha evidenziato gli aspetti di debolezza del c.d. principio di omogeneità. In particolare, l’ordinanza ha osservato che: (i) “*il contesto della vigente legge antiusura non*

*esplicita una regola di omogeneità dei dati in comparazione; e neppure la suppone in via necessaria*"; (ii) le Istruzioni della Banca d'Italia – peraltro non espressamente prese in considerazione dalla L. n. 108 del 1996 (cfr. l'art. 2, che affida le rilevazioni trimestrali al Ministro dell'economia, "sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi") – "*sono in via espressa rivolte esclusivamente agli intermediari [...]. Le dette istruzioni, in altri termini, non hanno, né propongono, alcun contatto o interferenza con i negozi dell'autonomia dei privati*"; (iii) "*l'intera normativa di regolamentazione della materia usuraria - comprese le istruzioni dettate dalla Banca d'Italia va letta in termini di unitarietà sistematica, come focalizzate sulle regole manifestate dalla norma dell'art. 644 c.p.*"<sup>10</sup>.

Sotto questo profilo, il problema dell'ammissibilità di un'usura nei (o per) i contratti derivati è *storico*, piuttosto che *logico*, nel senso che risente dalla storicità della determinazione dei diversi settori dell'ordinamento (del mercato finanziario, in particolare) e delle categorie utilizzate dall'interprete per ricostruire – riconducendola a una fattispecie astratta – la specifica operazione economica sottoposta al suo esame.

Questo aspetto è particolarmente evidente nelle situazioni di uso "patologico" dei derivati, là dove più marcata è la sensazione di una deviazione dal modello di *investimento*, nella direzione del *finanziamento* (opaco e "irregolare") di un'impresa, che versi in situazione di difficoltà economica, pur se, in genere, proprio a causa di pregresse operazioni di investimento.

Peraltro, anche nell'impiego apparentemente fisiologico del derivato potrebbe celarsi la realizzazione di una più complessa operazione di finanziamento, in elusione dei più stringenti limiti che l'ordinamento (del credito) pone all'impiego del denaro, rispetto a

---

<sup>10</sup> La Suprema Corte ha, altresì, richiamato l'orientamento secondo cui "*le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti e obblighi*" e "*nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato sotto il profilo dell'elemento oggettivo*". "*Le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione*".

quanto consentito nel mercato finanziario, là dove la remunerazione aleatoria del risparmio è connaturata alla stessa nozione di prodotto finanziario. E ciò sebbene anche quest'ultima affermazione possa risultare opinabile o, quanto meno, stereotipata, proprio rispetto all'utilizzazione dei derivati in funzione di copertura, come già si è avuto modo di precisare, a proposito della locuzione "obiettivi di investimento".

Un'ultima precisazione, alla luce dell'ultimo rilievo, e in una prospettiva "pratica".

Nella strategia difensiva in sede di controversie civili, il richiamo alla natura usuraria della complessiva operazione presenta, a quanto consta, carattere recessivo e, in ogni caso, appare assai più complesso - soprattutto sul versante probatorio - rispetto alla argomentazione incentrata sulla disciplina generale del contratto e su quella speciale, contenuta nel TUF. In particolare, alla luce dei più recenti orientamenti della giurisprudenza, anche di legittimità, soprattutto nel caso di IRS presentati come di copertura, ma, in realtà, non idonei ad assolvere a siffatta funzione, la *via brevis* della nullità sembra più agevolmente percorribile, nella prospettiva del cliente, di sottrarsi al pagamento dei differenziali ovvero (anche) di ottenere la restituzione dell'indebito.

## 2. *Derivati di copertura e usura*

La fattispecie tipica, nella quale il problema ricorre, vede la banca erogare al cliente un finanziamento a tasso variabile e, contestualmente, negoziare, con il cliente medesimo, un derivato su tassi di interesse, "parametrato" (quanto a nozionale, scadenze, tasso variabile) sul finanziamento medesimo, ma a tassi "invertiti" (*i.e.*, il cliente paga il variabile e riceve il fisso)<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Si veda la fattispecie esaminata da Trib. Lucera, 26 aprile 2012 (ord., conf. da Trib. Lucera, 26 luglio 2012) apertura di credito accordata, ma non erogata, la cui efficacia è sospensivamente condizionata alla stipulazione di "Contratti Hedging" con le banche finanziatrici, i cui parametri sono stabiliti in funzione del finanziamento a tasso variabile. Secondo la giurisprudenza di legittimità, d'altronde, la disciplina dell'usura si applica a "tutti i contratti che prevedono la messa a disposizione di denaro dietro una remunerazione [...]. La pattuizione di interessi usurari non è, infatti, eventualità che si verifica nei soli contratti di mutuo, bensì in

La contestualità del derivato, rispetto a un finanziamento, potrebbe far pensare a una funzione di rafforzamento della garanzia del creditore e, dunque, a un'inclusione nel TEG.

A supporto di questa conclusione potrebbe giovare il richiamo alla recente pronuncia della Corte di Cassazione, 5 aprile 2017, n. 8806, che ha enunciato il principio secondo cui «*in relazione alla ricomprensione di una spesa di assicurazione nell'ambito delle voci economiche rilevanti per il riscontro dell'eventuale usurarietà di un contratto di credito è necessario e sufficiente che la detta spesa risulti collegata all'operazione di credito. La sussistenza del collegamento, se può essere dimostrata con qualunque mezzo di prova, risulta presunta nel caso di contestualità tra la spesa e l'erogazione*».

Sulla base di questo ragionamento, la Suprema Corte ha svalutato la contrapposizione fra spese *obbligatorie* e spese *facoltative*, riaffermando la “centralità sistematica” dell'art. 644, 4° co, cod. pen., anche in sede di interpretazione delle *Istruzioni di vigilanza* della Banca d'Italia [a quest'ultimo riguardo, si potrebbe richiamare la clausola generale di chiusura, presente nel punto 8) della Sez. I C4 (“*ogni altra spesa ed onere contrattualmente previsti, connessi con l'operazione di finanziamento*”).

In definitiva, ancorché, tecnicamente, non riconducibile all'assicurazione<sup>12</sup>, il costo del derivato di copertura rientrerebbe fra le spese *collegate alla erogazione del credito*, ex art. 644, 4° co., cod. pen., e dovrebbe, pertanto, essere tenuto in considerazione nell'accertamento di una eventuale pattuizione di un tasso di interesse usurario.

Più complessa appare, per contro, la fattispecie – forse più ricorrente, nella prassi – del cliente già indebitato, in ragione della sua attività (in genere: d'impresa), che conclude un IRS a copertura del rischio tassi sull'indebitamento (non originato da precedenti operazioni in derivati).

---

qualsivoglia contratto avente funzione creditizia al quale può essere associata la corresponsione di interessi, compresa dunque l'apertura di credito in conto corrente” (Cass., n. 12965/2016).

<sup>12</sup> Sul punto, si vedano le puntualizzazioni di DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di Cortese e Sartori, Pisa, 2010, 46-47; CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 173 ss.

Certo, anche in questo caso, si potrebbe osservare che, in effetti, il cliente avrebbe potuto, più semplicemente, “coprire” un indebitamento con un mutuo a tasso fisso. La negoziazione dell’IRS realizzerebbe “sinteticamente” lo stesso risultato, almeno sotto il profilo della neutralizzazione del rischio tasso, o, meglio, della sua trasformazione da variabile in fisso<sup>13</sup>.

In questo contesto, la combinazione dell’IRS e del finanziamento risulterebbe “preordinata e coordinata a realizzare la tipologia del diverso finanziamento che si intende conseguire”, con conseguente, concomitante, applicazione della disciplina del mercato finanziario e di quella del settore creditizio<sup>14</sup>.

In termini generali, una possibile – ancorché, forse, non decisiva – obiezione, rispetto a questo approccio, si basa sul rilievo che l’IRS non tutela il finanziatore dal rischio di credito, ma il finanziato dal rischio di mercato (*i.e.*, andamento dei tassi di interesse). In effetti, il creditore trae soltanto un vantaggio indiretto, e di mero fatto, dalla copertura del cliente. Il rilievo, a ben vedere, potrebbe valere anche rispetto alla prima tipologia di operazione contemplata, nella quale l’intermediario-finanziatore “pretende” la copertura del rischio tassi, contestualmente generato.

Piuttosto che una preordinata e coordinata combinazione di IRS e finanziamento, dunque, sussisterebbe una mera equivalenza negli effetti economici, di per sé, non sintomatica di una comune intenzione elusiva della disciplina anti-usura e, giuridicamente, del tutto

---

<sup>13</sup> Per questa impostazione, cfr., soprattutto, MARCELLI, il quale rileva che un finanziamento al tasso variabile (Euribor) + 1,30%, combinato con un Swap variabile (Euribor) contro fisso al 4,19%, è del tutto equivalente ad un finanziamento al tasso fisso del 5,49%. Così come, reciprocamente, un finanziamento al tasso fisso del 5,49%, combinato con un Swap fisso al 4,19% contro variabile (Euribor), è del tutto equivalente ad un finanziamento al tasso variabile (Euribor) maggiorato dell’1,30%. Donde la conclusione: “Se le due operazioni – finanziamento e *Swap* – sono concomitanti, o comunque sussiste un’esplicita finalità a conseguire la risultante dell’effetto congiunto, appare coerente con l’applicazione dell’art. 644 c.p., per la verifica dell’usura, valutare interessi, commissioni e spese, congiuntamente considerati nelle due operazioni effettuate, sommando sia gli oneri previsti nel contratto di finanziamento, sia i margini impliciti compresi nell’operazione di *Swap*. È il finanziamento risultante che va raffrontato alla soglia d’usura prevista dai decreti ministeriali”.

<sup>14</sup> In questi termini: MARCELLI, pp. 61 e 64.

irrilevante (almeno nella prospettiva della possibile applicazione della disciplina repressiva dell'usura).

La tesi contraria a includere il costo dei derivati di copertura nella determinazione del tasso soglia ha trovato un autorevole riscontro proprio nella Banca d'Italia, in sede di *“Risposte ai quesiti pervenuti in materia di rilevazione dei tassi effettivi globali ai sensi della legge sull'usura, § C3”*, là dove l'Autorità di vigilanza ha ritenuto che, “nel caso in cui il cliente mutuatario abbia sottoscritto uno strumento finanziario derivato, al fine di coprirsi dalle eventuali oscillazioni che il tasso di interesse contemplato dal contratto di finanziamento potrebbe subire nel corso del rapporto (ad es. interest rate swap che colleghi un finanziamento a tasso variabile a un tasso fisso predeterminato)”, [non è corretto] considerare ai fini della segnalazione il tasso di interesse risultante a seguito del contratto derivato e non quello previsto dal contratto di finanziamento, a cui il primo risulta collegato”.

In questa direzione depone, come si è osservato, anche l'orientamento manifestato dalla Suprema Corte, in particolare, nella sentenza n. 2965/2016, che, ha enunciato il principio della omogeneità fra criteri adottati per la rilevazione del TEGM e criteri per valutare il TEG del singolo rapporto<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Pur affrontando *ex professo* il tema della rilevanza della CMS per il calcolo del TEG, la Suprema Corte ha statuito, in termini generali, che nella verifica dell'usura non si può prescindere dalla coerenza e omogeneità tecnica tra il tasso misurato e il tasso soglia usato come parametro, di fatto validando la sola modalità tecnica di calcolo dettata dalla Banca d'Italia nelle sue Istruzioni. La Suprema Corte, in particolare, ha statuito che *“la fattispecie della cd. usura oggettiva (presunta), o in astratto, è integrata a seguito del mero superamento del tasso-soglia, che a sua volta viene ricavato mediante l'applicazione di uno spread sul TEGM; posto che il TEGM viene trimestralmente fissato dal Ministero dell'Economia sulla base delle rilevazioni della Banca d'Italia, a loro volta effettuate sulla scorta delle metodologie indicate nelle più volte richiamate Istruzioni, è ragionevole che debba attendersi simmetria tra la metodologia di calcolo del TEGM e quella di calcolo dello specifico TEG contrattuale. Il giudizio in punto di usurarietà si basa infatti, in tal caso, sul raffronto tra un dato concreto (lo specifico TEG applicato nell'ambito del contratto oggetto di contenzioso) e un dato astratto (il TEGM rilevato con riferimento alla tipologia di appartenenza del contratto in questione), sicché - se detto raffronto non viene effettuato adoperando la medesima metodologia di calcolo - il dato che se ne ricava non può che essere in principio viziato. In definitiva, può sostenersi che quand'anche le rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia dovessero*

L'opposto orientamento sottolinea, peraltro, che, soprattutto a seguito della novella introdotta dalla l. n. 2/09, i criteri di rilevazione del TEGM impongono di includere qualsiasi remunerazione dipendente dall'utilizzazione di fondi<sup>16</sup>, non lasciando alle autorità

---

*considerarsi inficiate da un profilo di illegittimità (per contrarietà alle norme primarie regolanti la materia, secondo le argomentazioni della giurisprudenza penalistica citata), questo non potrebbe in alcun modo tradursi nella possibilità, per l'interprete, di prescindervi, ove sia in gioco - in una unitaria dimensione afflittiva della libertà contrattuale ed economica - l'applicazione delle sanzioni penali e civili, derivanti dalla fattispecie della cd. usura presunta, dovendosi allora ritenere radicalmente inapplicabile la disciplina antiusura per difetto dei tassi soglia rilevati dall'amministrazione. Ed in effetti, l'utilizzo di metodologie e formule matematiche alternative, non potrebbe che riguardare tanto la verifica del concreto TEG contrattuale, quanto quella del TEGM: il che significa che il giudice - chiamato a verificare il rispetto della soglia anti-usura - non potrebbe limitarsi a raffrontare il TEG ricavabile mediante l'utilizzo di criteri diversi da quelli elaborati dalla Banca d'Italia, con il TEGM rilevato proprio a seguito dell'utilizzo di questi ultimi, ma sarebbe tenuto a procedere ad una nuova rilevazione del TEGM, sulla scorta dei parametri così ritenuti validi, per poi operare il confronto con il TEG del rapporto dedotto in giudizio. [...]. Ne consegue che il D.L. n. 185 del 2008, art. 2-bis, introdotto con la L. di conversione n. 2 del 2009, non è norma di interpretazione autentica dell'art. 644 c.p., comma 3, bensì disposizione con portata innovativa dell'ordinamento, intervenuta a modificare - per il futuro - la complessa disciplina anche regolamentare (richiamata dall'art. 644 c.p., comma 4) tesa a stabilire il limite oltre il quale gli interessi sono presuntivamente sempre usurari, derivandone ai fini qui di interesse - che per i rapporti bancari esauritisi prima del 1 gennaio 2010, allo scopo di valutare il superamento del tasso soglia nel periodo rilevante, non debba tenersi conto delle CMS applicate dalla banca ed invece essendo tenuto il giudice a procedere ad un apprezzamento nel medesimo contesto di elementi omogenei della remunerazione bancaria, al fine di pervenire alla ricostruzione del tasso-soglia usurario". Sul principio di simmetria TEG/TEGM, cfr. anche il Collegio di Coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario, Dec. 28 marzo 2014, n. 1875. In dottrina, per l'opposta tesi, cfr. FARINA, *Sindacato e disapplicazione dei decreti ministeriali in tema di usura e rilevanza dell'operazione economica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 465 ss.*

<sup>16</sup> Cfr. l'art. 2-bis, co., 2, D.L. 29 novembre 2008, n. 85, conv. in L. 28 gennaio 2009, n. 2: "Gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti dalle clausole, comunque denominate, che prevedono una remunerazione, a favore della banca, dipendente dall'effettiva durata dell'utilizzazione dei fondi da parte del cliente, dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, sono comunque rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 1815 del codice civile, dell'articolo 644 del codice penale e degli articoli 2 e 3 della legge 7 marzo 1996, n. 108".

amministrative alcun margine di discrezionalità, rispetto ai principi enunciati dall'art. 644, cod. pen.<sup>17</sup>.

Alla luce di quanto sin qui osservato, può dirsi che, *concettualmente*, la negoziazione di un derivato di copertura, *contestualmente* a un'operazione di finanziamento, può apparire del tutto sovrapponibile a un finanziamento erogato a condizioni economiche risultanti dalla "combinazione" dei due contratti. L'equivalenza funzionale è, poi, rafforzata, allorché il finanziatore e il negoziatore siano il medesimo intermediario.

Non così, per contro, nel caso di negoziazione di uno strumento finanziario derivato per coprire un preesistente indebitamento, poiché, in tal caso, ricorre, a ben vedere, proprio la fattispecie "tipica", riconosciuta dall'ordinamento del mercato finanziario. L'equivalenza con un'operazione di credito è, per così dire, una mera circostanza di fatto, l'effetto di un'operazione finanziaria (formalmente: di investimento).

Anche rispetto alla prima ipotesi, peraltro, oltre alle segnalate obiezioni di carattere "concettuale" (credito vs. investimento), la disciplina vigente, così come interpretata dalla giurisprudenza di legittimità (nell'attesa delle Sezioni Unite), può costituire un ostacolo – appunto, di carattere *normativo* – all'idea di cumulare i costi formalmente imputabili al finanziamento con quelli del derivato di copertura.

### 3. *Derivati speculativi e usura*

La fattispecie più ricorrente, nel contenzioso fra banche e clienti, è quella della "rinegoziazione" di uno o più precedenti derivati<sup>18</sup>. Le parti estinguono l'operazione e, contestualmente, ne concludono un'altra, nella quale i parametri sulla cui base saranno calcolati i flussi di pagamento a carico del cliente sono determinati "inglobando" il costo dell'estinzione della prima operazione. Il conseguente squilibrio genetico della seconda operazione è – in tutto o in parte – neutralizzato dal versamento di una somma *up-front*, da parte della

---

<sup>17</sup> Così MARCELLI, p. 65, nt. 64.

<sup>18</sup> Per vero, l'ipotesi di una negoziazione di strumenti derivati del tutto avulsa da preesistenti rapporti giuridici riferibili al cliente non sembra porre un problema di usura, bensì di nullità per non meritevolezza degli interessi realizzati dalle parti.

banca, a favore del cliente. Il costo di estinzione non è pagato a pronti dal cliente, ma è dilazionato nel tempo. Una variante registra l'effettivo addebito in conto del differenziale negativo di chiusura, "compensato" da una somma "up-front".

Secondo la "vulgata" dell'analisi finanziaria, l'*up front* è la somma che deve essere versata da un contraente all'altro, nel caso di *swap non par*, appunto per compensare lo squilibrio iniziale del valore delle prestazioni<sup>19</sup>.

La qualificazione di questa erogazione di denaro, in termini giuridici, è, però, controversa e ha alimentato il dibattito sulla possibile rilevanza di queste complesse operazioni, rispetto alla disciplina repressiva dell'usura.

Un orientamento dottrinale ritiene che l'IRS con *up-front* sia, in realtà, un contratto di credito (finanziamento per cassa), sia pure con la caratteristica di presentare una aleatorietà nella restituzione della somma data a credito. Il cliente, infatti, riceve un finanziamento, che dovrà restituire, mediante l'obbligo dei pagamenti periodici futuri, al netto dei pagamenti che riceverà. Si tratterebbe, dunque, di un "finanziamento speculativo"<sup>20</sup>.

Se, dunque, per l'analista finanziario l'*up front* è il congegno che rende *par* un IRS altrimenti squilibrato a vantaggio dell'intermediario – giusta la previsione di "costi impliciti", a carico del cliente, appunto

---

<sup>19</sup> Cfr. quanto si legge nell'Audizione Dott. Massimo Tezzon, Direttore Generale Consob, avanti alla VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati del 30/10/2007 "Al momento della stipula il valore del derivato deve essere par. L"Allegato 3 al Regolamento Consob n° 11522/98, al paragrafo 4 della parte B, intitolato "Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati. Gli Swaps", precisa che "alla stipula del contratto, il valore di un swap è sempre nullo", la somma algebrica attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero. Ove invece gli Swap fossero ab origine contratti „non par“, ossia laddove presentassero "al momento di stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato", l'equilibrio finanziario delle condizioni di partenza sarebbe ristabilito "attraverso il pagamento di una somma di denaro" da parte del contraente avvantaggiato" al contraente "svantaggiato" e "tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di up front". In dottrina, cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 469 ss.

<sup>20</sup> In questi termini: SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti IRS*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di Maffei, Milano, 2014, 255, nt. 6.

consistenti nella differenza fra il valore dello specifico *IRS*, al momento della sua conclusione, e il c.d. *fair value*, per definizione pari a zero, calcolato applicando modelli matematico-probabilistici generalmente riconosciuti –, giuridicamente, l'erogazione dell'*up front* verrebbe a soddisfare un'esigenza di liquidità del cliente o, comunque, arrecherebbe a quest'ultimo un'utilità, consistente nella disponibilità immediata del denaro. Donde la qualificazione in termini di finanziamento, come tale soggetto, fra l'altro, alla disciplina in materia di usura<sup>21</sup>.

In termini operativi, l'importo dell'*up front* determina un "rincarò" del saldo dei flussi di pagamento, per effetto del quale il cliente rimborserebbe il capitale iniziale, sostanzialmente, in conformità con un "piano di rimborso", nel quale il tasso di interesse non coincide con quello "di mercato" dello *swap*.

Movendo da queste premesse, si è altresì osservato che, nel contesto della complessiva operazione economica, la componente "pura" dello *swap* mantiene la sua natura aleatoria, rendendo incerto il flusso dei pagamenti risultante dalla "commistione" delle due componenti (finanziamento e *swap*); il che, peraltro, non verrebbe a inficiare la natura certa e determinata del piano di rientro<sup>22</sup>.

Si avrebbe, dunque, una utilizzazione dello *swap* con funzione creditizia, secondo l'intenzione del cliente, assecondata (o "suggerita") dalla banca. Lo "*swap* con *up front*" sarebbe il risultato della "combinazione" di un finanziamento e di un *swap* e, come tale, sarebbe soggetto, tra l'altro, alla disciplina in materia di usura<sup>23</sup>.

La qualificazione in termini di finanziamento, d'altronde, potrebbe

---

<sup>21</sup> MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 648; PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa*, in *Swap tra banche e clienti*, cit., 240-241.

<sup>22</sup> Cfr. MARCELLI, 22.

<sup>23</sup> Cfr. MARCELLI, p. 26, nonché l'esemplificazione, a p. 68: "È del tutto equivalente, da un punto di vista finanziario, con un tasso *Swap* di mercato del 4,18% (3,98% + 0,20% di margine di intermediazione) su cinque anni, convenire – su un nozionale di € 1.000 - uno *Swap* ad un tasso più alto, 7,23%, a fronte di un *up-front* di € 100, oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro *Swap* al tasso di mercato del 4,18%. D'altra parte il rischio di credito assunto dalla banca è il medesimo. Con una soglia d'usura pari al 16,89% (gennaio/marzo 2012), lo *Swap* con *up-front* sopra riportato configurerebbe un finanziamento usurario".

coesistere con la natura di “incentivo”, che la banca fornisce al cliente, per concludere un contratto “squilibrato”; il che, per vero, può trovare un riscontro empirico, là dove - come spesso è accaduto - risulti che l’up front fosse inferiore a quanto dovuto per rendere par il derivato.

Occorrerebbe, ulteriormente, distinguere, infine, l’ipotesi del mero up front, da quella dell’up front che, semplicemente, neutralizza il contestuale addebito del derivato “rinegoziato”. In questo caso, l’intermediario finanzierebbe l’addebito e ne otterrebbe la restituzione nel tempo, mediante il pagamento di differenziali “squilibrati”, nel nuovo IRS<sup>24</sup>.

In tutte le fattispecie sopra illustrate, si è affermato che “in presenza di un *up front*, che integra un finanziamento, la natura giuridica dei costi impliciti è quella di remunerazione di un finanziamento sicché la misura dei costi impliciti deve essere verificata, innanzitutto, alla stregua della disciplina dei c.d. tassi soglia di cui alla legge 108/1996, atteso che l’intermediario, contestualmente alla conclusione del nuovo contratto derivato, “si fa [...] promettere [...] in corrispettivo di una prestazione di denaro [...] interessi o altri vantaggi”.

L’up-front non rappresenterebbe la mera anticipazione dei futuri flussi di pagamento; ciò in quanto esso precede e determina la strutturazione del derivato, nel senso che incide sul margine che viene aggiunto al flusso aleatorio del derivato<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr. MAFFEIS (2013): “Nel caso della rinegoziazione, la somma addebitata non rappresenta, se non *in apparenza*, il corrispettivo di un mutuo dissenso: non si tratta del corrispettivo di un mutuo dissenso, ma del corrispettivo *della rinegoziazione*, perché la sua quantificazione è *preceduta* dall’accordo tra intermediario ed investitore circa l’accredito di identica somma, l’*up front*, nel contesto della rinegoziazione, sicché *maggiore* è il c.d. costo di estinzione anticipata del derivato, *maggiore* è lo squilibrio delle alee del nuovo IRS, e ciò a detrimento dell’investitore. Ma in realtà lo squilibrio è ancora maggiore, perché l’IRS rinegoziato con un *up front* di 100 contiene, *a sua volta*, nuovi costi impliciti, e così avrà un *fair value* pari, ad es., a 130 [...]. L’eventuale erogazione di un importo *up front*, che l’economista quantitativo considera funzionale al riequilibrio (totale o parziale) del derivato, ha, giuridicamente, una schietta natura di *mutuo fra scommettitori*: l’intermediario riconosce denaro all’investitore come imprescindibile condizione perché questi scommetta (variante, in caso di rinegoziazione: perché continui a scommettere)”.

<sup>25</sup> Cfr. MARCELLI, p. 11, anche per il rilievo che si tratta di un finanziamento, nel quale non è previsto l’obbligo del cliente di restituire l’up front, essendo questo risultato ottenuto “rincarando” il saldo dei flussi a carico del cliente. Il che incide

La tesi sopra sintetizzata presta il fianco a obiezioni, pur cogliendo la sostanza economica delle operazioni descritte.

Sotto un profilo formale, la somma erogata *up-front* dalla Banca non costituisce oggetto di un'obbligazione restitutoria, in capo al cliente, se non indirettamente e *di fatto*, in virtù della sua "incorporazione" nei flussi di pagamento futuri, in esecuzione del contratto IRS. Il regolamento contrattuale, in effetti, non contempla alcun obbligo di restituzione dell'*up-front*, a carico del cliente; il che potrebbe costituire indizio dell'assenza di una funzione di finanziamento, con conseguente riconduzione della fattispecie nell'alveo dell'investimento finanziario, ferme restando le possibili patologie del rapporto, alla luce dell'ordinamento del mercato finanziario e del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti.

L'assenza di un'obbligazione restitutoria può risultare non decisiva, nella prospettiva dell'analisi finanziaria, che valorizza la sostanziale equivalenza dei risultati, al di là degli schemi giuridici utilizzati dalle parti. Non altrettanto può dirsi, peraltro, nella dimensione giuridica e, in particolare, penalistica, nell'interpretazione della norma penale incriminatrice, contenuta nell'art. 644, cod. pen. In questa prospettiva – che sembra, per vero, preferibile, in materia di usura, anche alla luce delle recenti statuizioni di Cass., Sez. Un., 19 ottobre 2017, n. 24675, in merito alla unitarietà del divieto di usura, in sede penale e civile – potrebbe risultare problematico ravvisare nel pagamento dei flussi periodici "sbilanciati" il *corrispettivo* della prestazione di denaro (*i.e.*, l'*up-front*), ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 644, cod. pen. Salva, forse, l'ipotesi in cui risulti provato un intento elusivo della disciplina dell'usura, nella artificiosa creazione di un'operazione di investimento, avente il fine esclusivo e comune alle parti di erogare un finanziamento al cliente, da rimborsare secondo le modalità sopra descritte. Per questi aspetti, il problema si pone, fondamentalmente, in

---

solo sul costo, non anche sul rischio assunto. Donde il rilievo, secondo cui "non risulta, in generale, corretto sostenere che "*l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore*" (Corte d'Appello Trento 5/3/09, ilcaso.it): il rischio non aumenta, aumenta solo il costo". E ciò in quanto "se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Solo se lo *spread*, anziché additivo, fosse fissato in proporzione all'Euribor, cioè in termini moltiplicativi, l'alea si estenderebbe anche allo *spread*".

termini di (non agevole) onere probatorio, a carico di chi afferma la sussistenza di una fattispecie usuraria.

Non immune da possibili censure si rivela anche l'affermazione secondo cui la restituzione dell'*up-front*, con i rispettivi interessi, sarebbe "certa e determinata", pur potendo "risultare compensata con le risultanze opposte rivenienti dalla natura aleatoria dello swap"<sup>26</sup>. Così argomentando, infatti, si finisce per "scorporare", nel contesto di un'operazione unitaria, la componente (ritenuta) propriamente di investimento, da quella che, invece, avrebbe natura creditizia, rappresentando la restituzione del finanziamento. Un investimento "squilibrato" e "inadeguato" è dall'interprete (non senza un margine di arbitrarietà) riqualificato in termini di finanziamento aleatorio.

In definitiva, sembra più agevole ritenere che il pagamento dell'*up front* funga da strumento di riequilibrio del valore economico iniziale delle prestazioni a carico delle parti, nel contratto *IRS* "rinegoziato", e, dunque, rientri nella logica dell'*investimento finanziario*.

Permangono, come si è detto, possibili e diverse censure, rispetto alla complessiva operazione economica realizzata dalle parti, alla luce della disciplina dei servizi di investimento e di quella generale delle obbligazioni e dei contratti.

Per vero, l'utilizzazione "anomala" del contratto derivato appare di dubbia compatibilità con la disciplina dei servizi di investimento e, in particolare, con il principio del "servire al meglio" l'interesse del cliente (art. 21 T.U.F.).

Quanto mai incerto risulta, infine, il fondamento causale dell'erogazione effettuata dall'intermediario al cliente, come testimoniano anche le pronunce della giurisprudenza di merito, soprattutto nelle vicende che hanno visto coinvolti enti locali.

---

<sup>26</sup> Cfr. MARCELLI, p. 14. La prassi approdata nelle aule di giustizia, peraltro, suggerisce che anche la componente aleatoria, a carico dell'intermediario, può risultare, in concreto, ridotta o finanche del tutto elisa; in tal modo ulteriormente enfatizzando la natura di finanziamento, anche in termini causali.