

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2021

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

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

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

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Derivati over the counter: speculazione o copertura dai rischi? L'impatto della regolamentazione Ue sulla validità dei contratti.

SOMMARIO: 1. Gli strumenti derivati e il “loro” problema – 2. I contratti derivati. La fattispecie nei regolamenti UE – 3. Derivati per riduzione dei rischi o per speculazione? Il ruolo di EMIR – 4. Alcune considerazioni sulla disciplina dei derivati e sulle sue finalità – 5. Il problema della meritevolezza di tutela dei contratti derivati nell’ordinamento domestico.

1. Gli strumenti derivati e il “loro” problema

Gli strumenti finanziari derivati sono identificati dall’art. 1, co. 3, D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, “TUF”), sono contratti che realizzano l’allocazione tra le parti di un determinato rischio¹. Trasferire un rischio da una parte all’altra può rispondere a un interesse di copertura, se il rischio preesiste al derivato, o di speculazione, se il rischio viene definito con il contratto². Invero, l’operazione in oggetto rappresenta una soluzione efficiente nella gestione del rischio, allocandolo a una parte maggiormente in grado di prendersene carico in ragione della propria specializzazione³.

¹ Così, A. PERRONE, *I contratti derivati over the counter*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI, *I contratti per l’impresa*, vol. II, Bologna, 2013, 25. Per tutti, D. AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Private-Public Divide*, 2009, in www.exlegi.ox.ac.uk, 6; nella nostra letteratura, E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 652 s.

² Sul punto cfr. R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 114 s.; La tassonomia dei derivati basata sul proposito economico della controparte è ampiamente descritta da T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name; The Challenge of purely Speculative Derivatives*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 17, 2012, 75 ss.

³ C.L. CULP, *The Social Function of Financial Derivatives*, in R. W. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*, Hoboken, 2010, 58. Sulla differenza tra operazione di copertura e speculazione G. Kuserk, *Speculation and Hedging*, in R. W. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*, op. cit., 43 ss.

Se da un lato, le operazioni in derivati c.d. *exchange traded* non presentano particolari problemi; per altro verso, i derivati negoziati bilateralmente tra intermediario e cliente (c.d. *over the counter*, in seguito “OTC”) hanno generato, specie nell’ultima decade, diverse criticità su più fronti. Sul piano internazionale, questi strumenti finanziari sono stati oggetto di una profonda riflessione alla luce dei potenziali effetti negativi per la stabilità dei mercati. Di questi contratti si è sottolineato a lungo il contributo positivo sia alla funzione di *price discovery* dei mercati sia in termini di liquidità degli stessi⁴. Altri, guardando ai rischi, hanno messo in evidenza come questi strumenti finanziari rispondano più ad una esigenza commerciale degli intermediari che ad una reale esigenza di investimento “su misura” di alcuni operatori⁵.

Sul fronte più strettamente interno, dottrina e giurisprudenza hanno messo talvolta in discussione la loro validità⁶. Infatti, mentre i derivati

⁴ I possibili effetti positivi di queste operazioni sono invece evidenziati, H. SHADAB, *Guilty by Association? Regulating credit default swap*, in *Entrepreneurial Bus. L. Journal*, vol. 4, 2010, 407 ss.; F. PARTNOY - D. SKEEL, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, 1024 ss. Sottolineano il disvalore dei derivati puramente speculativi, L. A. STOUT, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, in *Harvard Business Law Review*, 2011, 1-38. L’autrice evidenzia come in termini di efficienza per il mercato, l’operazione in derivati puramente speculativi, presenta sempre un valore negativo, in virtù dei costi fissi quali i costi di negoziazione e i costi opportunità; sempre in questa prospettiva T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name: the challenge of purely speculative derivatives*, cit., 90.

⁵ In questo senso D. AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Private-Public Divide*, 2009, in www.exlegi.ox.ac.uk, 6; l’autore, nel descrivere le dinamiche di mercato che caratterizzano l’ideazione prima e la distribuzione poi di uno strumento finanziario c.d. “*tailor made*”, mette in luce che un prodotto non standardizzato spesso è l’esito di un processo di innovazione finanziaria che più l’obiettivo di creare una sorta di monopolio per la distribuzione di quel prodotto piuttosto che andare incontro ad una reale domanda di mercato.

⁶ Sul tema la letteratura è ampia così come è vasta la produzione giurisprudenziale. In letteratura, cfr. F. ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, I, 106 ss. A. TUCCI, “*Causa tipica*” e “*causa concreta*”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, III, 291; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e up front nei contatti derivati di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 299; P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit cred.*, 2016, IV, 501-508. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli*

con funzione di copertura sono ritenuti pacificamente meritevoli di tutela, per quanto riguarda i derivati OTC puramente speculativi non manca chi sostiene una posizione in favore della loro nullità. A differenza degli strumenti di copertura, si tratta di derivati che realizzano un trasferimento di ricchezza soltanto sulla base di diverse aspettative riguardo l'andamento economico di un sottostante di riferimento.

In particolare, la discussione ha riguardato il giudizio di meritevolezza, *ex art.* 1322, comma 2, c.c., dei contratti di *swap* (tra questi soprattutto degli *interest rate swap*, di seguito anche "IRS"). Il problema giuridico appena presentato è emerso in particolar modo con riferimento al Regolamento Consob n. 11522 del 1998 (di seguito, "I Regolamento Intermediari") - e dunque alla regolamentazione *ante* direttiva 2004/39/CE (di seguito "MiFID") - successivamente sostituito, prima, dal Regolamento 16190 del 2007 (di seguito, "II Regolamento Intermediari"), emanato in seguito all'adeguamento del nostro ordinamento della MiFID e poi, a sua volta oggi superato dal Regolamento 20307 del 15 febbraio 2018 (di seguito "nuovo Regolamento Intermediari") in ragione dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 600/2014 (di seguito, "MiFIR") e dell'adeguamento alla direttiva 2014/65/EU (in seguito "MiFID II"). La premessa è doverosa per definire correttamente il quadro normativo di riferimento e compiere le riflessioni che ci si propone alla luce degli invertenti disciplinari adottati a livello europeo, specie in risposta alla crisi finanziaria. Ultimamente, la discussione sulla natura dei derivati e la loro validità nasceva dalla richiesta di tutela, per le ingenti perdite patrimoniale subite, da parte di imprenditori che hanno sottoscritto, più o meno consapevolmente, degli *swap*. L'ampia distribuzione di questi strumenti è avvenuta a causa di diffusa pratica di *misselling*, conseguenza anche di un eccessivo quanto improprio ricorso del *caveat* della autodichiarazione di operatore qualificato da cui dipendeva l'inapplicabilità di diversi presidi normativi in favore del cliente; in particolare, venivano derogate: la previsione della forma scritta *ex art.* 23 TUF, la disciplina del conflitto di interessi, gli obblighi di

limiti" l'operatività in derivati, in *Società*, 2016, VI, 709 ss. Per una panoramica generale sull'evoluzione giurisprudenziale, E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in questa *Rivista.*, II, 2019, 25 ss.

informazione attiva e passiva (art. 27, I Regolamento Intermediari), e da ultimo le prescrizioni in tema di operazioni inadeguate (art. 29, I Regolamento Intermediari). Le più rigorose regole di comportamento introdotte con MiFID – con una valutazione in fase di distribuzione – e, oggi, la disciplina della *product governance* di MiFID II – con una duplice verifica: prima, in astratto, in fase di produzione dello strumento finanziario e poi, nuovamente, al momento della sua distribuzione – dovrebbero, sul piano teorico, ridurre la possibilità che strumenti complessi come i derivati OTC vengano sottoscritti senza un’efficace verifica della capacità del cliente di comprendere la reale portata dei rischi connessi all’operazione di investimento.

Più in generale, dunque, il problema di un’operazione in derivati OTC e della loro distribuzione è da individuare nello strutturale conflitto di interessi che la caratterizza: una controparte, generalmente la banca, riveste il doppio ruolo di consulente e contraente e gode, dunque, di una posizione di superiorità informativa rispetto all’altra controparte, l’operatore commerciale. In altre parole, l’operatore commerciale si rivolge ad un soggetto che allo stesso tempo deve strutturare il prodotto in base alle necessità del cliente e assumersi il rischio che gli viene trasferito attraverso il derivato.

La questione a lungo contesa⁷ cerca faticosamente di trovare una soluzione definitiva grazie alle più recenti pronunce della Corte di Cassazione⁸, tra queste, da ultimo, figura l’intervento delle Sezioni Unite: sentenza che introduce un primo punto fermo nel lungo dibattito non del tutto condiviso, lasciando così margine per ulteriori evoluzioni⁹. D’altra parte, la materia ha subito negli anni delle profonde

⁷ Per un’efficace sintesi dei problemi, A. PERRONE, *I contratti derivati*, cit., 260-261.

⁸ Si tratta, *inter alia*, di Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, Cass., 28 luglio 2017, n. 18781 e Cass., 31 luglio 2017, n. 19013.

⁹ Si fa riferimento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770 sui derivati sottoscritti dagli enti locali, in www.dirittobancario.it; Per alcuni primi commenti in dottrina, *inter alia*, A. PERRONE- M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un’analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, III, 195 ss.; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in www.dirittobancario.it, Giugno 2020; R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in www.dirittobancario.it, giugno 2020; F. SARTORI, *Contratti*

evoluzioni tanto che i contratti derivati presentano oggi una loro disciplina specifica rinvenibile, in particolare, nei regolamenti e nelle direttive europee. Si tratta di un complesso di norme che disegna una fattispecie articolata e che evidenzia la preoccupazione del legislatore europeo più per i rischi sistemici che pongono i derivati che per i problemi legati alla loro distribuzione e alla loro validità.

Questo ultimo aspetto costituisce l'oggetto della presente indagine; in particolare, si vuole affrontare il tema dei possibili effetti di questa evoluzione normativa sulla discussione in merito alla tutela degli investitori e sugli spazi di dichiarazione di nullità degli strumenti derivati. Per poter affrontare adeguatamente il tema è importante porre in relazione le regole previste nei regolamenti europei con la disciplina domestica, considerando anche gli esiti del dibattito in dottrina e degli arresti in giurisprudenza. In questa prospettiva, nella prima parte, la ricerca intende offrire una ricostruzione della "fattispecie" derivato, in relazione alla loro funzione economica e alla natura dei sottostanti coinvolti (paragrafi 1, 2, 3); nella seconda parte, viene discusso l'impatto della ricostruzione proposta sul tema della tutela degli investitori facendo riferimento ai problemi che si sono sviluppati intorno alla validità o meno del contratto derivato, intrecciando per questa via aspetti più prettamente finanziari e regolamentari con elementi del diritto interno.

2. I contratti derivati. La fattispecie nei regolamenti UE

I contratti derivati si classificano tradizionalmente in tre sottocategorie: i *future*, le *option* e gli *swap*¹⁰. A tale tripartizione si aggiunge, con rilevanza disciplinare, l'eterogenea natura dei sottostanti, ossia dei beni o eventi cui i derivati fanno riferimento e dai valori dei

derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato, in www.dirittobancario.it, giugno 2020.

¹⁰ Nella letteratura economica, il riferimento d'obbligo è J. HULL, *Options, Futures and Other Derivatives*, Upper Saddle River, 2011⁸, trad. it. *Opzioni, futures e altri derivati*³, Torino, 2012, *passim*; per esemplificazioni più accessibili ai giuristi v. A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, 15 ss; per un'analitica descrizione delle fattispecie contrattuali E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 67 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti finanziari derivati*, Milano, *passim*.

quali dipendono i trasferimenti di ricchezza regolati dai contratti in parola.

Per quanto riguarda la disciplina dei contratti derivati, nel nostro ordinamento si qualificano come strumenti finanziari e pertanto soggetti alla disciplina della MiFID II e di MiFIR. In questi atti si definisce lo strumento derivato quel «valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure» (art. 4 (1), n. 44, lett. c) e citati nell'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, MiFID II)¹¹. In una classificazione degli strumenti derivati, quelli «su

¹¹ L'art. 2(1), n. 29, MiFIR rinvia a MiFID per la definizione. Nell'allegato I, sezione C, punti 4 a 10 si citano questi strumenti: «4) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissioni o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. 5) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti oppure possa avvenire in contanti a discrezione di una delle parti (per motivi diversi dall'inadempimento o da un altro evento che determini la risoluzione). 6) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica. 7) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto 6 della presente sezione e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati. 8) Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito. 9) Contratti finanziari differenziali. 10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella

merci» (art. 2 (1), n.30 MiFIR)¹² meritano un accenno particolare. La loro inclusione nella direttiva rappresenta l'approdo di un'evoluzione normativa: la valutazione della prevalenza del significato "finanziario" piuttosto che "commerciale" dei contratti in parola è stata oggetto di un lungo dibattito¹³. La Direttiva 22/93/CEE – *Investment Service Directive* (di seguito, "ISD")¹⁴ – non aveva incluso i derivati su merci nella nozione di strumento finanziario. La principale conseguenza della non riconosciuta "finanziarietà" di tali strumenti consisteva nella preclusione per le imprese di investimento e mercati regolamentati di Paesi il cui ordimenti domestici comprendevano già i *commodity derivative* fra gli strumenti finanziari di beneficiare del "passaporto europeo". La stessa esclusione consentiva per altro verso agli operatori di non essere soggetti alla disciplina dei servizi di investimento né, in

presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema organizzato di negoziazione o un sistema multilaterale di negoziazione».

¹² Gli strumenti finanziari definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettera c), di MiFID, che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui all'allegato I, sezione C, punto 10), della stessa direttiva o ai punti 5), 6), 7) e 10) dell'allegato I, sezione C, appena citato in nota precedente. Su questo argomento A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE *Commodity Derivatives e MiFID II*, in V. TROIANO (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di governance – Mercati*, Padova, 2016; A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets*, 2017, OUP, 456-460.

¹³ Con riferimento alla problematica, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 11 (in nota 22), e in modo più ampio, anche se con riferimento a MiFID I, C. MOTTI, *La finanziarietà dei commodity derivatives: prime riflessioni in margine alla direttiva MIFID*, in *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, a cura di M. LAMANDINI - C. MOTTI, Milano, 2006, 485-519.

¹⁴ Si fa riferimento alla Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, recepita in Italia con il D.lgs, 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. «decreto eurosim»). Nell'unico allegato della direttiva, sezione B, si elencano i derivati compresi: «contratti a termine fermo (futures) su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti; contratti a termine su tassi d'interesse (FRA); contratti *swaps* su tassi d'interesse, su valute o contratti di scambio connessi a indici azionari («equity swaps»); opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento contemplato da questa sezione dell'allegato, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. Sono comprese in particolare in questa categoria le opzioni su valute e sui tassi d'interesse». In generale sulla direttiva e la sua attuazione in Italia, si rinvia a G. CAMPOBASSO (a cura di), *L'Eurosime - Commentario*, Milano, 1997.

particolare per gli operatori specializzati, di essere soggetti alle attività di vigilanza collegate.

MiFID estese la lista degli strumenti finanziari che i soggetti autorizzati possono fornire, beneficiando conseguentemente anche del passaporto europeo, includendovi anche molti derivati su *commodity*. In particolare, l'allegato I di MiFID fa riferimento ai *future*, alle opzioni, agli *swaps*, con sottostante una *commodity* e dotati di caratteristiche finanziarie. Precisamente, sono strumenti finanziari quei derivati su merci che prevedono l'obbligo di pagamento di differenziali in contanti (c.d. *cash settlement*) o che tale modalità di estinzione del contratto sia quanto meno prevista come opzione in favore di uno dei contraenti. I *commodity derivative* che prevedono la consegna fisica del bene rientrano invece nella nozione di strumento finanziario solamente se negoziati su un mercato regolamentato o su un *multilateral trade facilities* (in seguito, "MTF").

L'inclusione di derivati su merci con queste caratteristiche operata con la MiFID, accolta senza particolari resistenze¹⁵, ha prodotto nel tempo tuttavia alcune divergenze interpretative da parte delle competenti Autorità di vigilanza nazionali. Su questo punto, l'ESMA ha infatti dovuto emanare delle *Guidelines* al fine di assicurare una comune e uniforme applicazione delle definizioni di *commodity derivative*¹⁶.

Con la MiFID II si amplia ulteriormente la definizione di strumenti finanziari con l'intento di ricomprendere nel proprio ambito di applicazione un maggior numero di strumenti finanziari. Tale novella intende dar seguito alle indicazioni regolamentari che danno seguito al mandato del G-20¹⁷. Oggi, pertanto, con MiFID II/MiFIR, rientrano nella nozione di strumento finanziario tutti i contratti derivati che prevedono la consegna fisica del sottostante, scambiati anche in

¹⁵ In questo senso D. CIANI, *La Direttiva 2004/39/CE: un resoconto "dall'interno" dei difficili lavori preparatori*, in *Scambi su merci e derivati su commodity*, cit., 45.

¹⁶ ESMA, *The application of the definitions in Section C6 and C7 of the Annex I of Directive 2004/39/EC (MiFID)*, Guidelines, Maggio 2015 (ESMA/2015/675).

¹⁷ Cfr. il Considerando 19 di MiFID II.

Organized Trade Facilities (di seguito, “OTF”) e non solo in mercati regolamentati o MTF¹⁸.

3. *Derivati per riduzione dei rischi o per speculazione? Il ruolo di EMIR*

Una volta individuate le norme che consentono di inquadrare gli strumenti derivati soggetti alla disciplina speciale, introdurre il contesto dal quale ha avuto origine questa regolamentazione è utile per affrontare, nella giusta prospettiva, i problemi oggetto di questo studio. La crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce i rischi posti dai mercati dei derivati OTC. Il Regolamento (UE) n. 648/2012 (di seguito, “EMIR”)¹⁹, primo per quando riguarda le transazioni in derivati dopo la crisi finanziaria, ha come obiettivo il miglioramento della trasparenza

¹⁸ Sono rimaste in vigore delle esenzioni in favore degli operatori commerciali, la cui operatività ha tuttavia subito una restrizione ulteriore rispetto a MiFID II (che riflettono, sul piano logico, la precedente disciplina). Rispetto a MiFID I, l’esenzione per chi negozia per conto proprio derivati su merci, compresi i *market maker*, non opera sempre, ma solo al ricorrere di tre condizioni. Più in dettaglio, le tre condizioni elencate sono le seguenti: 1) che per ciascuno di tali casi, considerati sia singolarmente che in forma aggregata, si tratti di un’attività accessoria all’attività principale considerata nell’ambito del gruppo, purché tale attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento ai sensi della direttiva MiFID II, di attività bancarie ai sensi della direttiva 2013/36/UE o in attività di *market making* in relazione agli strumenti derivati su merci; 2) che tali persone non applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; 3) che dette persone comunichino formalmente ogni anno che si servono di tale esenzione e, su richiesta dell’autorità competente, su quale base ritengono che la loro attività ai sensi dei punti 1) e 2) sia accessoria all’attività principale; E’ stata dunque abrogata la precedente esenzione *ex art. 2(1) let. k*, che si riferiva “alle persone la cui attività principale consiste nel negoziare per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci. Questa esenzione non si applica allorché le persone che negoziano per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci fanno parte di un gruppo la cui attività principale consiste nella prestazione di altri servizi di investimento, secondo la definizione della presente direttiva, o di servizi bancari di cui alla direttiva 2000/12/CE”.

¹⁹ Su EMIR e l’impatto sul mercato dei derivati, *ex multis*, v. P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 182 ss.; ID, *Central Counterparties and Trade Repositories in Post-Trading Infrastructure Under EMIR Regulation on OTC Derivatives*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 29, 2014, 681 ss. N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 576; L. SASSO, *L’impatto sul mercato dei derivati*, in *Giur. comm.*, 2012, VI, 899 ss.

delle negoziazioni con oggetto derivati, incentivando il trasferimento delle operazioni dal mercato *over the counter* a delle *trading venue* regolamentate.

In questa prospettiva, EMIR, che riguarda particolarmente l'infrastruttura del mercato europeo dei derivati, rappresenta un primo passo importante. L'art. 4 di EMIR stabilisce anzitutto che tutti i contratti derivati, che presenti determinati livelli di standardizzazione e liquidità, siano soggetti a compensazione (c.d. "*clearing*") tramite controparte centrale (di seguito, "CCP"). In aggiunta, EMIR impone di adottare rigorose tecniche di mitigazione del rischio con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale (art. 11, EMIR) e introduce norme e standard di comportamento organizzativi e rigorosi requisiti prudenziali per le stesse CCP (art. 16 e artt. 26-35, EMIR). Sono soggette all'obbligo di *clearing* le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie "qualificate", intendendo con tale terminologia gli operatori commerciali che detengono un portafoglio di strumenti derivati per i quali non sia oggettivamente misurabile la capacità di ridurre i rischi (direttamente legati alla loro attività o di finanziamento di tesoreria dalle stesse con un valore nozionale lordo che supera determinate soglie, distinte per categoria di strumento derivato (artt. 4 e 10, EMIR)²⁰.

Questa distinzione tra derivati dei quali sia oggettivamente misurabile la capacità di ridurre i rischi legati all'attività del soggetto non finanziario, parte del contratto, e i derivati invece non sottoscritti a tal fine, segna nel regolamento il momento in cui viene definito quando lo strumento derivato abbia una finalità di copertura piuttosto che di speculazione. L'art. 10 del Regolamento delegato (UE) n. 149/2013

²⁰ Le soglie sono stabilite all'art. 10 del Regolamento delegato (UE) della Commissione n. 149/2013. In particolare, facendo riferimento al valore nozionale lordo la soglia limiti è di 1 miliardo di Euro per i derivati di credito; di 1 miliardo di euro per gli *equity derivative*; 3 miliardi di Euro per gli IRS; 3 miliardi per i derivati sui tassi di cambio; 3 miliardi di euro per i derivati su merci e per tutti i derivati non menzionati nei punti precedenti. Su pro e contro dell'obbligo di compensazione M. WEBER, *Central counterparties in the OTC derivatives market from the perspective of the Legal Theory of Finance, financial market stability and the public good*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 17, 2016, 82-87; sul valore delle soglie specie per i derivati su merci, E. GROSSULE, *Regulatory Strategies towards the Commodity Market Financialization Risk: Position Limits' Regime, Transparency and Enforcement Tools*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2019, II, 319-333.

stabilisce i criteri per stabilire quali contratti derivati OTC riducano oggettivamente i rischi delle controparti non finanziarie o del gruppo. In particolare, il derivato ha una funzione di riduzione dei rischi quando di per sé o in combinazione con altri contratti, direttamente o anche tramite strumenti correlati, soddisfi uno dei seguenti criteri: copra i rischi legati ad una potenziale variazione del valore di beni, servizi, o passività, legati alla controparte non finanziaria o il gruppo in ragione della loro attività; copra i rischi dovuti alla fluttuazioni dei tassi di interesse, di inflazione, di credito o del rischio di credito che possano impattare indirettamente sul valore dei beni e servizi o delle passività della controparte non finanziaria o del gruppo; infine che costituisca un contratto di copertura in conformità agli International Financial Reporting Standards (di seguito, “IFRS”). I primi due criteri, pur nella loro formulazione generale, richiedono una stretta correlazione tra il contenuto del contratto e l’attività della controparte finanziaria. Di fatto, il terzo criterio ribadisce quanto stabilito nei primi due introducendo un richiamo esplicito ai principi contabili internazionali. Su questa linea si pone, necessariamente, anche il nostro ordinamento. Tant’è vero che l’art. 2426, comma 11-bis, cod. civ., stabilisce che «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»²¹. Detta correlazione sussiste sia quando il contratto derivato è direttamente connesso con il rischio – ha esattamente lo stesso sottostante e la stessa data di regolamento – sia quando il derivato è collegato ad uno strumento o ad una attività correlata – ha un sottostante diverso ma molto simile in termini di comportamento economico. Inoltre, il rischio può essere coperto da una combinazione di contratti derivati, compresi i derivati di copertura che liquidano precedenti derivati ormai slegati dai rischi connessi all’attività commerciale in ragione di una loro evoluzione²². In conclusione, il regolamento dunque ha introdotto una diversificazione dell’intensità della disciplina che si basa proprio sulla

²¹ Il comma 11-bis, dell’articolo 2426, cod. civ., è stato introdotto dal D.lgs. 139 del 18 agosto 2015. Il decreto ha adeguato il nostro ordinamento alla direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci di esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese.

²² In questi termini il Considerando n. 18 e n. 19 del regolamento delegato (UE) n. 149/2013.

funzione economica (di copertura o speculativa) degli strumenti derivati oggetto di regolamentazione.

Ci si pone il problema dunque di capire se EMIR, e i contorni da questo definiti – regolamento che disciplina l’infrastruttura del mercato e precisamente, visto nella prospettiva di un ideale ciclo di vita di uno strumento finanziario derivato, riguarda la sfera della fase di post-negoziazione – possa avere una valenza di sistema e produrre effetti sull’intera vita dello strumento e in particolare nei rapporti con la clientela. Il quesito trova una sua risposta nel complesso delle norme che disciplinano gli strumenti finanziari e i rapporti tra intermediari e clienti; in altre parole, occorrerà guardare a sistema MiFID II/MiFIR.

Da questa analisi emerge fin da subito un collegamento tra le due discipline. MiFIR ha introdotto l’obbligo di negoziare (cfr. art. 28 del Regolamento) tutti i contratti derivati OTC, che soddisfano requisiti di standardizzazione e liquidità del loro mercato o soggetti alla compensazione centrale secondo quanto stabilito da EMIR. In altre parole, i contratti derivati OTC compensati centralmente devono essere negoziati conformemente ai criteri stabiliti in MiFIR (art. 32) e più in particolare dal regolamento delegato 2016/2020. Questo ulteriore obbligo completa il progetto di riforma di questo mercato secondo quanto stabilito dal G20 di Pittsburgh. L’ordinamento europeo si allinea così anche a quanto stabilito dalla disciplina statunitense introdotta con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Title VII).

I due fattori chiave per l’obbligo di negoziazione sono: se quella classe di derivati sia già negoziata in una *trading venue* o se per la stessa vi sia sufficiente liquidità²³ perché possa essere oggetto dell’obbligo di

²³ Regolamento delegato (UE) 2016/2020 della Commissione, che integra il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui criteri per determinare se gli strumenti derivati soggetti all’obbligo di compensazione debbano essere soggetti all’obbligo di negoziazione. L’ESMA, *The trading obligation for derivatives under MiFIR*, 19 giugno 2017, 9 (ESMA70-1566-71) parla a riguardo di “*venue test*” e “*liquidity test*” Per quanto riguarda il *venue test* si tratta di capire se un determinato strumento può essere considerato appartenente ad una classe di derivati già negoziati; il secondo test se per la tipologia di strumento in questione via siano sufficienti acquisti e vendite di posizioni. Su alcune divergenze interpretative tra autorità e operatori, ESMA, *The trading obligation, cit.*, 11-12. In

negoziato. Per quanto riguarda i soggetti, l'obbligo di negoziazione imposto da MiFIR si applica alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie soggette all'obbligo di compensazione secondo EMIR²⁴.

Queste due misure indicano chiaramente che tra EMIR e MiFIR vi sia, per quel che riguarda i derivati OTC, una stretta correlazione. In altre parole, si può affermare che a livello definitorio i principi fissati da EMIR al fine di stabilire se un dato derivato sia speculativo o di copertura, abbiano portata generale. Questa affermazione trova conferma in almeno altre due indicazioni regolamentari rinvenibili da un attento raffronto di MiFID II/MiFIR con EMIR. La prima considerazione, più generale, riguarda la definizione di contratto derivato *over the counter* presente nei rispettivi complessi normativi; la seconda indicazione proviene, più in particolare, dalla disciplina dei limiti di posizione applicabili ai derivati su *commodity*. Sul primo punto EMIR fornisce una definizione di derivato OTC più ampia rispetto a MiFID II/MiFIR, indice che si presta maggiormente ad un'applicazione di portata generale. In questo senso, EMIR è applicabile a tutti i derivati che non siano negoziati in un mercato regolamentato, laddove per mercato regolamentato si intenda strettamente la definizione da MiFID II (*ex art. 4 (1), n. 21*). Ciò significa che, per i fini EMIR, sono considerati OTC anche i derivati eventualmente negoziati su MTF e OTF (come definiti *ex art. 4(1), n. 22 e 23*)²⁵. MiFID II/MiFIR invece considerano "OTC" solamente i contratti non negoziati in una *trading*

letteratura, M. LEHMANN, *Commentary on MiFIR sub art. 28-34*, in M. LEHMANN – K. KUMPAN, *Financial Services Law*, C.H. Beck, Hart, Nomos, 505-528,

²⁴ Si tratta pertanto dei soggetti indicati all'art. 4, EMIR: controparti finanziarie e controparti non finanziarie c.d. qualificate, cioè titolari di posizioni in contratti derivati per un valore nozionale superiore ai valori indicati all'art. 10 del Reg. 149/2013. A tal fine, non si terrà conto delle posizioni detenute in contratti per i quali sia oggettivamente misurabile la loro capacità di ridurre i rischi connessi all'attività della controparte non finanziaria (art. 10, EMIR). ESMA pubblica e mantiene sul proprio sito web un registro che specifica, in modo esaustivo e inequivocabile, gli strumenti derivati soggetti all'obbligo di negoziazione, le sedi in cui sono ammessi alla negoziazione o negoziati e le date a partire dalle quali detto obbligo entra in vigore (art. 34, MiFIR).

²⁵ In generale per MiFID II, mercati regolamentati, MTF e OTF sono tutte sedi di negoziazione (art. 4(1) n. 24, MiFID II), perciò un derivato ove negoziato in uno di queste *venue* non è più considerabile *over the counter*. Ai fini EMIR invece non sono OTC solamente derivati negoziati in mercati regolamentati (art. 4(1) n. 21 MiFID II).

venue. La maggiore portata di EMIR consente all'evidenza di ricomprendere tutte quelle classi di derivati maggiormente distribuiti alle controparti commerciali di ogni settore merceologico, siano questi strumenti sufficientemente standardizzati da poter essere soggetti al *clearing* e all'obbligo di negoziazione in qualsiasi categoria di mercato, siano invece eccessivamente su misura e pertanto non soggetti all'obbligo di compensazione centrale, ma ad altre misure di contenimento dei rischi²⁶. In questa prospettiva, per quanto riguarda i contratti derivati OTC si può affermare che EMIR abbia una portata più generale di MiFID II/MiFIR: quest'ultima disciplina completa e specifica alcuni aspetti, legati essenzialmente alla negoziazione, lasciando alle norme più ampie del primo gli aspetti definitivi, determinando così una relazione sistematica tra le due normative.

In questo stesso schema si inserisce la seconda indicazione. EMIR non rappresenta nell'ordinamento europeo l'unico caso in cui il regolatore distingue tra derivati di copertura e strumenti speculativi, attribuendo rilevanza giuridica a tale distinzione.

Tra gli obiettivi della nuova regolamentazione in tema di derivati su *commodity*, il contenimento della speculazione finanziaria ha un ruolo centrale. Lo scopo è duplice: da un lato favorire una corretta formazione dei prezzi e, per altro verso, assicurare un ordinato funzionamento del mercato. Più nel dettaglio, MiFID II introduce i limiti di posizione, disciplina che risponde a tre ordini di ragioni: (1) prevenire possibili distorsioni nel meccanismo di formazione dei prezzi; (2) assicurare la convergenza tra i prezzi dei derivati e i prezzi delle *commodity* nei mercati; (3) infine, limitare gli abusi di mercato²⁷. L'articolo 57, MiFID II, introduce dei limiti di posizione *ex ante* per tutti i derivati su merci, proibendo agli operatori di detenere posizioni in contratti derivati oltre una determinata soglia-limite. A tal fine però,

²⁶ Le tecniche di attenuazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP sono disciplinate dall'art. 11 EMIR e nel Regolamento delegato (UE) n. 149/2013 della Commissione (delega ex art. 11(4) EMIR); Regolamento delegato (UE) n. 2251/2016 della Commissione, emendato dal Regolamento delegato (UE) n. 323/2017 della Commissione (delega ex art. 11(15) EMIR) in tema di scambio di garanzie finanziarie (*collateral*). Sul punto, P. LUCANTONI, *Sub art. 11, Commentary on EMIR*, in M. LEHMANN – K. KUMPAN, *Financial Services Law*, C.H. Beck, Hart, Nomos, 1606-1609,

²⁷ Vedi D. BUSCH, *MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets*, in *Law and Financial Markets Review*, vol. 11, 2017, 136-137.

la funzione economica che svolge lo strumento e voluta dalle parti è nuovamente decisiva: i contratti derivati stipulati con finalità di copertura non sono soggetti ai limiti di posizione. Più precisamente, i *position limits* non si applicano ai contratti sottoscritti dalle controparti non finanziarie, direttamente o per tramite di un terzo soggetto, a meno che non si tratti di strumenti stipulati per finalità speculative. Si presenta così di nuovo il dualismo tra strumenti di copertura e strumenti speculativi, rendendo necessaria, anche in quest'altro contesto, la definizione dei criteri che consentono all'interprete e all'operatore di stabilire quale sia, secondo la legge, la funzione economica del derivato.

La disciplina dei limiti di posizione rappresenta una delle novità nella regolamentazione dei derivati in UE, in particolare degli strumenti derivati con sottostante una *commodity*. Non vi è dubbio che la *ratio* sottesa a queste misure è, principalmente, di ridurre, eliminare o, quanto meno, prevenire l'eccessiva speculazione e le manipolazioni del mercato – in particolare, i rischi di *squeeze* e di *cornering* – assicurando, nel contempo, la liquidità di mercato necessaria agli operatori che intendono coprire alcuni loro rischi; in altre parole, il regolatore europeo intende favorire i contratti dove almeno una delle parti persegue una finalità di copertura: c.d. “*hedge-hedge*” e “*hedge-speculative*”²⁸.

Le modalità tecniche per applicare i limiti di posizione, in concreto, ai derivati su merci – siano questi negoziati o considerati

²⁸ I contratti derivati possono essere classificati in diverse tassonomie sistematiche. Ai fini del presente articolo è rilevante la tassonomia basata sulle motivazioni delle controparti a stipulare un contratto derivato. Negli strumenti derivati detiene una posizione “speculativa” una controparte che stipula il contratto senza l'interesse economico di ridurre un rischio preesistente, sia essa in possesso o meno: di una competenza tecnica specifica con riguardo l'oggetto del derivato, di informazioni non pubbliche o speciali relative al probabile andamento economico del sottostante o, infine, dell'intenzione di mantenere aperta la sua posizione per un periodo di tempo breve o lungo. Al contrario, un “*hedger*” stipula un contratto derivato con l'interesse economico di ridurre un rischio preesistente al contratto e collegato alla sua attività. Per un'analisi più approfondita su questo argomento, L. STOUT, *Why the Law Hates Speculator, Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, vol. 48, 735-736; vedi anche T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name*, cit., 75 ss.

economicamente equivalente ai contratti *over the counter*²⁹ – sono definite con maggiore dettaglio nel Regolamento delegato (UE) 2017/591 della Commissione³⁰. L'art. 7 infatti, nel declinare tecnicamente quanto disposto dall'art. 57 paragrafo 1, MiFID II stabilisce quali posizioni si possono considerare «atte a ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali». In altre parole, la norma stabilisce quali sono gli strumenti di copertura e quali invece speculativi. Per quanto riguarda il contenuto, il regolamento delegato in parola riprende, ancora una volta, il dettato di EMIR e del regolamento delegato 149/2013, ribadendo tanto che i rischi oggetto del derivato devono essere direttamente connessi con l'attività commerciale della controparte non finanziaria interessata, quanto l'applicazione della definizione contabile di contratto di copertura secondo gli IFRS (art. 7, par. 1, lett. *a*) e *b*). A differenza di quanto previsto dalla disciplina tecnica di dettaglio di EMIR, il paragrafo 2 dello stesso art. 7 specifica, poi, che l'entità non finanziaria, o la persona che detiene la posizione per conto di detta entità descrive, nelle sue politiche interne: «le tipologie di contratti derivati su merci compresi nei portafogli utilizzati per ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali e i relativi criteri di ammissibilità; il nesso tra il portafoglio e i rischi che il portafoglio attenua; le misure adottate per garantire che le posizioni concernenti tali contratti servano esclusivamente a coprire i rischi direttamente connessi alle attività commerciali dell'entità non finanziaria». Questi ulteriori oneri se da un lato hanno la funzione di ben identificare i contratti da non includere tra quelli che concorrono a stabilire l'eventuale esenzione dai limiti di posizione, per altro verso puntualizzano la necessità che sussista un nesso diretto tra la tipologia di contratto sottoscritto e i rischi commerciali dell'attività. Peraltro, la controparte dovrà dimostrare proprio detta connessione nella domanda di esenzione dai limiti di posizione, da inviare alla competente autorità

²⁹ Un contratto OTC è economicamente equivalente a quello negoziato su una sede di negoziazione, quando esso ha identiche specifiche contrattuali e identici termini e condizioni, a esclusione delle specifiche delle dimensioni dei lotti, delle date di consegna che si discostano di meno di un giorno di calendario e degli accordi di gestione del rischio post-negoziazione. Vedi anche, CONSOB, *Derivati su merci: esenzioni, limiti di posizione e "position reporting"*, Guida operativa, 1° agosto 2019, 7.

di vigilanza, *ex art. 8* del regolamento delegato 591/2017, qualora la stessa intenda avvalersene.

4. *Alcune considerazioni sulla disciplina dei derivati e sulle sue finalità*

Da quanto fin qui prospettato, si comprende come non si abbia una disciplina organica del derivato. Dal complesso delle norme si può però ricavare alcune importanti indicazioni.

La regolamentazione dei derivati ha certamente un duplice obiettivo: garantire la stabilità dei mercati, cercando di contenere il potenziale rischio sistemico dovuto alle interconnessioni tra operatori che gioco forza si producono in virtù di questi contratti, e proteggere conseguentemente gli investitori. Lo strumento scelto dal legislatore europeo per il raggiungimento di dette finalità è ancora una volta il miglioramento della trasparenza e del flusso di informazioni sulla formazione dei prezzi e sui volumi scambiati. Prima delle riforme descritte, il mercato dei derivati *over the counter* si caratterizzava, infatti, per l'elevato grado di opacità.

In questa prospettiva, prima EMIR e poi la riforma della MiFID hanno imposto diversi obblighi per rendere trasparente questo mercato. Per quanto riguarda EMIR, oltre al già menzionato obbligo di compensazione mediante controparte centrale, che già di per sé implica una maggiore trasparenza rispetto ad operazioni meramente bilaterali, viene richiesto alle controparti e alle CCP di trasmettere tutte le informazioni sui derivati ai repertori di dati sulle negoziazioni (art. 9, EMIR). Queste informazioni devono essere accessibili ad ESMA ed alle autorità di vigilanza (art. 61, EMIR). La norma intende fornire alle autorità di vigilanza competenti e ai regolatori una chiara prospettiva di ciò che accade sui mercati. In questo senso, MiFIR compie un ulteriore passo in avanti. Un'impresa di investimento o le società che gestiscono una sede di negoziazione devono mettere a disposizione delle autorità competenti, almeno per cinque anni, i dati relativi a tutti gli ordini e tutte le transazioni in strumenti finanziari che hanno effettuato o reso pubbliche attraverso i loro sistemi (art. 25 (1)(2), MiFIR). Allo stesso tempo, le imprese di investimento che effettuano operazioni in strumenti finanziari comunicano in modo completo e accurato i dettagli di tali operazioni all'autorità competente il più rapidamente possibile, e

al più tardi entro la fine del giorno lavorativo seguente (articolo 26, paragrafo 1, MiFIR)³¹.

La trasparenza dei mercati è un presupposto essenziale per la loro stabilità e per il loro efficiente funzionamento, così come per il contenimento del rischio sistemico da parte delle autorità di vigilanza. Anche gli investitori, e gli operatori più in generale, sono maggiormente protetti: si riducono le possibili insolvenze e i prezzi sul mercato si formano in modo più corretto. Per quanto riguarda la protezione degli investitori la vera novità della legislazione post-crisi, che va oltre il tradizionale paradigma della trasparenza, è rappresentata dalle regole di *product governance* e di *product intervention*. Con l'intento di combinare esigenze prudenziali (aspetti organizzativi, conflitto di interessi ecc.) e norme di protezione dell'investitore, MiFID II, come è noto, ha introdotto un regime di *governance* del prodotto, che impone obblighi sia ai produttori che ai distributori³² di strumenti finanziari. MiFIR conferisce alle autorità nazionali competenti e all'ESMA poteri di intervento sui prodotti per proteggere la stabilità dei mercati finanziari e la sicurezza degli investitori. Questo cambiamento di *policy* segna un'importante evoluzione nella strategia normativa dell'UE e può essere considerato tra le modalità più incisive di intervento del diritto nel mercato al dettaglio³³. Secondo quanto stabilito dall'articolo 42, MiFIR, le autorità di vigilanza competenti degli Stati membri (di

³¹ Per quanto riguarda i derivati su merci sono richiesti ulteriori obblighi di informazione al mercato. MiFID II obbliga ogni sede di negoziazione a pubblicare un rapporto settimanale con informazioni aggregate sulle transazioni in diversi derivati su merci, tranne quando il numero di persone che negoziano e le loro posizioni aperte sono al di sotto di una soglia che deve essere fissato dalla Commissione europea. Gli operatori delle sedi di negoziazione, così come le imprese di investimento, devono fornire su richiesta alle autorità di vigilanza (almeno su base giornaliera) rapporti dettagliati sulle posizioni detenute (articolo 58, MiFID II).

³² Vedi Considerando 71, articolo 16, paragrafo 3 e articolo 24, paragrafo 2, MiFID II e direttiva delegata della Commissione UE 593/2017 che integra MiFID II, articoli 9 e 10.

³³ N. MOLONEY, *The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU*, in E. FERRAN, N. MOLONEY, J.G. HILL, J.C. COFFEE JR., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, 2012, Cambridge, 186 ss. Sul ruolo crescente dell'ESMA, vedi E. GROSSULE, *Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2020, II, 393 ss. Il rinvio poi è d'obbligo a N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, 2018, Oxford, *passim*.

seguito anche “NCAs”) possono vietare o limitare «la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o derivati che costituiscono una minaccia per il corretto funzionamento e l’integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle materie prime, o per la stabilità dell’intero o parte del sistema finanziario all’interno di almeno uno Stato membro, o hanno un effetto negativo sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante»³⁴. Qualora le NCAs decidano di non intraprendere azioni o prendano decisioni non adeguate, in circostanze stabilite da MiFIR che potrebbero compromettere l’integrità del mercato di riferimento, l’ESMA può (art. 40, MiFIR) intervenire temporaneamente per impedire, vietare o limitare la vendita di strumenti finanziari o attività finanziarie. L’attenzione del regolatore verso la stabilità dei mercati e la protezione dell’investitore probabilmente non è mai stata così elevata. Tuttavia, va sottolineato che le soluzioni normative adottate non erano del tutto sconosciute al legislatore dell’Unione. In particolare si possono trovare delle precedenti applicazioni nella regolamentazione dei fondi di investimento. La regolamentazione di prodotto per i derivati, ad esempio, non è una novità assoluta di MiFID II/MiFIR. In particolare, con la direttiva 2009/65/CE sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito “UCITS”) si erano già approvate norme di questo tipo volte a tutelare la protezione degli investitori e il corretto funzionamento dei mercati. Nella direttiva UCITS, ad esempio, la regolazione di prodotto è determinante per la strutturazione del portafoglio dei fondi e per definire le regole di gestione del rischio³⁵. Per quanto riguarda i derivati, la *policy* è

³⁴ Più in dettaglio, i poteri di intervento sul prodotto possono essere utilizzati solo quando i rischi identificati non possono essere gestiti attraverso l’esercizio di vigilanza ordinaria o poteri esecutivi a causa delle regole esistenti. Inoltre, le azioni delle autorità di regolamentazione devono essere proporzionate ai rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o degli operatori di mercato interessati e ai probabili effetti su investitori e operatori. In questo senso, prima di mettere in atto qualsiasi azione, è necessario consultare le autorità di vigilanza di altri stati membri, in particolare nel caso in cui tali interventi possono avere effetti in altre giurisdizioni (cfr. art. 42, (c)(d), MiFIR).

³⁵ N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*³, 2014, Cambridge, 194-269- 315, 536; C.P. BUTTIGIEG, *The 2009 UCITS IV Directive: A Critical Examination of the Framework for the Creation of a Broader and More Efficient Internal Market for UCITS*, in *Business Law Journal*, 2012, VI.

decisamente restrittiva³⁶: UCITS proibisce, ad esempio, l'investimento diretto in derivati su merci utilizzando i capitali versati dai sottoscrittori³⁷. Anche in questo caso la protezione degli investitori ha prevalso su altre scelte; i derivati su merci, ad esempio, sono considerati eccessivamente rischiosi, perché spesso soggetti ad ampie fluttuazioni dei prezzi³⁸.

Le soluzioni normative descritte, pur nella loro articolazione non sempre omogenea, dimostrano come la protezione dell'investitore è un tema centrale per il legislatore europeo. Obiettivo che ritroviamo sempre nella legislazione Ue: sia a livello micro economico, quando si tratta dei rapporti tra intermediari e clienti, sia a livello macro economico, più di sistema, quando si tratta di regolare l'infrastruttura dei mercati per garantirne l'efficiente funzionamento e la stabilità.

³⁶ Vedi art. 49-57 Direttiva UCITS come emendata. Questo approccio regolatorio è stato introdotto già con la prima direttiva UCITS. Sul punto, CESR, *Linee direttrici del CESR relative alle attività idonee all'investimento da parte degli UCITS*, (CESR/07-044). I fondi di investimento in regime UCITS possono investire solo in strumenti strutturati con *performance* legate all'andamento degli indici di mercato di materie prime o dei derivati su merci. In altre parole, ciò significa che gli ETF su indici di materie prime devono essere fondi sintetici. Più precisamente, tale disposizione si trova in UCITS V all'art. 50 (1), dove si elencano gli investimenti idonei ai fini della direttiva, e all'art. 50 (2), dove si specificano le esenzioni. I derivati su merci non sono inclusi nell'elenco dell'art. 50. Diverso è il caso dei fondi alternativi dove il legislatore è intervenuto con norme di trasparenza e di condotta. L'obiettivo di AIFMD è l'istituzione di requisiti comuni che disciplinano l'autorizzazione e la vigilanza dei fondi alternativi per fornire un approccio coerente ai rischi connessi e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'UE. In questa prospettiva, la direttiva garantisce la vigilanza sui fondi migliorando così il monitoraggio e la gestione del rischio sistemico. Su AIFMD, Vedi il Considerando 2, Direttiva 2011/61/UE; in letteratura, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 283-287.

³⁷ È invece possibile costituire fondi il cui rendimento replichi l'andamento di un indice delle materie prime, sempre che detti fondi siano sufficientemente diversificati secondo i criteri elencati nella direttiva 2007/16/CE della Commissione - Direttiva sulle attività ammissibili. Sul punto, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 225 ss.; più in generale sulla strategia della regolazione di prodotto nel regime UCITS, N. MOLONEY, *How to Protect investors. A Lesson from the EC and the UK*, 2010, Cambridge, 134-191

³⁸ N. MOLONEY, *Regulating the retail markets*, in N. MOLONEY-E. FERRAN-J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 761.

A livello sistematico, questo dato permette all'interprete di poter far riferimento anche a questa disciplina ogni qualvolta si debba affrontare un problema di tutela degli investitori. I principi di natura più generale stabiliti per gli strumenti derivati devono pertanto guidare l'interpretazione delle norme interne e la ricerca di soluzioni ai problemi relativi alla protezione degli investitori e al funzionamento di questo segmento di mercato.

5. Il problema della meritevolezza di tutela dei contratti derivati nell'ordinamento domestico.

Questa prospettiva ci consente ora di approfondire il tema della protezione degli investitori nel mercato dei derivati domestico. La lettura fin qui sviluppata permette di chiedersi quali possano essere i possibili effetti sul dibattito sulla meritevolezza di tutela di questi contratti nel nostro ordinamento. Il tema, nonostante il recente arresto delle Sezioni Unite³⁹, è oggetto di un acceso dibattito tra gli studiosi⁴⁰. Salvo eccezioni⁴¹, nella discussione sulla disciplina dei derivati, sia in letteratura che in giurisprudenza, non sempre si fa riferimento al complesso di norme sopra rappresentato.

Un primo esito è certamente che gli strumenti derivati hanno una loro disciplina speciale da cui non si può prescindere. Pur inquadrando il derivato come un contratto atipico *ex art. 1322, c.c.* con la conseguente necessità di giudicarne la meritevolezza di tutela, detta valutazione non può prescindere dalle regole speciali che governano questi strumenti. Per questa ragione, innanzi tutto, non si può di certo sostenere che lo *swap* con finalità speculativa sia di per sé nullo per almeno due ordini di ragioni. In primo luogo considerare uno *swap* nullo quando non persegue finalità di copertura comporterebbe una compressione dell'autonomia negoziale che non trova alcuna giustificazione sul piano normativo; anzi, ed è la seconda ragione, quest'ultima è una soluzione che si pone in contrasto con la disciplina

³⁹ Il riferimento è ancora a Cass. sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770.

⁴⁰ A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, III, 2020, 195 ss.

⁴¹ A. PERRONE - M. ANOLLI, *op. cit.*, 195-205; P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps*, in *Società*, 2018, X, 1167.

dei regolamenti europei. Sia in EMIR che in MiFIR/MiFID non viene mai discussa la validità dei derivati e si esclude che la funzione economica concretamente perseguita dallo strumento assuma in tale senso un qualche significato: qualificare il derivato come “non di copertura” non ne determina la sua invalidità, ma come ampiamente descritto produce delle conseguenze sul piano giuridico⁴².

Un secondo dato riguarda la qualificazione del derivato. In prospettiva sarà più difficile accogliere l’idea che questo strumento finanziario sia una «scommessa razionale»⁴³. I derivati, infatti, sono strumenti finanziari con una precisa definizione e che assolvono una precisa funzione sul piano economico: la gestione di un rischio. Vieppiù che sul piano operativo, come evidenziato di recente⁴⁴, l’intermediario finanziario neutralizza il rischio di ogni derivato concluso stipulando un contratto identico, ma di segno contrario o attraverso altre tecniche di copertura del rischio. La stipula di questi contratti non si basa su una «scommessa» ma, da un lato, su delle previsioni e delle aspettative di mercato, per altro verso sulla capacità di un dato intermediario di assumersi un rischio e di saperlo gestire in modo più efficiente rispetto a chi lo vuole cedere. Spostandoci ad un livello macro-economico, la

⁴² L’ordinamento configura una diversificazione dell’intensità della disciplina che si basa proprio sulla funzione, di copertura o di speculazione, degli strumenti derivati oggetto di regolamentazione. Sulla rilevanza di stabilire una *default rule* di principio, cfr. A. PERRONE, *I contratti derivati*, cit., 260. Secondo l’autore una «in un ordinamento che reputi i derivati puramente speculativi non meritevoli di tutela, solo la prova della concreta funzione di copertura può consentire l’approvazione del contratto, valendo esattamente il contrario qualora la scelta di fondo (*default rule*) dell’ordinamento risulti di segno opposto».

⁴³ Diverse sono state le pronunce di merito che hanno seguito questo orientamento a partire App. Milano, 18 settembre 2013, in *www.ilcaso.it* (c.d. *leading case*); tra queste, si segnalano App. Bologna, 11 marzo 2014, in *www.dirittobancario.it*; App. Milano, 11 novembre 2015, in *www.Il caso.it*; di recente, Trib. Foggia, 13 febbraio 2018; Trib. Bari, 7 gennaio 2019; Trib. Terni, 29 marzo 2019; Trib. Pescara, 31 marzo 2020; tutte le sentenze sono pubblicate in *www.ilcaso.it*. In letteratura, D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell’interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648 ss; ID, *L’ufficio di diritto privato dell’intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), Milano, 2014; ID, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2018, II, 9-27

⁴⁴ A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati*, cit., 207.

disciplina delle CCP e dell'obbligo di compensazione ci porta a concludere che la gestione del rischio è di sistema, escludendo ulteriormente che si possa parlare di "scommessa". Questo vale soprattutto per l'IRS, *swap* tra i più diffusi e standardizzati⁴⁵. In questa prospettiva, gli elementi che concorrono a determinare la razionalità dell'alea possono essere ricondotti nell'alveo dell'informazione precontrattuale. Il momento informativo sulla natura e la funzione dello strumento, sugli obiettivi e sui rischi dello stesso, assume rilevanza eventualmente al fine di una responsabilità risarcitoria dell'intermediario in caso di inadempimento⁴⁶.

Stabilito che un derivato non può di per sé essere dichiarato nullo e che l'orientamento ad inquadrarlo come una scommessa trova ormai ostacoli difficilmente superabili, rimane la necessità di individuare gli eventuali strumenti di tutela per chi sottoscrive un contratto derivato. La salvaguardia degli investitori, come è stato ampiamente descritto, rappresenta un tema centrale della regolamentazione – sia a livello del singolo rapporto intermediario-cliente, sia su un piano più di sistema. Pertanto, è giusto chiedersi quali siano gli strumenti di tutela per i sottoscrittori di un contratto derivato con un intermediario che allo stesso tempo è pure il *manufacturer* del prodotto oggetto di negoziazione. Inquadrabili sempre più in una loro disciplina speciale, gli spazi per la nullità vanno via via riducendosi, aprendo la strada in favore dei rimedi risarcitori. D'altronde più si consolida una disciplina propria dello strumento finanziario, acquisendo quasi una sua tipicità, meno ci sarà bisogno di una valutazione sulla meritevolezza di tutela *ex art.* 1322 c.c. Questa via diventa sempre più stretta e si può confinare ai casi in cui si ricorra ad un contratto derivato costruito su misura,

⁴⁵ Nell'ultimo aggiornamento del registro *ex art.* 34 MiFIR, sono elencate 8 classi di IRS (da tasso fisso a variabile), soggette all'obbligo di negoziazione e 13 sedi di negoziazione (partitamente 7 OTF e 6 MTF) dove almeno una di queste classi può essere negoziata. Confronta, ESMA, Public Register for the Trading Obligation for derivatives under MiFIR, 1 gennaio 2021 (ESMA70-156-3921).

⁴⁶ Si fa riferimento al consolidato orientamento della Corte di Cassazione a sezioni unite che, con le note sentenze "gemelle" del 2007, aveva configurato le regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento come regole di responsabilità e pertanto aveva reso impraticabile il ricorso al rimedio della nullità. Su tutti, vedi Cass. Sez un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Giur. it.*, 2008, 347, con il commento di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici.*

pertanto non suscumbibile ad una fattispecie standardizzata soggetta a compensazione centrale e all'obbligo di negoziazione. Si tratta di casi dove il livello di tutela dell'investitore deve crescere in due direzioni: sia per quanto riguarda la trasparenza – si tratterebbe di uno derivato che rimane nella bilateralità mantenendo un certo grado di opacità – sia per quanto riguarda l'idoneità dell'impianto giuridico del contratto a realizzare lo scopo economico prospettato e atteso dal cliente. Il contratto *bespoke* espone l'investitore ad un rischio più elevato nei confronti dell'intermediario *manufacturer* del prodotto: rischio che trova la sua origine nella posizione di superiorità informativa ed economica dell'intermediario finanziario nonché alla già evidenziata posizione di naturale conflitto di interesse.

Queste considerazioni spiegano, sul piano teorico, perché ci possa essere ancora uno spazio per la nullità di un determinato *swap*. Il contratto costruito dall'intermediario che non si presenta sin dalla sua origine idoneo a realizzare gli interessi sui quali le parti avevano raggiunto l'accordo, ma in concreto ne realizza altri, non voluti, può non essere meritevole di tutela. In questa prospettiva, non si può ritenere condivisibile la posizione di chi vede in questa impostazione un limite infondato all'innovazione finanziaria. Se lo *swap*, infatti, nasce con impianto normativo astrattamente capace di realizzare l'interesse condiviso e atteso dalle parti – qualunque esso sia – deve gioco forza superare positivamente la valutazione ex art. 1322, co. 2, cod. civ. Di qui, si rende necessario focalizzare meglio il quesito della meritevolezza di tutela per poter trovare una risposta adeguata e che consideri le istanze delle parti. Il punto chiave è chiarire quali siano, per le parti, la finalità del contratto derivato che si intende sottoscrivere; conseguentemente quale siano gli obblighi per l'intermediario che deve costruire lo strumento finanziario sulla base delle richieste e degli obiettivi prospettati dal cliente.

L'arresto delle Sezioni Unite, pur rappresentando un punto fermo autorevole in dibattito lungo e complesso⁴⁷, assume un ruolo che può essere in definitiva superato guardando all'evoluzione della disciplina. Si possono comunque recuperare delle altre considerazioni della

⁴⁷ Tra i primi commenti in questo senso, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, cit.; la sentenza rappresenta un passaggio nodale per S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., 123.

Suprema Corte svolte in precedenti occasioni. In due sentenze del 2017⁴⁸ ribadite poi anche con il provvedimento 13 luglio 2018, la Corte di legittimità indica un “metodo” per la valutazione ex art. 1322, co. 2, c.c. che si concilia maggiormente con l’esigenza di giudicare la validità o meno di un contratto derivato nella prospettiva, residuale, sopra descritta. Detto metodo consta di due passaggi: con il primo si devono individuare gli interessi che le parti intendevano perseguire (in particolare, l’investitore); nel secondo passaggio si deve stabilire se quel contratto fosse originariamente idoneo a rispondere a quegli interessi.

Per questa via emerge che il difetto di causa dell’IRS non può essere il risultato di un’analisi *ex post* degli effetti del contratto, ma essa deve essere valutata *ex ante*⁴⁹. Il contratto è o non è meritevole di tutela sulla base dell’assetto negoziale e degli effetti giuridici che si intendono perseguire e non dei risultati economici che si sono prodotti. La natura aleatoria del contratto di *swap* si declina proprio in questo: un contraente sceglie uno scenario anche altamente improbabile di cui non vuole assumersi il rischio e un altro operatore accetta, a fronte di un “prezzo” di assumersi quel rischio (per poi a sua volta coprirsi da questo rischio assunto sul mercato interbancario come si è visto). Se in concreto la situazione si è presentata o meno non può rientrare nell’ambito del giudizio di meritevolezza di tutela ex art. 1322, 2 co., c.c. In altre parole, il contratto atipico ex art. 1322, co. 1, è meritevole di tutela se la sua complessa articolazione testuale risulta idonea in concreto a perseguire il fine voluto dalle parti. Tale valutazione si deve svolgere indipendentemente dai dati economici successivi – come poi è variato il parametro preso a riferimento come sottostante – e, nel contempo, fondarsi sulla capacità del contratto, sul piano giuridico, di rispondere alla funzione che le parti hanno attribuito al contratto al momento della sottoscrizione. Ad esempio se vi è la volontà di gestire un rischio collegato alla variabilità dei tassi di un finanziamento – il regolamento negoziale deve necessariamente prevedere collegamento questo ulteriore contratto, il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti si sposta necessariamente, e in concreto, sul singolo rapporto

⁴⁸ Si tratta di Cass. 28 luglio 2017, n. 18781 e Cass. 31 luglio 2017, n. 19013. Entrambi i provvedimenti sono richiamati nella stessa sentenza in commento. Cfr. anche E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza*, cit., 27-30.

⁴⁹ Sul punto, P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto*, cit., 1164 ss.

contrattuale. Il contraente che ha subito la perdita, qualora ritenesse che lo strumento non fosse però idoneo a perseguire l'interesse voluto può alternativamente contestare una responsabilità contrattuale di chi ha strutturato lo *swap* – in quanto ha venduto un prodotto diverso – o chiederne l'accertamento della nullità qualora il contenuto negoziale, fin dalle sue origini, costruiva una distribuzione dell'alea ultimamente non corretta rispetto alle aspettative delle parti. A questo punto ci si deve chiedere se nella legge fossero rinvenibili dei criteri per stabilire se ci sia o meno il collegamento tra il derivato e il rapporto sottostante che genera il rischio che si vuole gestire. La sentenza del 31 luglio 2017, n. 19013 richiama, a questo proposito e in assenza di ulteriori possibili riferimenti normativi, la Determinazione Consob 26 febbraio 1999, DI/99013791 ove sono indicate le caratteristiche che una operazione in derivati deve avere per essere considerata di copertura 1) le operazioni siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; 2) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; 3) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

A tal proposito, si deve specificare che la Determinazione appena citata nasceva con un obiettivo un po' diverso e forse mai ci sarebbe aspettato che la stessa potesse essere utilizzata per decidere se un derivato fosse meritevole o meno di tutela. La Determinazione nasceva nella logica di attuazione dell'art. 21 TUF al tempo vigente e dell'art. 28, co. 3⁵⁰, I Regolamento Intermediari. Sulla base di questa norma il derivato di copertura non esponeva a rischi particolari dal momento che

⁵⁰ La norma stabiliva infatti che «gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito». Evidenzia la stretta funzionalità della Determinazione per l'attuazione dell'art. 28, co. 3, Regolamento 11522/98, P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto*, cit., 1167-1168 ss.

l'andamento negativo del contratto veniva compensato dall'andamento positivo del sottostante (e viceversa), mentre il derivato con funzione speculativa potenzialmente esponeva le parti a perdite infinite. Di qui, l'esigenza da parte del regolatore di contemperare questo rischio con un ulteriore obbligo informativo *in executivis*, a carico dell'intermediario, che consentisse all'investitore di monitorare l'andamento dell'investimento specie in caso di perdite consistenti. La Determinazione era funzionale all'attuazione di questa norma e infatti consentiva di distinguere quali fossero i derivati di copertura o non di copertura permettendo così all'intermediario di sapere se fosse tenuto o meno all'ulteriore obbligo di informazione *post* contrattuale⁵¹.

Precisato questo, in conclusione, rimane comunque la bontà del metodo proposto dalla Corte di legittimità: individuare dei parametri per distinguere i derivati di copertura dai derivati non di copertura per poi procedere allo scrutinio sulla meritevolezza di tutela del contratto oggetto di giudizio facendo riferimento, a questo punto, agli interessi che le parti intendevano perseguire. Oggi però questi parametri sono stabiliti da EMIR a partire, come in precedenza ben descritto, dall'art. 10. Questa norma, insieme alle regole tecniche a questa collegate, come ampiamente descritto in precedenza, hanno una portata generale nell'ordinamento e pertanto possono costituire il criterio sul quale basare il giudizio qui in discussione. Superando dunque le obiezioni che si opponevano al ricorso del contenuto della Determinazione, l'ordinamento offre in questo senso dei riferimenti oggettivi per stabilire se in concreto un contratto possa essere inquadrato come uno *swap* con finalità di copertura oppure no. Come anticipato, si tratta comunque di ipotesi di tutela che in futuro troveranno sempre meno spazio soprattutto grazie al doppio livello di verifica sull'adeguatezza di un prodotto finanziario imposta dalla regolazione di prodotto introdotte con MiFID II.

⁵¹ Sul tema dell'informazione *in executivis* e sulle possibili applicazioni analogiche della norma in parole, *ratione temporis*, v. A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, 2008, Milano, 12; E. GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, IV, 425 ss.