

Giugno 2020

Certezze ed incertezze giurisprudenziali in tema di contratti derivati. Breve panoramica sullo stato dell'arte.

Massimo Lembo, Professore a contratto di diritto dei prodotti bancari e assicurativi, Università di Udine

Premessa

Oramai, in tema di contratti derivati, ci si trova di fronte ad una copiosa giurisprudenza, sia di merito che di legittimità; dovrebbe, quindi, essere possibile enucleare, se non un orientamento uniforme, una serie di punti fermi rispetto ai quali poter ricondurre le varie casistiche che la nutrita operatività di circa 15 anni ha presentato.

Occorre, peraltro, avere presente che la stragrande maggioranza dei contratti derivati che si stipulano e che si sono stipulati nel passato, erano non standardizzati, molto personalizzati, e negoziati sui mercati *over the counter*, mercati ancora non regolamentati.

E' ben vero che spesso si è ricorso nella stesura agli schemi ISDA (nelle versioni tempo per tempo disponibili) ma è anche vero che, per adattamenti, per tipicità del sottostante, per giurisdizione applicabile e per la diversa sensibilità che la magistratura ha di volta in volta palesato, difficilmente un contratto risulta assimilabile ad un altro.

La stessa normativa secondaria, distinguendo tra operatore al dettaglio, operatore qualificato ed operatore professionale ha offerto sfaccettature differenti in tema di conoscenza, esperienza, predisposizione al rischio e obiettivi per i quali il contratto viene stipulato, in modo da evidenziare elementi di criticità in tema di adeguatezza, conflitto di interessi, informazioni da rendere al cliente, documentazione di trasparenza ecc.

Sono, quindi, emersi elementi del contratto sicuramente rilevanti per quanto concerne l'oggetto, la causa, la formazione del consenso informato, il diverso grado di tutela del contraente.

Ultima, ma non ultima, questione riguarda i contratti derivati stipulati dagli enti pubblici, oggetto di una differente disciplina variegata e modificata nel tempo. Come si vedrà, questa speciale disciplina si interseca spesso con quella che potremmo definire ordinaria.

Una prima focalizzazione sui derivati

Lo strumento finanziario derivato è definito dal TUF che ne indica alcune tipologie (*swap*, *future*, *forward*). Il contratto derivato, però, non è compiutamente definito dal punto di vista normativo; nondimeno può essere qualificato come l'insieme di uno o più strumenti derivati – essenzialmente di origine opzionale (opzioni *call*, acquisto, o *put*, vendita) – associati ad alcune clausole contrattuali.

Il valore del contratto “deriva” dall’andamento di un “sottostante” esterno che funge da riferimento: un’obbligazione, un’azione, un indice, una valuta, un tasso di interesse, una materia prima ecc. in modo che il contratto ha un valore in relazione all’andamento del sottostante.

A seconda del tipo di sottostante, usualmente si definiscono derivati finanziari, derivati su merci o derivati esotici (in quanto diversi dai due tipi precedenti).

Sono tutti contratti a termine che contengono una scommessa la cui esecuzione è fissata ad un tempo futuro.

Possono essere quotati (sull’IDEM) ma la grande maggioranza – come detto - non lo sono essendo negoziati sui mercati *over the counter*.

Stante la vasta gamma possibile, possono avere tanto una funzione speculativa (di guadagno), quanto una di copertura o di neutralizzazione o di gestione di un rischio (legato al sottostante).

Ai contratti derivati non si applica l’eccezione di gioco o scommessa. E’ del tutto evidente che l’utilizzo del contratto derivato (si pensi allo *swap*) è spessissimo associato ad un contratto di credito (*swap* su tassi – IRS) o ad uno di debito, quali una emissione obbligazionaria o ad un certificato di deposito. Può, pertanto, operare sia sul lato dell’attivo di bilancio sia su quello del passivo.

Sin da 2001 ¹ esiste una disciplina speciale per gli enti locali, su cui si tornerà alla fine del presente documento, che consente – entro dati limiti e finalità, e fermo il principio di utilità per il perseguimento delle finalità dell’Ente – il ricorso alla stipula di contratti derivati.

¹ Legge n. 448/2001, in particolare l’art.41.

Il valore iniziale del derivato – il prezzo

Il tema del valore iniziale del contratto derivato è stato messo in luce a partire dal 2011 con particolare riferimento agli oneri contenuti nel prezzo finale, oneri spessissimo taciuti alla controparte. Sulla valenza dei costi occulti non dichiarati dall'intermediario e del "valore zero" del contratto si rimanda alla sentenza del Tribunale di Milano n. 5118/2011 che funge da apripista; in particolare, il giudice ha dichiarato la nullità di tre contratti "collar"² stipulati nel 2006 con il Comune di Ortona sul presupposto che al momento della loro sottoscrizione i contratti avevano un valore negativo per il Comune che non ne era stato avvisato e, per di più, non era nemmeno stato compensato con un *upfront*; nello specifico, la mancata informazione è stata ritenuta in contrasto con l'art. 41 della legge 447/2001³. Seguivano un'altra decisione dello stesso Tribunale in data 10.4.2011 ed ancora dal Tribunale di Lecce, ord. 19.5.2011 con cui, sviluppando il ragionamento, sono stati sospesi gli addebiti delle rate del finanziamento e la segnalazione alla centrale dei rischi⁴.

La questione si innestava, all'epoca, con i criteri di valutazione del contratto ai fini di bilancio. La disciplina dello IAS 39 - paragrafo 11 - imponeva la separazione – ai fini della valutazione – dello strumento finanziario derivato sottostante rispetto al contratto. Lo IAS 39, inoltre, conteneva una speciale presunzione: gli strumenti finanziari derivati si considerano sempre detenuti con finalità di negoziazione (*held for trading*) con la conseguenza che vanno valutati al *fair value* e comportano la diretta iscrizione a conto economico degli eventuali utili o perdite derivanti dalle successive oscillazioni del *fair value*⁵. Per vincere questa presunzione occorre dimostrare la funzione di copertura del rischio (*hedge accounting*).

Con le istruzioni impartite tramite la circolare Bankitalia n. 262 del 22 dicembre 2005, in tema di bilancio bancario, si era dettata una disciplina secondo cui - con riferimento agli strumenti finanziari derivati - andavano create delle tabelle tra cui quelle che imponevano il dettaglio di acquisti e vendite di sottostanti (Tab. A3), quelle che distinguevano i derivati OTC con *fair value* positivo (A4) e negativo (A5), entrambi considerati dal punto di vista del rischio di controparte, e i derivati creditizi con *fair value* positivo (B2) e negativo (B3), il primo come rischio di controparte, il secondo come rischio finanziario.

² Per collar si intende il contratto che circonda il presupposto dei pagamenti all'interno del differenziale tra un cap e un floor.

³ *Swap, costi occulti condannati*, in *Plus24*, 21.4.2011, 6.

⁴ FRISONE, *A Lecce, costi occulti sotto accusa*, in *Plus24*, 18.6.2011, 5.

⁵ POGGIAGHI, VANDALI, MEGLIO (a cura di), *Basilea 2, IAS e nuovo diritto societario*, Bancaria Editrice, 2004; lo scenario normativo è mutato il 13.10.2008 quando lo IASB ha approvato le modifiche agli IAS/IFRS in tema di riclassificazione degli strumenti finanziari modificando il metodo di determinazione del *fair value* in situazioni di crisi dei mercati finanziari (sterilizzando o sospendendo il criterio di valutazione al 1° luglio 2008).

Successivamente, il Tribunale di Pescara, con sentenza del 24.10.2012⁶ e in riferimento alle commissioni implicite ne aveva in via preliminare escluso la legittimità da un punto di vista causale; trattandosi di contratti aleatori di scambio a base commutativa la cui causa risiede nello scambio di pagamenti assunti con due parametri differenti nell'ambito dei quali è previsto il meccanismo dell'*'up front* in favore della parte onerata dell'IRS non "*par*" quale indice di rischiosità del prodotto ed anche corrispettivo da pagare per uscire dal contratto, non vi è spazio per il riconoscimento di un lucro costituito dalla differenza tra il *mark to market* (MTM) di stipula del nuovo contratto al netto dell'estinzione del MTM di chiusura dell'eventuale contratto rinegoziato. Tra l'altro, ogni commissione implicita (differenza tra il *fair value* al valore corrente e quello al momento della stipula) sarebbe stato in contrasto con i principi che improntano il ricorso allo strumento derivato da parte degli Enti locali la cui finalità può essere unicamente quella di assicurare all'Ente la copertura dell'indebitamento (oltre ad essere in contrasto con gli obblighi di correttezza e trasparenza di cui all'art. 21 TUF). In sostanza, la prima elaborazione giurisprudenziale di fatto imponeva, molto discutibilmente e forse anche ingenuamente, un *fair value* tale da escludere ogni costo o commissione a favore dell'intermediario, controparte del contratto.

La causa nel contratto derivato

Il tema della causa è stato studiato sin dalla fine del secolo scorso. Occorre ricordare che la legittimità della causa meramente speculativa ed astratta del contratto derivato è stata da tempo ampiamente affermata in giurisprudenza⁷ e ribadita⁸ con riferimento al contratto di *swap*, concorde la dottrina⁹.

Può affermarsi, con fondatezza, che la causa del derivato è lo scambio in sé¹⁰. E ciò costituisce un punto fermo.

In epoca non proprio recente¹¹ si è enucleato il concetto di "causa in concreto" per giungere a dichiarare la nullità del contratto derivato di rinegoziazione il quale è stato percepito dal giudicante sempre più debolmente legato alla sua causa originaria (copertura di un rischio di natura sostanziale) e sempre più pericolosamente vicino a finalità (inevitabilmente ndr.) strettamente speculative. Di passaggio, si affermava anche

⁶ consultabile sul sito <http://dbpremium.dirittobancario.it/>

⁷ App. Milano, 26 gennaio 1999 in *I Contratti*, 2000, 257.

⁸ Trib. Milano, 20 febbraio 1997 in *Banca borsa titoli di credito*, II, 1998, 82 ove si afferma la meritevolezza di tutela del derivato (nel caso di specie di uno *swap*) con funzione meramente speculativa oltre alla irrilevanza di un effettivo riferimento ad una realtà sottostante.

⁹ PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa titoli di credito*, II, 1998, 82; MINNECI, *Swap tra banche e clienti*, Quaderni di Banca borsa e titoli di credito, Giuffré 2014, 161 e ss.

¹⁰ Tesi felicemente sintetizzata da GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffré, 2010.

¹¹ Tribunale di Orvieto, 13.4.2012, inedita, ripresa poi da Trib. Torino, 17.1.2014 cit. da FRISONE, *I costi occulti annullano il derivato*, in *Plus24*, 17.1.2014. Vedi anche ROBUSTELLA, *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap* in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, II, 73 e ss.

che *il mispricing* (cioè il disallineamento tra il valore di mercato e quello di rinegoziazione a causa dei costi impliciti) dovesse essere adeguatamente illustrato alla controparte.

La giurisprudenza ha poi ripreso il tema affermando che nelle operazioni di IRS è ravvisabile una causa in astratto, coincidente con lo scambio di flussi corrispondente al differenziale che, nel tempo di esecuzione del contratto, si determina tra due tassi di interesse differenti e predefiniti applicati ad un capitale di riferimento, e una causa in concreto individuabile nel contratto intervenuto tra le parti e considerato nella sua specifica conformazione. Da questa ricostruzione della fattispecie si concludeva che andasse dichiarata la nullità per assenza di causa concreta qualora i contratti di IRS tra loro collegati non fossero in grado di soddisfare la richiesta di copertura dell'investitore e da porre il rischio esclusivamente a suo carico¹². Peraltro, la minor durata di un contratto IRS rispetto all'indebitamento sottostante non fa venire meno la funzione di copertura del primo rispetto al secondo ma rappresenta semplicemente la volontà contrattuale delle parti di delimitare nel tempo la suddetta funzione¹³.

Con una prospettiva in parte diversa, si è affermato che la causa, quale elemento essenziale del contratto, non deve essere intesa come mera ed astratta funzione economico sociale del contratto bensì come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare; ne consegue che l'esistenza della causa in concreto va valutata *ex ante* e qualora vi fosse una delle parti che difficilmente avesse potuto beneficiare della finalità di copertura, lo *swap* sarebbe da dichiarare nullo per vizio della causa¹⁴. Questa nuova definizione, più ampia e più recente, della causa attende la conferma di ulteriori pronunciamenti e contributi di approfondimento.

La tesi dell'alea razionale

Una recente interpretazione giurisprudenziale si è prepotentemente fatta strada (pur con autorevoli opposizioni) ed è quella della valorizzazione della alea razionale.

Tutto trae origine dalla sentenza della Corte d'Appello di Milano del 18.9.2013¹⁵, di sicuro interesse ma che lascia qualche perplessità per le conseguenze che ne derivano. Schematicamente eccone riassunti i passaggi salienti:

¹² Trib. Ravenna, 8.7.2013 estensore Allegra, consultabile sul sito www.ilcaso.it; similare e Trib. Torino, 14.1.2014 estensore Martinat consultabile sullo stesso sito che sottolinea come sia necessario testare la causa in concreto pena la nullità del contratto per difetto di causa. Vedi anche Trib. Cosenza 18.6.2014 secondo cui, richiamando la citata sentenza del Trib. di Ravenna, la rinegoziazione determina necessariamente la speculatività del contratto con conseguente nullità per difetto di causa (FRISONE, *Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto in Plus24*, 5.7.2014).

¹³ App. Milano, n. 5788/2018 in www.ilcaso.it.

¹⁴ Trib. Torino, 14.1.2020 n. 185 giudice Martinat in dirittobancario.it.

¹⁵ In *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, II, 278, ripresa poi da App. Bologna, 11.3.2014, Trib. Milano, 13.2.2014 (secondo cui, però, il difetto di informazione è visto come una violazione di una regola di condotta), Trib. Torino 17.1.2014 in *I Contratti*, 2014, 385, e in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2014,

- la banca è mandataria del cliente ¹⁶;
- la banca deve (sempre) prestare il servizio di consulenza quando è mandataria (anche se non è chiarissimo se si tratti della consulenza intesa come servizio di investimento);
- nell'ambito del mandato, la banca deve assistere il cliente (si tratta di un ufficio di diritto privato);
- il derivato OTC è configurabile come una “scommessa legalmente autorizzata” (o tutelata);
- la causa tipizzante del derivato è la scommessa cioè la creazione di una reciproca alea consapevole e razionale definita contrattualmente, parametrata e misurabile (che diventa elemento essenziale del contratto quale parametro di valutazione della causa); l'alea, quindi, deve essere comprensibile e razionale perché solo questa è riconosciuta giuridicamente;
- l'alea bilaterale, cioè l'incertezza sull'andamento dei due differenziali contrapposti, rappresenta un elemento essenziale della causa del contratto sicché la non conoscibilità da parte del cliente di oneri e costi a suo carico o il disvalore iniziale fa venire meno la meritevolezza con conseguente nullità del contratto di *swap* ¹⁷;
- il cliente deve conoscere la percentuale di rischio (secondo indici rilevatori *ad hoc*) per renderlo accettabile e controllabile e ciò rende meritevole di tutela il derivato ai sensi dell'art. 1322 cc.;
- nel contempo vanno esplicitate al cliente sia il valore del derivato ¹⁸, sia l'esistenza di eventuali oneri impliciti sia il criterio di determinazione delle eventuali penalità in caso di estinzione anticipata;

277, Trib. Milano, 8.5.2014. Tra gli ultimi Trib. Terni, 28.3.2019 n. 9 giudice Bellei in dirittobancario.it che ribadisce la nullità dello swap non caratterizzato da un'alea razionale per difetto di causa concreta del contratto e di scenari conseguenti (e sussistenza di costi occulti non esplicitati).

¹⁶ Il c.d. contratto quadro è assimilabile ad un mandato (Cass. 10.4.2014 n. 8462 consultabile sul sito dejure.it).

¹⁷ Trib. Roma, 11.6.2019 n. 12313 giudice Buonocore in dirittobancario.it.

¹⁸ E sul presupposto che l'investitore non sia stato a conoscenza al momento della conclusione del contratto del c.d. *mark to market*, cioè del valore di mercato, ciò determina la nullità del contratto stesso in quanto tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa possono derivare integrano la causa del contratto e devono – quindi – essere conosciuti *ex ante* (Trib. Torino, 17.1.2014 in *I Contratti*, 2014, 1012 con commento di INDOLFI). Conforme è il lodo arbitrale 4.7.2013 cit. in FRISONE, *Swap nullo senza Mtm e scenari probabilistici* in *Plus24*, 15.11.2014. Come rilevabile, anche questa decisione si inserisce nel filone segnato dalla Corte d'Appello di Milano.

- la banca deve, inoltre, produrre un'analisi di scenario (ancorché nessuna norma TUF, MIFID, Consob, all'epoca lo imponesse);
- si va, conseguentemente, ben oltre il concetto di adeguatezza nell'accezione della MIFID;
- in mancanza di tutto ciò non c'è sinallagma e viene meno la causa, quindi il contratto è nullo in base alle norme di diritto civile (e non del TUF) per violazione di regole di validità, e non di comportamento (questo per superare la posizione della Cassazione SS.UU. assunta sino dal 2007).

In definitiva, essendo pacificamente il contratto derivato un contratto aleatorio, la sua alea deve essere distribuita tra le parti in modo proporzionato e coerente.

Occorre, peraltro, segnalare alcune decisioni del tutto contrarie alla tesi dell'alea razionale; in particolare, si allude al Tribunale di Milano, 28.1.2014 ed al Tribunale di Torino, 18.4.2014 (quest'ultimo espressamente dice di *“non aderire alle decisioni sulla valutazione della causa del contratto di IRS espresse ultimamente dalla Corte d'Appello di Milano (sentenza 18.9.2013) e dal Tribunale di Torino (sentenza 17.1.2014) e aggiunge che solo laddove il contratto IRS sia stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori della funzione legata all'attività imprenditoriale, risulta assimilabile alla scommessa”*).

La giurisprudenza della Cassazione sulla meritevolezza ex art. 1322 cc

Premesso che il combinato disposto degli artt. 1322 e 1323 cc. segna la cornice all'interno della quale si trovano i contratti derivati, enunciati nel TUF ma, come detto, non puntualmente disciplinati, la Cassazione ha fissato una serie di “paletti” in tema di meritevolezza degli interessi perseguiti in relazione sia alle prescrizioni regolamentari sia alla rilevanza della dichiarata funzione di copertura, il tutto ai fini dell'eventuale giudizio di nullità.

Sinteticamente:

- a. l'art. 1322 cc. richiede che – con riferimento alla finalità di copertura – le operazioni siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente, che vi sia elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine nonché siano state adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente; ne consegue che l'interesse oggettivo del cliente dell'intermediario non potrà ritenersi soddisfatto quando l'operazione in concreto non rispetti le condizioni suindicate e pertanto sia nulla per violazione dell'art. 1322 cc.;
- b. nel valutare la meritevolezza degli interessi perseguiti ai sensi dell'art. 1322 cc. in un contratto IRS, non si può prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art.

21 TUF, dalle norme regolamentari di attuazione e dalle condizioni stabilite dalla Consob con la determinazione del 26.2.1999¹⁹;

- c. ove il rischio fosse irrazionale, il contratto sarebbe nullo per assenza di meritevolezza²⁰; questa ultima specificazione è rinvenibile nella sentenza delle sezioni unite n. 8770/2020 di cui infra.

Il contratto derivato quale negozio “collegato”

E' noto che non esiste nel nostro ordinamento una norma specifica sul contratto collegato al di fuori di quella contenuta nel TUB (art. 125 quinquies), con solo riferimento al credito al consumo.

Nondimeno, la giurisprudenza – da tempo – ha elaborato una serie di principi che si rendono applicabili quando non ci sia *ab origine*, o venga meno in corso di rapporto, il legame di interdipendenza tra due o più contratti tale che l'assenza di uno si ripercuote sull'altro. Esiste, infatti, una possibile “contaminazione” tra contratti, soprattutto in caso di loro rinegoziazione. In particolare, una prima decisione fondata sul collegamento negoziale intercorrente tra più contratti derivati, ove i successivi costituivano la rinegoziazione (o ristrutturazione) di precedenti contratti, ha ritenuto che l'inadempimento dell'intermediario ai doveri ed alle regole di condotta di cui all'art. 21 TUF, anche nei confronti di operatori qualificati, si ripercuotesse sull'intero rapporto intercorso con il cliente in termini di danno cagionato²¹.

Già la suprema Corte si era espressa, ancorché in via generale, in tema: “*il collegamento contrattuale non dà luogo ad un autonomo e nuovo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi. Il criterio distintivo tra contratto unico e contratto collegato, pertanto, non è dato da elementi formali, quali l'unità o la pluralità dei documenti contrattuali o la mera contestualità delle stipulazioni, ma da quello sostanziale dell'unicità o pluralità di interessi perseguiti. Infatti, il contratto collegato non è un tipo particolare di contratto, ma uno strumento di regolamento degli interessi economici delle parti, caratterizzato dal fatto che le vicende che investono un contratto (invalidità, inefficacia, risoluzione, ecc.) possono ripercuotersi sull'altro, seppur non in funzione di condizionamento reciproco e non necessariamente in rapporto di principale ed accessorio*”²². Più recentemente si è affermato che il collegamento

¹⁹ Cass. 31.7.2017 n. 19013 in www.ilcaso.it.

²⁰ CUSUMANO, *Le Sezioni Unite sull'acquisto di swap da parte dei comuni* in dirittobancario.it, 22.5.2020.

²¹ Trib. Milano, sez. VI, 23.3.2012 n. 3513, in *I Contratti*, 2012, 900 con commento di AUTELITANO; nello specifico, il danno è stato quantificato nella sommatoria dei flussi di cassa negativi addebitati oltre ad interessi legali dalla domanda.

²² Cass. 28.6.2001 n. 8844 in *Massimario del Foro Italiano*, 2001.

negoziale - che impone la considerazione unitaria di più contratti – si ha al ricorrere di due elementi: un requisito oggettivo, costituito dal nesso teleologico tra i vari negozi, un requisito soggettivo costituito dal comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi ma anche il coordinamento tra essi per la realizzazione di un fine ulteriore ²³.

E' certamente un tema di sicuro interesse, ancorché non molto approfondito, quello della possibile configurazione del derivato quale “contratto collegato” a quello di prestito con la conseguenza che se il finanziamento non si perfezionasse o se lo stesso venisse estinto anticipatamente, cadrebbe immediatamente (per assenza di causa o, meglio, per venire meno della causa) anche il derivato in quanto logicamente accessorio al primo. Sono rinvenibili alcuni pronunciamenti sul tema ²⁴. Si è anche affermato che il venir meno della causa concreta del contratto successivamente alla sua conclusione è ragione della risoluzione dello stesso in quanto la sopraggiunta carenza di causa concreta determina una inefficacia sopravvenuta ²⁵.

Quale variante sul tema si può anche ipotizzare il mancato rispetto dell'art. 1322 cc. nel senso della non meritevolezza di tutela da parte dell'ordinamento giuridico in assenza del necessario collegamento negoziale (o meglio funzionale) tra un IRS con dichiarata funzione di copertura ed un sottostante inesistente o indeterminabile ²⁶.

Si torna, così, al tema già accennato, da un lato, della causa del contratto, dall'altro, alla meritevolezza dello stesso, entrambi elementi di validità del contratto derivato.

La giurisprudenza di merito più recente

Pur in un contesto molto dibattuto sia in giurisprudenza ²⁷ che in dottrina, si possono indicare alcuni “passaggi” relativi ad elementi del contratto (essenziali o non) su cui si concentra un orientamento prevalente, sia per i derivati di copertura sia per quelli di speculazione.

²³ Cass. 17.5.2010 n. 11974 in *I Contratti*, 2010, 816 e Cass. 11.9.2014 n. 19161 in *I Contratti*, 2014, 1025.

²⁴ Il primo dovrebbe essere quello del Trib. Salerno, ord. 21.6.2011 cit. in *Plus24*, 15.10.2011 consultabile sul sito www.ilcaso.it.

²⁵ Lodo arbitrale 17.9.2013 consultabile sul sito www.dirittobancario.it.

²⁶ Trib. Lucera, 26.4.2012 in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, II, 62 ove si afferma che la mancata erogazione del finanziamento determina la nullità, per difetto di causa, del contratto di IRS non essendo configurabile la copertura di un rischio inesistente. Trib. Treviso, 25.8.2015 n. 1940 in un caso in cui l'operazione non aveva alcuna finalità di copertura così come enunciato nella volontà della parte.

²⁷ Si vedano, di recente App. Torino, 22.4.2020 n. 383, Trib. Pescara, 31.3.2020 n. 300 giudice Ria, Trib. Torino, 14.1.2020 n. 185 giudice Martinat, App. Cagliari, 9.1.2020, App. Milano, 5.11.2019 n. 4389, App. Milano, 17.10.2019 n. 4188, Trib. Terni, 28.3.2019 n. 9 giudice Bellei, tutte in dirittobancario.it, Trib. Venezia, 15.4.2020 n. 674 cit. in BENCINI, *Commissioni implicite alla banca: lecite nel contratto derivato in Il Sole 24 Ore*, 20.5.2020, 25.

Molti dei temi già accennati sono stati ripresi anche in maniera evolutiva, e cioè:

- a. l'oggetto del contratto è lo scambio di differenziali tra un tasso fisso ed uno variabile calcolato su un capitale "nozionale" di riferimento a certe scadenze (non integra, quindi, l'oggetto del contratto il suo *mark to market*)²⁸;
- b. il contratto di *swap*, quale che sia la sua finalità per la quale viene stipulato, ha sempre natura aleatoria ed il rischio deve essere valutabile da entrambe le parti sulla scorta dei criteri e dei modelli contrattuali;
- c. la causa del contratto consiste in una scommessa che viene assunta consapevolmente da entrambe le parti; la causa, quindi, è individuabile nell'alea razionale;
- d. nella scommessa legalmente autorizzata, in quanto meritevole di tutela, l'alea deve essere nota, bilaterale e reciproca nonché razionale, cioè frutto di una valutazione razionale in termini di entità e natura;
- e. il concetto di alea razionale implica la necessità che gli scenari agli elementi del contratto probabilistici siano definiti e conosciuti ex ante con certezza e lo strumento per misurare l'alea è il *mark to market*, cioè una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata;
- f. conseguentemente, nel contratto vanno esplicitati il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti (commissioni, "up front"²⁹) ed i criteri per calcolare l'onere per il recesso anticipato; circa le commissioni implicite, è fisiologico che la banca percepisca un margine a proprio favore a fronte sia del rischio di insolvenza del cliente sia del costo di struttura dell'operazione;
- g. se il contratto non contempla il *mark to market* esclude che il cliente possa avere concluso una scommessa equa ed il grado di rischio assunto; si tratta, quindi, di un elemento essenziale del contratto ma non tutta la giurisprudenza concorda. Ad esempio, il sopra citato Trib. Venezia sostiene che il MTM si limita a esprimere il valore del contratto derivato in un dato momento e, quindi, una mera proiezione finanziaria;
- h. sono nulli i contratti di *interest rate swap* (IRS) per carenza della "causa in concreto"³⁰ ex art. 1418 cc. e per assenza di meritevolezza ex art. 1322 comma 2 cc. Sono pure nulli i contratti derivati privi di alea, o con una alea a carico di una sola delle parti. L'omissione di obblighi informativi, invece, configura inadempimento

²⁸ App. Milano, 27.12.2018 n. 5788 in dirittobancario.it.

²⁹ Nei contratti derivati di ristrutturazione o rinegoziazione.

³⁰ Si intende per tale la ragione economica individuale, cioè la sintesi degli interessi reali o anche l'interesse che attraverso il negozio giuridico si vuole realizzare dalle parti.

contrattuale della banca che legittima la risoluzione del contratto o il risarcimento del danno;

- i. la sottoscrizione di un contratto derivato con funzione di copertura di un contratto di finanziamento a tasso variabile coevo comporta che i due contratti siano collegati ma non implica che il finanziamento in sé avesse un costo superiore a quello indicato tramite l'ISC.

La giurisprudenza arbitrale

Uno sguardo sulla giurisprudenza arbitrale non sembra superfluo anche in considerazione del fatto che molti contratti derivati includono – per una serie di motivi – la clausola compromissoria a favore del giudizio arbitrale, spesso ritenuto dalle parti più consono ad una materia su cui la magistratura ordinaria non ha una sicura dimestichezza (con le dovute eccezioni).

Un recente lodo ci consente di focalizzare l'evoluzione degli indirizzi arbitrali su più di una questione già accennata ³¹.

Quattro sembrano gli aspetti di particolare interesse affrontati.

In primo luogo, non si applica ai contratti conclusi a distanza la disciplina di cui all'art. 30 comma 7 del TUF per i contratti conclusi fuori sede, considerando che l'art. 32 TUF e gli artt. 79-80 del regolamento Consob n. 16190 non contengono alcun rinvio alle disposizioni speciali di cui all'art. 30 commi 6 e 7 del TUF.

In secondo luogo, la nullità per mancanza di causa concreta di un contratto IRS risultato inadeguato rispetto alla incontestata esigenza di copertura del rischio di aumento del tasso di interesse variabile può essere pronunciata solo quando esso risulti grossolanamente inadeguato, ossia quando il contratto non sia in alcun modo in grado di rispondere agli interessi che le parti possono perseguire stipulandolo quando l'alea sia radicalmente assente ed una delle parti abbia un sicuro vantaggio.

In terzo luogo, la mancata indicazione iniziale del *mark to market* o del costo di estinzione subito dopo la conclusione di un contratto IRS o della formula matematica da applicare per il calcolo dello stesso non ne comporta la nullità per mancanza dell'oggetto o della causa essendo il valore dello *swap* estraneo sia all'uno che all'altra.

In quarto luogo, accertata la responsabilità contrattuale della banca per aver negoziato uno *swap* inadeguato nell'ambito del servizio di consulenza, il danno risarcibile è solo quello effettivo che consiste nella differenza tra il costo prevedibile di una copertura

³¹ Lodo arbitrale 10.2.2017, presidente Bontempi in www.ilcaso.it.

inadeguata (da valutare ex artt. 1225 e 1226 cc.) ed il costo conosciuto di una copertura adeguata quale quello di un *cap* ³².

La vicenda dei derivati impliciti

In epoca più recente si è posto il tema se l'apposizione di un *floor* (cioè di un tasso minimo) ad un contratto di finanziamento possa configurare una opzione gratuita a favore della banca implicitamente (ed inconsapevolmente) venduta dal cliente alla banca stessa. Quando la combinazione del parametro maggiorato dallo *spread* scende al di sotto del tasso di riferimento, l'opzione dà diritto alla banca di ricevere dal cliente il differenziale necessario a congruare il tasso minimo.

E' il tema che sta prendendo piede con il nome del c.d. "derivato implicito" il quale unisce due o tre differenti elementi: **a.** il contratto di finanziamento a tasso variabile (mutuo, *leasing* ecc.), **b.** una opzione *floor* concessa al creditore in modo implicito, appunto incorporata nella clausola contrattuale del tasso minimo, **c.** un'eventuale opzione *cap* a favore del debitore qualora il contratto preveda un tasso massimo.

Peraltro, la presenza di detto derivato implicito non può essere assunta acriticamente ma necessita di una "prova di resistenza" che poggia su un esborso aggiuntivo rispetto a quello naturalmente contrattuale ³³.

Sul tema dei derivati impliciti, la migliore dottrina ha recentissimamente molto "frenato" nel senso che occorre che si tratti di un vero derivato, vale a dire che abbia la connotazione della differenzialità (quale oggetto del negozio) e dell'astrazione pura (alterità giuridica rispetto al titolo contrattuale verso il quale si pone in chiave di protezione o speculazione) ³⁴.

Più radicale pare la posizione assunta da ultimo da certa giurisprudenza di merito secondo cui il contratto di *leasing* non presenta carattere aleatorio anche nel caso di tasso variabile poiché agganciato ad un dato di riferimento soggetto a variazioni nel tempo (vedi *infra*).

... e la clausola floor in particolare

Il Tribunale di Udine ³⁵ ha sancito la nullità parziale delle clausole contrattuali riportanti condizioni economiche indeterminate e/o indeterminabili all'interno di un contratto di *leasing*; nello specifico, è stato rilevato che le pattuizioni negoziali integravano dei contratti derivati impliciti (rischio cambio, clausola *floor*) senza rispettare gli obblighi

³² A ben vedere, il *cap* ed il *floor* (rectius, l'opzione *cap* o *floor*) sono lo strumento più semplice, trasparente ed efficiente per neutralizzare il rischio di aumento, o di diminuzione di un tasso variabile; nella prassi – tuttavia – si ritrovano pochi *cap* e *floor* e tanti *swap*.

³³ GIRINO, *I derivati impliciti: virtù e vizi della scomposizione* in *Rivista di diritto bancario*, 2016.

³⁴ GIRINO, *I derivati impliciti, vizi e virtù della scomposizione* in *Giurimetria*, 2016, fasc. 2, 33.

³⁵ sentenza 14.9.2016 n. 1104 in *dirittobancario.it*, 2017, con commento di GRASSO.

informativi gravanti sull'intermediario³⁶. Sempre il Tribunale di Udine³⁷ ha ribadito che la clausola *floor* è un derivato incorporato inscindibile dalla complessiva clausola sugli interessi cui si estende la nullità ma non la nullità dell'intero contratto.

Le argomentazioni svolte dal giudice udinese lasciano non poche perplessità (anche se è indubbio che l'inserzione e l'utilizzo di una clausola *floor* al raggiungimento della soglia abbia l'effetto di trasformare un tasso variabile in uno fisso, che è esattamente ciò che avviene per uno *swap*).

Il Tribunale di Padova³⁸ ha ritenuto - invece - valida ed efficace la c.d. clausola *floor* espressamente approvata dal mutuatario quando la stessa è formulata in modo chiaro tanto da non lasciare neppure al mutuatario più inesperto sulle conseguenze che detta pattuizione può avere durante la vita del rapporto su un mutuo a tasso variabile. Si è negato, quindi, che la sola clausola *floor* inserita in un contratto di mutuo imponga l'osservanza della disciplina del TUF³⁹. Conforme è il Tribunale di Roma⁴⁰ secondo il quale in un mutuo che contenga una clausola *cap and floor* (cioè un *collar*) non si configura un contratto derivato implicito avente vita autonoma, né tali pattuizioni alterino la natura creditizia del contratto; inoltre, richiamato quanto previsto dal Provvedimento banca d'Italia del 29.7.2009 e successive modifiche (c.d. norme di trasparenza bancaria), in caso di prodotti composti la cui finalità preponderante non sia di investimento ma di finanziamento, si applicano in via esclusiva – anche quanto agli obblighi informativi – le disposizioni del TUB e non del TUF⁴¹.

Le clausole *floor* sono pattuizioni pienamente valide ed efficaci in quanto non è ammissibile alcun sindacato del giudice sul profilo dell'equilibrio economico del contratto, ciò – ovviamente – a condizione che la relativa pattuizione risulti contrattualizzata in forma chiara e trasparente; per altro aspetto si è affermato che la clausola di tasso determinato dall'euribor maggiorato di uno *spread* non può dirsi illegittima in ragione del fatto che il tasso euribor risulti frutto di un accordo di cartello vietato dall'art. 2 della legge 287/1990⁴².

³⁶ Pur con riferimento ad un investimento in obbligazioni argentine (e non, quindi, in tema specifico di derivati) la Suprema Corte ha escluso che l'esperienza di un investitore possa fondarsi sul pregresso acquisto del medesimo strumento finanziario, precisando che l'adempimento degli obblighi informativi di cui all'art. 21 TUF comprende il rischio paese, il rating dello strumento, il rischio implicito in un alto rendimento (Cass., ord., 27.4.2020 n. 8212).

³⁷ sentenza 14.6.2017 n. 850 giudice Massarelli in dirittobancario.it.

³⁸ Ordinanza ex art. 702 cpc. giudice Bertola 25.10.2016 in dirittobancario.it con commento di AVENA. Concordano TOMBESI e GIACOMELLI, *Asimmetria delle opzioni nei contratti di mutuo con clausola floor e comunicazione deficitaria* in www.ilcaso.it, 2018. In senso contrario, v. D'AMICO, *La vessatorietà della clausola floor in I Contratti*, 2017, 261 e ss.

³⁹ Trib. Treviso, 5.12.2017 n. 2511. giudice Baggio in www.ilcaso.it.

⁴⁰ Sentenza 21.2.2020 n. 3875 in dirittobancario.it, 24.3.2020.

⁴¹ Come già affermato dal Trib. Bologna, 8.2.2018 n. 20123.

⁴² Trib. Forlì, 30.10.2019 n. 935 giudice Sartoni in dirittobancario.it.

In conclusione, alla posizione (che sembra isolata) del Tribunale di Udine, si contrappongono quelle dei tribunali di Brescia, Padova, Forlì, Roma e Treviso. Il tema, tuttavia, è ancora aperto e dibattuto.

La giurisprudenza della Suprema Corte sui contratti derivati stipulati da enti locali

43

Per completezza solo un accenno ad una decisione – forse storica – di questi giorni. Secondo le sezioni unite della Cassazione ⁴⁴, con riferimento ad uno *swap* con *upfront* stipulato prima dell'entrata in vigore della legge n. 147/2013, norma che ha se non esclusa, fortemente ridotta, la possibilità di ricorrere agli *swap* da parte degli enti locali, si è deciso che costituiscono motivi di nullità del contratto una serie specifica di circostanze. In dettaglio e sintetizzando:

- gli *swap* sono negozi a causa variabile in quanto suscettibili di rispondere sia a finalità “assicurativa” (in senso atecnico) sia di “copertura” di rischi sottostanti così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto.
- lo *swap* non caratterizzato da un profilo chiaro e definito ha una causa indefinita;
- i contratti di *swap* possono essere utilizzati utilmente ed efficacemente dai Comuni solo in presenza di una precisa misurabilità e determinazione dell'oggetto contrattuale (cioè l'alea) comprensiva sia del criterio del *mark to market* (di per sé non sufficiente) ⁴⁵ sia degli scenari probabilistici riconducibili all'andamento dei parametri di riferimento, sia dei c.d. costi occulti (allo scopo di mettere il più possibile l'ente locale al riparo dall'aleatorietà del rapporto in considerazione del fatto che la buona gestione della contabilità pubblica presuppone la certezza degli impegni di spesa); in particolare, solo la presenza dei citati scenari probabilistici consente all'Ente di valutare razionalmente l'alea connessa al contratto; e solo l'alea razionale è da ritenersi ammessa altrimenti si cadrebbe nella scommessa che, ex art. 1933 cc., non trova applicazione nei contratti derivati. L'alea razionale rappresenta lo spartiacque tra le due fattispecie negoziali;
- ove lo *swap* incida sull'entità dell'indebitamento pluriennale dell'Ente (e, nella specie vi era un *upfront* ⁴⁶) l'operazione deve essere autorizzata a pena di nullità dal

⁴³ Sul punto v. MINENNA, *La Cassazione e la svolta sui derivati* in *Il Sole 24 Ore*, 24.5.2020, 1. Si trattava di 3 contratti derivati stipulato dal Comune di Cattolica tra il 2003 ed il 2004.

⁴⁴ Cass. 12.5.2020 n. 8770 in www.ilcaso.it. Vedi anche MACIOCCHI, *Contratti derivati nulli se deliberati solo dalla giunta* in *Il Sole 24 Ore*, 13.5.2020, 28; LONGO, *Cassazione, svolta sui derivati. Impatto sui contenziosi aperti* in *Il Sole 24 Ore*, 14.5.2020, 22.

⁴⁵ Solo la combinazione del MTM e degli scenari probabilistici, e – quindi – dei futuri flussi finanziari immaginabili, secondo la Corte, consentono alle parti di comprendere l'essenza delle reciproche alea contrattuali.

⁴⁶ Da configurare come un finanziamento in veste di elemento di riequilibrio dei rapporti contrattuali tra le parti. La Corte, peraltro, assimila l'*upfront* ad un finanziamento per cui non è pacifico se si tratti di un

Consiglio Comunale (art. 42 TUEL) non potendo essere fatta rientrare in un semplice atto di gestione dell'indebitamento (nello specifico era stata autorizzata dalla Giunta a valere su una precedente delibera di mero indirizzo).

La decisione, ad una prima riflessione, potrebbe avere effetti anche nei confronti di soggetti diversi dagli enti locali ⁴⁷ con conseguente rilevante impatto su tutti i contratti derivati in essere (e sui bilanci degli enti locali). In particolare, non sfugge come, così integrata, la disciplina della trasparenza sui rischi verrebbe ampliata in modo significativo nella fase precontrattuale che è quella in cui si sono sempre annidati i maggiori vizi di percezione dell'alea, di per sé voluta ed inevitabile.

finanziamento (da restituire alla scadenza) o un qualcosa di differente ma simile ad un finanziamento. Per un approfondimento vedi LEMBO, *L'analisi giuridica delle rinegoziazioni e dell'up front* in dirittobancario.it, 2017.

⁴⁷ GAUDIELLO, *Nullità dei contratti derivati degli enti locali: i principi espressi dalle Sezioni Unite della Cassazione* in dirittobancario.it, 18.5.2020.