

LA SCOMMESSA RAZIONALE DI *SWAP* E LO SCOPO DI COPERTURA*

Di Daniele Maffeis

| 193

SOMMARIO: 1. Dall'alea bilaterale all'alea razionale. – 2. Alea razionale e nullità. – 3. Le probabilità e la copertura. – 4. Meritevolezza o liceità. – 5. Copertura e condivisione del *mark to market*, degli scenari probabilistici, dei costi impliciti e del criterio di calcolo. – 6. Copertura e *mark to market* originario negativo. - 7. I derivati trasparenti sono contratti difficili.

ABSTRACT. Il motivo della conclusione deve essere esaminato considerando il contratto di swap come una scommessa razionale. Quando vi è accordo sulla misura dell'alea, il derivato che presenta un *mark to market* negativo per il cliente è un derivato speculativo.

The purpose of entering into a derivative contract shall be examined by taking into account the nature of swap as a rational bet. When the intermediary and the investor agree on the measure of the degree of uncertainty, negative MTM means that the derivative contract is characterised by a speculative purpose.



1. Dall'alea bilaterale all'alea razionale.

Nei contratti aleatori della finanza, il collaudato criterio di giudizio, sulla validità o nullità dei contratti, incentrato sull'alternativa tra alea bilaterale (ancorché squilibrata), che assicurerebbe la validità, ed alea non bilaterale, che condurrebbe alla nullità, è superato.

Dal 2020, il diritto della finanza conferma l'utilità del ricorso a nozioni ed istituti del diritto civile e, in questo contesto, il criterio di giudizio, intorno alla validità o nullità dei contratti, è incentrato sulla consapevolezza, da parte di entrambi i contraenti, della distribuzione qualitativa e quantitativa dell'alea (che non è informazione, ma oggetto del consenso)¹. Un criterio di giudizio coerente con l'idea che in diritto civile la forma più genuina dell'alea giuridica è proprio l'alea misurabile², e che va oggettivamente in parallelo – un parallelo virtuoso – con l'abrogazione da parte di Consob, a far data dal 2 febbraio 2022, della Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 che aveva ad oggetto “*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*” e della Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, che aveva ad oggetto la “*Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail*”, motivata dalla constatazione di Consob che “*con la recente evoluzione della disciplina europea in materia di prestazione di servizi di investimento e il conseguente rafforzamento dei presidi di investor protection, gli orientamenti forniti dalla CONSOB nell'ambito delle citate Comunicazioni risultino direttamente o indirettamente assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normative*”.

2. Alea razionale e nullità.

La giurisprudenza decide casi, non detta requisiti. La Corte di cassazione non è il legislatore, e non è Consob.

Quando afferma che lo *swap* è nullo se manca l'accordo su *mark to market*, costi impliciti, scenari probabilistici e criterio di calcolo, la giurisprudenza non detta requisiti del contratto non previsti dalla

* Il contributo è destinato al *Liber Amicorum Dolmetta*.

¹ D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir.civ.*, 2016, 1096 ss.; ID., *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 9 ss.

² R. SACCO, in R. Sacco – G. De Nova, *Il contratto*, Torino, 2004, II, 480: “*l'alea*” non “*cessa di essere tale quando è commensurabile*”.

legge, ma statuisce la nullità, dicendo perché. Motivando. Saggiunge che la nullità non opererebbe se ci fosse quell'accordo, ma nessuna sentenza successiva dirà che il contratto è nullo perché non c'è l'accordo imposto da quel precedente. Dirà semplicemente che il contratto è nullo, come lo ha già detto quel precedente. La nullità è ciò che è statuito. Il resto è la massima³, una massima fedele, che favorisce il rispetto del precedente e, volendo, la prevedibilità delle decisioni future⁴.

L'accertamento della causa è la premessa sia per statuire la nullità del contratto, sia per esplicitare, volendo, quale clausola del contratto, se fosse stata presente, tenuto conto della causa, avrebbe escluso la nullità.

Lo *swap*, senza trasparenza dell'alea, è nullo. Perché una scommessa cieca in finanza è illecita. Il limite è rappresentato dagli artt. 1, 21 TUF.

Allo stesso modo, per esempio, il sale and *lease back*, se la garanzia ha un valore che può arricchire il concedente, è nullo. Il limite è rappresentato dall'art. 2744 cod.civ.

La giurisprudenza ha detto decine di volte che “*il riequilibrio dell'assetto contrattuale può dirsi ristabilito mediante la previsione della clausola [nota come patto marciano, n.d.r.], che stabilisce l'accredito a favore dell'utilizzatore dell'importo ricavato dal concedente dalla vendita del bene*”⁵.

3. Le probabilità e la copertura.

Come ribadisce la Corte di cassazione, “*il difetto di razionalità dell'alea fa escludere il derivato dal novero delle scommesse tollerate ex art. 23, comma 5 TUF, ed in linea con tale norma Cass. Sez. Un. 8770 del 2020*”⁶.

Tra le conseguenze del superamento del criterio di giudizio, incentrato sull'alternativa tra alea bilaterale e non bilaterale, e della sua sostituzione con il criterio incentrato sulla consapevolezza della distribuzione qualitativa e quantitativa del rischio – dirò

³ F. GALGANO, *L'interpretazione del precedente giudiziario*, in *Contr. impr.*, 1985, 702 ss.

⁴ In tema E. GABELLINI, *Algoritmi decisionali e processo civile: limiti e prospettive*, in *Riv.trim.dir.proc.civ.*, 2022, 73 ss.

⁵ Il wording è di App. Milano, 18 novembre 2021, in *One Legale*; ma *adde* ad es. App. Milano, 19 gennaio 2022, in *One Legale* la quale motiva che “*Il divieto del patto commissorio sancito dall'art. 2744 c.c. non opera quando nell'operazione negoziale (...) sia inserito un patto marciano*”. Nella giurisprudenza di legittimità solo da ultimo tra le molte Cass., 17 gennaio 2022, n. 1221, in *One Legale*, Cass., 8 ottobre 2021, n. 27362, in *One Legale*.

⁶ Cass., 16 marzo 2022, n. 8603, in *One Legale*. Così anche U. PATRONI GRIFFI, *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 68.



tra breve che per Cass., n. 21830 del 2021 è “*inconcepibile*” che “*la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti*” -, c’è un ripensamento del significato stesso e della portata della nozione economica di copertura, che va anch’essa rivalutata alla luce delle probabilità.

Il nesso fra lo scopo di copertura di un rischio finanziario e la probabilità che lo scopo di copertura sia ottenuto presenta varie sfaccettature, la più delicata delle quali dipende proprio dal fatto che “*la differenza tra un rischio assente e un rischio altamente improbabile può anche risultare del tutto evanescente*”⁷, perché, una volta accettato il dato fattuale, indiscutibile, che il rischio, in finanza, è misurabile ed è misurato, sarebbe impossibile (possiamo anche dire: “*inconcepibile*”) - quand’anche si volesse conservare il criterio di giudizio incentrato sull’alternativa tra rischio bilaterale e non bilaterale, - disquisire di rischio assente o presente, senza sapere prima se il rischio c’è, il che vuol dire, senza sapere prima qual è la sua distribuzione qualitativa e quantitativa, siccome misurata adottando un criterio di calcolo determinato.

Premetto che a mio avviso i motivi di copertura o di speculazione - che nella realtà delle cose non sono rigidamente alternativi, come una corrente narrazione potrebbe far credere - sono appunto i motivi soggettivi dell’investitore, rilevanti, in linea generale, sotto il profilo della regola di condotta a carico dell’intermediario. E sono leciti sia il motivo di c.d. copertura che quello di c.d. speculazione, a meno che lo scopo di copertura non sia imposto dalla legge, come accadeva per gli enti territoriali ai sensi dell’art. 41, comma 2 l. 28 dicembre 2001, n. 448⁸ (su cui tornerò oltre).

Ricordo anche che i motivi soggettivi dell’investitore non si esauriscono nella copertura o nella speculazione (quali che siano i precisi contenuti e confini di queste due nozioni economiche), perché si aggiunge il motivo soggettivo di finanziamento, che caratterizza il derivato concluso dall’investitore con lo scopo di vedersi accreditare il finanziamento abitualmente denominato *up front*.

Sicché, anche volendo, per comodità descrittiva, isolare distinte tipologie, sicuramente occorre annoverare, accanto al *derivato di copertura* e al *derivato speculativo*, il *derivato di finanziamento* (quello, appunto, concluso con la contestuale erogazione dell’*up front*).

Prima che la Corte di cassazione iniziasse a prendere posizione sull’effettiva natura giuridica dei contratti di *swap*, era stato osservato che “*Sostanzialmente tre sono gli angoli prospettici lungo i quali la giurisprudenza, che è favorevole al controllo di meritevolezza di interessi dei contratti derivati, viene di solito ad approcciare questa materia e a confrontarsi. Il primo filone si focalizza sull’alternativa formata dalla coppia “operazione di copertura - operazione di speculazione”, per poi sostenere, in termini abbastanza secchi, che solo il riscontro, al livello della fattispecie concreta, di un’effettiva copertura di un sussistente sottostante comporta la valutazione di meritevolezza. Il secondo filone si concentra, invece, sul rischio insito nella struttura dei derivati e rileva che, per i fini in discorso, il rischio deve essere corso da entrambi i contraenti (per quanto sulla misura reale di tale bilateralità, gli accenti vengano a variare in misura anche importante (...)). Il terzo filone, infine, prende la questione in termini di conoscenza ovvero di esposizione degli scenari probabilistici del futuro: il cliente deve potere sapere con puntualità a cosa sta andando in contro (non sempre è chiaro, per la verità, se il riferimento va a una situazione di astratta conoscibilità o se, per contro, si inoltra lungo il sentiero che si volge alla conoscenza effettiva)*”⁹.

Ora che la Corte di cassazione ha preso una meditata posizione sull’effettiva natura giuridica dei derivati - e “*il difetto di razionalità dell’alea fa escludere il derivato dal novero delle scommesse tollerate ex art. 23, comma 5 TUF, ed in linea con tale norma Cass. Sez. Un. 8770 del 2020*”¹⁰ -, vorrei considerare il primo e il terzo di questi angoli prospettici - il primo, che “*si focalizza sull’alternativa formata dalla coppia “operazione di copertura - operazione di speculazione”*”, il terzo, che “*prende la questione in termini di conoscenza ovvero di esposizione degli scenari probabilistici del futuro*” - non il secondo, perché, come ho osservato in apertura, il criterio della “*bilateralità*” del rischio in finanza è superato dal criterio (corrispondente al ter-

⁷ A. A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza, in Swap tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014, XX, nt. 10.

⁸ Osserva U. PATRONI GRIFFI, *op.cit.*, 64 che “*Il diffondersi delle operazioni su derivati, e la connessa assunzione da parte della Pubblica amministrazione di elevati rischi speculativi, conduceva il legislatore italiano a limitare l’operatività degli enti locali in contratti (su) derivati al perseguimento di mere finalità di copertura dai rischi di sottostanti operazioni di finanziamento (l. 27 dicembre 2006, n. 296, d.m. 1° dicembre 2003, n. 389 attuativo dell’art. 41, comma 1°, della l. 28 dicembre 2001, n. 448; art. 5, d.l. 25 maggio 1996, n. 287 e d.m. 5 luglio 1996, n. 420)*”.

⁹ A. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli limiti” l’operatività in derivati*, in *Società*, 2016, 711 s. Uno spunto anche in A.A. DOLMETTA - L. S. LENTINI, *Il mutuo in Euro con doppia conversione in franco svizzero. Una storia (forse) esemplare*, in G. Conte, *Arbitro Bancario Finanziario*, Milano, 2021, 815.

¹⁰ Cass., 16 marzo 2022, n. 8603, in *One Legale*.

zo angolo prospettico) della “conoscenza (...) degli scenari probabilistici”.

Il principio di fondo è quello “dell’agire per servire al meglio l’interesse dei clienti e l’integrità del mercato” e “la sentenza delle Sezioni Unite [Cass., 12 maggio 2020, n. 8770] si presta a essere letta in continuità con il [...] precedente del 2017 [Cass., 31 luglio 2017, n. 19013], il cui portato le Sezioni Unite oggi consegnano a un livello più generale: non limitato, cioè, alla considerazione dei derivati connotati dalla c.d. funzione di copertura”¹¹.

4. Meritevolezza o liceità.

Nella sentenza della Corte di cassazione n. 19013 del 2017 si legge quanto segue: “la clausola generale del necessario operare nell’interesse del cliente investitore (viene) in rilevanza per la valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti, come imposta dalla norma dell’art. 1322 cod. civ. per le operazioni contrattuali che siano sprovviste di un’apposita disciplina negoziale di fonte legislativa (come appunto sono i derivati IRS)”.

Il discorso è dunque impostato in termini di immeritevolezza (sull’assunto che il contratto è atipico, cfr. art. 1322, comma 2 cod.civ.), ma, a mio avviso, la sostanza non cambia se lo stesso discorso si imposta in termini di liceità, come ritengo si debba, nell’ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte dell’intermediario, il quale esercita un’attività riservata per garantire la fiducia e l’integrità dei mercati, e dove pertanto il problema non è il confine dell’atipicità (coincida o non l’immeritevolezza con l’illiceità), ma l’esigenza di cura dell’interesse dell’investitore, per la tutela della fiducia ed integrità dei mercati, che di sicuro pone un limite di liceità.

Nella sentenza delle Sezioni Unite della Corte di cassazione n. 8770 del 2020 si legge che “la validità dell’accordo va verificato in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell’alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell’utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità” e che l’“accordo sulla misurabilità/determinazione dell’oggetto non deve limitarsi al criterio del mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell’alea. Esso deve

concernere la misura qualitativa e quantitativa dell’alea”.

Con la sentenza n. 21830 del 2021 la Corte di cassazione, confermando i principi di diritto statuiti dalle Sezioni Unite con la sentenza n. 8770 del 2020, afferma che “l’intermediario è sempre controparte diretta dell’investitore e condivide con quest’ultimo l’alea del contratto; di talchè, non essendo revocabile in dubbio la circostanza che il contratto di swap è caratterizzato da un’alea reciproca e bilaterale a carico dei contraenti, deve considerarsi inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti perchè rimaste estranee all’oggetto dell’accordo”, che è, per l’appunto, l’accordo sul mark to market, sugli scenari probabilistici, sul criterio di calcolo e sui costi impliciti.

Da notare che la sentenza n. 21830 afferma che lo swap è nullo nel caso concreto – si legge in motivazione - di un “contratto di interest rate swap “Tasso Certo” che indicava il mark to market iniziale, ma non recava “in modo specifico, completo e dettagliato, l’indicazione del criterio (matematico) con il quale si addiviene al calcolo del menzionato valore”¹².

Il principio di diritto (la regola di decisione) di Cass. n. 21830 del 2021 è quindi che “l’indicazione del mark to market, compresa l’esplicitazione della formula matematica per la determinazione del calcolo, costituisce elemento essenziale del contratto IRS. La sua omissione, come pure quella dei metodi (matematici) su cui determinare l’alea del contratto, genera (al pari della carente esplicitazione dei costi impliciti dello stesso o della prospettazione dei suoi c.d. “scenari probabilistici”) l’impossibilità di individuare concretamente (rectius: misurare) l’alea oggetto dell’IRS, così che il corrispondente contratto deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità dell’oggetto. Invero, in caso di derivati over the counter, la mancata conoscenza del mark to market e/o degli “scenari probabilistici” assume una consistenza ben maggiore poiché l’intermediario è sempre controparte diretta dell’investitore e condivide con quest’ultimo l’alea del contratto; di talchè, non essendo revocabile in dubbio la circostanza che il contratto di swap è caratterizzato da un’alea reciproca e bilaterale a carico dei contraenti, deve considerarsi inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti perchè rimaste estranee all’oggetto dell’accordo”.

¹¹ A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *Diritto Bancario*, Editoriale giugno 2020, 4.

¹² Anche Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, in *One Legale* afferma che “il contratto avrebbe dovuto specificare le modalità di calcolo del mark to market”



A questo punto il superamento, da parte della giurisprudenza di legittimità, delle tradizionali categorie dei contratti aleatori, nel diritto civile della finanza – un superamento che è comune, non serve evidenziarlo, ad enti territoriali e ad imprese, e a qualunque categoria di investitore –, è conclamato, come testimonia bene la motivazione di Cass. n. 21830 del 2021, la quale fonda la sua decisione, sui requisiti di trasparenza a pena di nullità, affermando che l’idea che “*la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti*” è “*inconcepibile*”. È interessante ricordare che nella storia del diritto civile l’attributo di “*non (...) concepibile*” si trova utilizzato per la figura del contratto con se stesso “*per il conflitto di interessi, immanente in ogni contrattazione*”¹³.

Con la sentenza n. 21830 del 2021, l’art. 1322 cod. civ. è richiamato, come lo era con la sentenza n. 19013 del 2017, ai fini dell’incidenza sul contratto di un interesse in conflitto dell’intermediario (art. 21 TUF), ma ora lo è nella prospettiva della trasparenza dell’alea: “*Si pone (...) il problema (...) se tali tipi di contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell’art. 1322 c.c. e siano muniti di una valida causa in concreto. Infatti, è necessario verificare se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell’alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perchè il legislatore autorizza questo genere di “scommesse razionali” sul presupposto dell’utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità*”. Ed è specificato, quanto al criterio di calcolo, quanto segue: “*Se (...) per la determinazione del mark to market si pretendesse di fare richiamo alle sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza specificare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all’attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato*”.

La novità quindi risiede nell’accostamento tra la meritevolezza, di cui la sentenza n. 19013 del 2017 aveva già chiarito il legame con la necessaria cura sostanziale dell’interesse dell’investitore ai sensi dell’art. 21 TUF, e la razionalità dell’alea.

L’accostamento tra meritevolezza e razionalità dell’alea è ulteriormente espresso nella sentenza n. 21830 del 2021, quando essa afferma in motivazio-

ne che “*le Sezioni Unite hanno ricondotto la tipologia di derivato quale lo swap*” alla “*“scommessa razionale” meritevole di tutela*” (una scommessa che è tale, indipendentemente dallo scopo di copertura o di speculazione, e indipendentemente che uno dei due contraenti, l’intermediario o l’investitore, concluda un’altra scommessa di segno opposto, per neutralizzare gli effetti economici della prima¹⁴).

5. Copertura e condivisione del *mark to market*, degli scenari probabilistici, dei costi impliciti e del criterio di calcolo.

Nella sentenza n. 19013 la nullità del contratto di *interest rate swap* dipende dall’immeritevolezza degli interessi, ai sensi dell’art. 1322, comma 2 cod.civ., nel senso, che ho altrove evidenziato¹⁵, che il conflitto di interessi disciplinato dall’art. 21 TUF, in quanto incide sul contenuto del contratto, diviene causa di nullità (non, di annullamento, come accade negli artt. 1394, 1395 cod.civ.), e la ragione di fondo che a me è parso e pare di intravedere nella motivazione della sentenza n. 19013 del 2017 – e che trovo del tutto persuasiva, considerato l’ufficio di diritto privato che l’intermediario svolge come guardiano della fiducia e dell’integrità dei mercati – è che l’intermediario è il fedele cooperatore dell’investitore e, se predispone un contratto per concluderlo tra se stesso e l’investitore, lo deve fare adempiendo ai suoi doveri di fedele cooperatore, che è ammesso ad esercitare un’attività riservata per la sola e precisa ragione che agisce come un fedele cooperatore.

Motiva la sentenza 19013 come “*la necessaria cura dell’interesse oggettivo del cliente - che la normativa de(gli) artt. 21 e 26, va a inserire nell’ambito della generale valutazione di meritevo-*

¹⁴ D. MAFFEIS – U. CHERUBINI, *Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla Sentenza SS.UU. 8770 del 2020*, in Riv. dir. banc., 2021, I, 483 s.: “*La ricostruzione in termini di “scommessa” corrisponde perfettamente all’operatività delle banche, per le quali la conclusione dei contratti di swap ha una squisita natura aleatoria. Difatti, ad un elementare approccio civilistico, la qualificazione di un contratto riguarda il rapporto, eventualmente complesso, fra i contraenti, non altri rapporti, che uno solo di essi, ed egli soltanto, concluda con terzi, e che riguardino la filiera interna di lui solo. Se A scommette con B, che si copre scommettendo in termini speculari ed opposti con C, nessuno direbbe mai che quella tra A e B non è una scommessa, sol perchè B ne ha di fatto neutralizzato gli effetti, scommettendo in termini speculari ed opposti con C. Dunque, se conclude uno swap con B, e si copre con uno swap eguale ed opposto con C, la banca assume due alee opposte destinate a neutralizzarsi: e i due swap conservano la natura di scommessa*”.

¹⁵ D. MAFFEIS, *I limiti di azione del contraente egoista*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. Sacchi, Milano, 2020, 565 s.

¹³ A. ASCOLI, *Della contrattazione con se stesso*, in Riv.dir.civ., 1932, I, 267 s.

lezza degli interessi prescritta dall'art. 1322 c.c. - si traduca, in relazione alle operazioni in derivati IRS con funzioni di copertura, nel rispetto delle sopra elencate condizioni [le "caratteristiche che un'operazione in strumenti finanziari deve possedere per essere considerata "di copertura""]]. Con la conseguenza ulteriore che l'interesse oggettivo del cliente, come sussistente per il compimento di operazioni di effettiva copertura, non potrà ritenersi soddisfatto quando l'operazione in concreto intervenuta non rispetti realmente le condizioni sopra richiamate".

La soluzione operativa è che il contratto è nullo se la copertura che l'investitore si riproponeva di ottenere non ricorre, perché il programma dei flussi finanziari non è idoneo a tal fine.

Ho altrove notato, dicevo¹⁶, che la nullità, anziché l'annullabilità o l'inefficacia, dell'atto gestorio infedele, per immeritevolezza degli interessi (se il discorso non si imposta in termini di illiceità) dà nuova linfa all'art. 1322, comma 2 cod. civ. In particolare, se il contratto è la sintesi degli interessi, esso è valido se gli interessi sono entrambi meritevoli di tutela (o leciti, soggiungo), ma se l'interesse di A (il cooperatore), in conflitto con quello di B (il titolare dell'interesse della cui cura si tratta), entra nel contratto, ed A cura il proprio interesse (l'interesse in conflitto) anziché quello di B, l'interesse di A non è meritevole, mentre quello di B non è né meritevole né non meritevole, semplicemente è sacrificato. Ed il contratto nel suo complesso è immeritevole. Portato nel sistema degli atti gestori, diciamo: l'atto gestorio inciso dall'interesse in conflitto del gestore è nullo, prima e indipendentemente dal fatto di essere inefficace, ai sensi dell'art. 1711 cod.civ., nei confronti del titolare dell'interesse. Un approdo identico a quello cui si giunge se all'immeritevolezza degli interessi si sostituisce l'illiceità degli interessi. Ricordo che il conflitto di interessi come vizio della causa caratterizzava le più risalenti teorie dell'abuso; si affermava che "La nozione di abuso della procura, in confronto a quella di eccesso, suppone l'identità esteriore della rappresentanza, la quale devia, nettamente, al suo fine, a cagione dello scopo concreto dell'atto"¹⁷; e che il conflitto di interessi integra "probabilmente (...) una deficienza funzionale dell'attività del rappresentante"¹⁸. E si può intravedere una continuità tra questa ricostruzione clas-

sica dell'abuso della procura (che è poi l'abuso di mandato) e la causa di nullità affermata da Cass. n. 19013 del 2017.

Nella sentenza 8770 del 2020, la copertura continua ad essere rilevante sia ai sensi dell'art. 1322, comma 2 cod.civ. sia come titolo della responsabilità per inadeguatezza o inappropriatezza¹⁹. Difatti, si legge che le "le funzioni, di speculazione o di copertura, dei derivati OTC perseguite dalle parti" sono rilevanti "per il giudizio di conformità all'interesse ex art. 21 TUF e per quello di adeguatezza ed appropriatezza".

L'approdo è confermato dalla sentenza n. 21830 del 2021, che descrive il contratto di *interest rate swap* c.d. *plain vanilla*, concluso con scopo di copertura, chiarendo che anche in questa tipologia di contratto "ognuno degli stessi contraenti deve mettere in conto, al momento della stipulazione, non solo il proprio guadagno, ma, come in un gioco d'azzardo, anche di perdere, e quindi di dover pagare - ossia di divenire debitore di - una certa somma nei confronti della controparte", ovvio essendo che "Anche in queste ipotesi (...) permane un margine di rischio connesso all'andamento dei tassi di interesse, in quanto l'eventuale loro andamento, sfavorevole rispetto alle attese previste, può determinare differenziali negativi privi di adeguata copertura".

Anche la copertura, osserva Cass. n. 21830 del 2021, è "come" un "gioco d'azzardo".

Se è stato concluso con uno scopo di copertura, ma non contiene l'accordo sui requisiti di trasparenza - *mark to market*, costi impliciti, criterio di calcolo, scenari probabilistici -, il derivato è nullo, perché i requisiti di trasparenza sono imposti a prescindere dallo scopo di copertura o di speculazione²⁰: essi non riguardano gli interessi, ma il consenso (nella sentenza n. 21830 si legge che "l'omessa esplicitazione di tali elementi si traduce, sostanzialmente, nella mancata formazione di un consenso in ordine agli stessi") e, come osservavo in apertura, l'idea stessa che l'investitore si raffiguri il proprio interesse alla copertura (la copertura di quale rischio e con quale strumento) presuppone che egli conosca le probabilità.

¹⁹ Nel giudizio di adeguatezza si richiede che l'intermediario fornisca la prova di "avere avuto piena contezza dell'indebitamento da coprire", Trib. Padova, 3 gennaio 2022, ne Il Caso.

²⁰ Osserva U. PATRONI GRIFFI, *op.cit.*, 62 s. che "Nella ricostruzione della Cassazione [n. 8770 del 2020, n.d.r.] è limitato davvero il rilievo della finalità di protezione (*hedging*, vale a dire la possibilità attraverso il 'derivato' di proteggere il contraente da taluni, potenziali, rischi o comunque ridurre gli stessi) ovvero speculativa (*trading*, la realizzazione di un lucro in assenza di posizioni sottostanti da coprire) del contratto".

¹⁶ D. MAFFEIS, *I limiti di azione del contraente egoista*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. Sacchi Milano, 2020, 565 s.

¹⁷ L. MOSSA, *Abuso della procura*, in *Riv.dir.comm.*, 1935, II, 250.

¹⁸ G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*, Torino, III edizione completamente riveduta e aggiornata, 1980, 381 s.



Osservo per inciso che il difetto di accordo sui requisiti di trasparenza rende superflua un'indagine sull'effettiva ricorrenza di una copertura e quindi rende superflua la consulenza tecnica d'ufficio, se il giudice, per accogliere la domanda di nullità o rilevarla d'ufficio, applica la ragion più liquida e ritiene di non avvalersi di un ausiliario, quando il difetto di accordo sui requisiti di trasparenza è pacifico in causa e, in effetti, è documentalmente evidente, tanto da non richiedere l'ausilio del consulente. La consulenza tecnica d'ufficio è invece di ausilio per la verifica di errori nell'indicazione del *mark to market* o degli scenari probabilistici, della trasparenza delle indicazioni, della correttezza dei calcoli, e così via.

6. Copertura e *mark to market* originario negativo.

Il tema della verifica della sussistenza di una copertura è affrontato sia da Cass. n. 19013 del 2017 sia da Cass. n. 21830 del 2021.

In nessuna delle due il problema è la copertura in sé.

Nella sentenza n. 19013 del 2017 il problema è se la copertura c'è: sono richiamate le condizioni elencate nella Determinazione 26 febbraio 1999, DI/99013791, e così che le operazioni “*siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente*”; che “*sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine*”; che “*siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente*”.

Nella sentenza 21830 del 2021 la copertura è presente se “*a) vengono prodotti flussi di cassa di ammontare proporzionale al debito; b) il nozionale, la scadenza, la frequenza dei pagamenti e gli indici sottostanti sono coerenti con i parametri del debito originario, ovvero i profitti o le perdite risultanti dal derivato sono in grado effettivamente di compensare quelli derivanti dal debito originario; c) sussiste un allineamento tra i parametri finanziari inseriti nel contratto derivato e le previsioni di andamento dei tassi di interesse relativamente agli anni futuri coperti dall'IRS (cd. curva dei tassi forward)*”; ma su tutto domina l'esigenza che “*la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto*” non restino “*ignote ad uno dei contraenti perchè rimaste estranee all'oggetto dell'accordo*”.

La continuità logica tra Cass. n. 19013 del 2017 e Cass. n. 21830 del 2021 a me sembra nitida. Cass.

n. 19013 dice che un derivato concluso come mezzo di copertura deve avere le caratteristiche della copertura. Cass. n. 21830 aggiunge che l'idoneità del mezzo allo scopo dipende dalle probabilità, che sono l'oggetto del consenso dell'investitore.

In motivazione, la sentenza n. 21830 del 2021 che “*Il valore attribuito tramite mark to market (...) può essere anche negativo purché l'accordo con il cliente (in cui, come si è già detto, si sostanzia, in via generale, il contratto), al momento della stipulazione del contratto stesso, abbia investito pure la sua (modalità di) concreta determinazione, consentendogli così di comprendere (ed accettare consapevolmente), fin da subito, la specifica alea (razionale) del derivato*” e che “*l'accordo (...) deve investire, in modo specifico, completo e dettagliato, l'indicazione del criterio (matematico) con il quale si addiviene al calcolo del menzionato valore*”.

Sulla scorta di questi principi, l'idea che i derivati che presentano le caratteristiche elencate da Cass. n. 19013 del 2017 e da Cass. n. 21830 del 2021 siano sempre di copertura, anche se presentano un *mark to market* negativo, deve ora essere aggiornata alla nozione di alea come alea razionale, che presuppone conoscenza e condivisione dei requisiti di trasparenza.

A mio avviso lo scopo di copertura presuppone che, al tempo della conclusione del contratto, la stima dei flussi attesi non sia rappresentata da una perdita²¹. Che il *mark to market* non sia negativo.

Se il *mark to market* è condiviso, ed è negativo per l'investitore, l'investitore non copre, ma specula²², il che è lecito, ed il contratto valido, salvo che la copertura sia il limite di liceità, perché allora il contratto è nullo, prima che inefficace perché non

²¹ App. Trieste, 28 maggio 2020, n. 227, in www.ilcaso.it: “*se il mark to market presenta un valore negativo, vuol dire che lo strumento presenta dei flussi attesi futuri negativi per chi lo ha sottoscritto, se invece è positivo, al contrario, è previsto che il cliente incasserà più di quanto pagherà*” sicché “*anche su questa base*” lo swap “*potrà essere definitivo di copertura o speculativo*”. Trib. Torino, 21 ottobre 2021, in *Pluris*: “*il MTM, come valore di mercato che riassume le probabilità di guadagno/perdita, pur non essendo oggetto né prezzo, appare comunque indispensabile per valutare la razionalità della gestione del rischio, in particolare quando lo swap nasce - come normalmente accade - con funzione di copertura, poiché non appare possibile contenere o ridurre efficacemente il rischio esistente, senza conoscere probabilità ed entità dei rischi assunti con lo scambio*”. D. MAFFEIS – U. CHERUBINI, *op.cit.*, 493: “*l'intento unilaterale di copertura, ad es. dell'ente locale, non rende irrilevante la trasparenza dell'alea. Perché la trasformazione dell'esposizione, dal variabile al fisso, non copre nulla, se la stima dei flussi è negativa per l'ente locale e se sono diversi gli scenari probabilistici. Sicché la trasparenza sulla qualità e la quantità del rischio è il più elementare e ovvio prerequisite per un consapevole intento di copertura*”.

²² I tratti distintivi della causa di copertura in C. ANGELICI, *Alla ricerca del “derivato”*, Milano, 2016, 66, nt. 61.

rispondente all'interesse dell'investitore, ai sensi dell'art. 1711 cod.civ.

Difatti, l'interesse alla copertura di un rischio, ad es. alla certezza di essere esposti al pagamento di un costo a parametro (tasso) fisso (nello schema *plain vanilla*, variabile contro fisso) in luogo di un variabile, non è fine a se stesso, ma è funzionale all'esigenza di risparmiare denaro. Se la stima calcolata e condivisa è che è meglio restare esposti al variabile, la conclusione di uno *swap* che conduce ad un'esposizione al tasso fisso non è una copertura, bensì è una forma speculativa di gestione del rischio. Perché non si tratta di un'assicurazione, in cui il premio si giustifica anche se il sinistro non si verifica²³, ma di un investimento, che nessuno compie scientemente stimando di perdere denaro²⁴.

Ripeto che un investitore può benissimo essere interessato a *swappare* il variabile in fisso scommettendo contro un *mark to market* negativo, ma così facendo non copre un rischio, bensì specula, perché spera che, a dispetto del *mark to market*, i flussi lo premieranno, o non gli importa se i flussi lo penalizzeranno. Lo *swap* non è di copertura, ma speculativo.

Per la stessa ragione, non è rilevante il fatto che, quando subisce perdite dal derivato *plain vanilla* di copertura, l'investitore guadagna dal mutuo, che è la posizione oggetto della copertura²⁵: perché il saldo non sarebbe zero, ma sarebbe positivo, senza il derivato, e quindi è il derivato che genera quella perdita che trasforma un saldo positivo in un saldo zero. Esattamente come per il creditore incassare 0 è peggio di incassare 5 quando la ragione per la quale l'incasso è 0 è che il debitore in virtù di un diverso rapporto contrattuale compensa il suo debito di 5 con un credito di 5.

Poiché è nullo quando il motivo di speculazione è illecito, perché è vietato dalla legge²⁶, era nullo il derivato che faceva parte dell'operazione di rifinanziamento dell'ente territoriale ed era concluso in

violazione del precetto secondo cui “*Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi*”²⁷.

È ovvio che lo *swap* fa parte delle complessive “*condizioni di rifinanziamento*” e, per definizione, un *mark to market* negativo, ad una stima *ex ante* qual è quella imposta dalla legge, (i) non è idoneo a consentire la “*riduzione del valore finanziario delle passività totali*” oppure – ma la conseguenza è la stessa – (ii) limita la “*riduzione del valore finanziario delle passività totali*”. Lo *swap* è rilevante perché è debito: non è un debito certo, è un debito probabile. Se ne tiene conto, come si tiene conto di un qualsiasi altro debito probabile che ci si sia assunti con qualsiasi altra forma di scommessa.

Che la copertura dipenda dalle probabilità mi sembra un dato che si è già cominciato a cogliere con consapevolezza.

Così è stato affermato in dottrina che “*se la funzione del Plain Vanilla è di garantire una diversa posizione di finanziamento dell'investitore, eliminando il rischio derivante dall'oscillazione dei tassi di interesse, è evidentemente necessario che l'investitore sia messo nella condizione di confrontare il rischio proprio del finanziamento con quello derivante dallo swap, per valutare quale sia più opportuno assumere*”²⁸. Così si è osservato che l’*“ineludibile espressione del contenuto del contratto è confermata dalle statuizioni della Suprema Corte, secondo cui solo in presenza di una precisa misurabilità e determinazione del contenuto del contratto, comprensiva sia del criterio del mark to market sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole il cliente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, è possibile vagliare la causa concreta del contratto e la sua realizzabilità”*²⁹.

E nella giurisprudenza di merito si è deciso che “*il MTM, come valore di mercato che riassume le probabilità di guadagno/perdita, pur non essendo oggetto né prezzo, appare comunque indispensabile*

²³ Lo *swap* non è un'assicurazione, ad es. M. BARCELLONA, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 1104, R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014, 74.

²⁴ Il derivato, più in generale, non è un'assicurazione, da ultimo R. SANTAGATA, *Polizze assicurative parametriche (o index based) e principio indennitario*, in *Riv.dir.civ.*, 2022, 139 ss.

²⁵ Ad es. C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, Padova, 2013, 32.

²⁶ Afferma M. BARCELLONA, *op.cit.*, 1103 che “*Il derivato, che non si riferisca a rapporti sottostanti (o che non li menzioni), integra, dunque, un dispositivo negoziale che semplicemente aggiudica ricchezza all'uno o all'altro contraente a seconda del verso in cui si verificherà un evento futuro ed incerto, e cioè in base alla “sorte”*”.

²⁷ Art. 41, comma 2, l. 28 dicembre 2001, n. 448.

²⁸ G. CALABRESE, *Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 1095.

²⁹ C. B. N. CIOFFI, *L'expressio causae dei contratti derivati di copertura e la mancanza, l'opacità, l'irrealizzabilità e la falsità della loro causa*, in *Contratti*, 2021, 579.



per valutare la razionalità della gestione del rischio, in particolare quando lo swap nasce - come normalmente accade - con funzione di copertura, poiché non appare possibile contenere o ridurre efficacemente il rischio esistente, senza conoscere probabilità ed entità dei rischi assunti con lo scambio”³⁰ e che “se il mark to market presenta un valore negativo, vuol dire che lo strumento presenta dei flussi attesi futuri negativi per chi lo ha sottoscritto, se invece è positivo, al contrario, è previsto che il cliente incasserà più di quanto pagherà” sicché “anche su questa base” lo swap “potrà essere definitivo di copertura o speculativo”³¹.

7. I derivati trasparenti sono contratti difficili.

La sentenza n. 21830 del 2021 precisa che “le modalità di calcolo possano risultare difficilmente comprensibili, specie se la controparte non riveste la qualità di cliente professionale”, ed afferma che “tale indicazione è comunque suscettibile di determinare il consenso dell’investitore circa la distribuzione dell’alea ed i costi del contratto”.

Leggo questo passaggio della motivazione (in cui si ritrova l’espressa conferma che la necessaria condivisione del criterio di calcolo e dei requisiti trasparenza vale anche per i clienti professionali, pubblici e privati) nel senso che il diritto civile della finanza riconosce che il consenso ben possa formarsi validamente anche sulle cose che è difficile comprendere. E che al limite non si sono comprese quando comprenderle era possibile.

Ciò accade perché il consenso si forma dopo averle faticosamente comprese, o perché il contraente decide senz’altro di consentire dopo aver preso atto di non comprenderle e risparmiandosi la fatica di comprenderle (il che, come ognuno sa, non vale solo per i derivati, per cominciare vale per la comprensione delle clausole sugli interessi di tanti contratti bancari, incorporino o meno componenti derivative)³².

V’è, in questo approdo, mi sembra, la conferma che il “filone dello scenario probabilistico” si carat-

terizza perché “ferma la “plausibile ragionevolezza” sul livello dello scegliere scientemente cosa si va a fare (: di essere stato messo realmente in grado, o comunque di avere avuto la concreta possibilità, di comprendere il senso del derivato che si andava a chiudere)”³³.

³⁰ Trib. Torino, 21 ottobre 2021, in *Pluris*.

³¹ App. Trieste, 28 maggio 2020, n. 227, ne *Il Caso*.

³² Si legge in Trib. Milano, 15 luglio 2021, in *One Legale* che “Le clausole (...) risultano articolate facendo inevitabilmente ricorso a tecnicismi, i quali, tuttavia, risultano indispensabili al fine di descrivere un prodotto contrattuale che, proprio in considerazione dell’indicizzazione a una valuta differente da quella avente corso legale, non può che risultare complesso e implicante soluzioni tecniche elaborate”, e sono valide, “A meno (...) di non poter ipotizzare come plausibile la tesi che un contraente possa sempre pretendere di sostenere di non avere compreso quanto pattuito”.

³³ A. A. DOLMETTA, *op.cit.*, 713.