

## DERIVATI: NUOVA PRONUNCIA STORICA DELLA CASSAZIONE

MARCELLO MINENNA

A un anno dalla famosa pronuncia delle Sezioni Unite della Cassazione sui derivati stipulati dagli enti locali, una nuova sentenza della Prima Sezione Civile della Suprema Corte afferma che il contratto o la scheda-prodotto allegata devono sempre indicare il valore di mercato iniziale (c.d. *mark-to-market* o MTM), i costi impliciti e gli scenari probabilistici del derivato.

Queste informazioni sono infatti l'oggetto dei contratti derivati *over-the-counter* stipulati tra banche e imprese. Pertanto, la loro mancata esplicitazione è «*inconcepibile*» e si traduce in un «*vizio genetico*» del contratto anche quando la controparte della banca non sia un ente pubblico (per il quale valgono specifiche norme di settore). Il principio ha cioè portata generale e il motivo – spiega la Suprema Corte – è che in assenza dei suddetti elementi informativi il contratto è da ritenersi nullo per indeterminabilità dell'oggetto.

La nuova sentenza – depositata in Cancelleria a fine luglio – è arrivata in relazione al ricorso presentato da una banca avverso la pronuncia con cui nel 2018 la Corte d'Appello di Milano aveva dichiarato la nullità di un contratto di *interest rate swap* (IRS) stipulato nel 2011 tra la banca medesima e una società agricola, deducendo l'illegittima contabilizzazione di un *mark-to-market* iniziale negativo non comunicato al cliente, tanto nel suo valore, quanto nei criteri di calcolo impiegati per determinarlo.

L'IRS in questione prevedeva che l'azienda agricola versasse semestralmente alla banca un tasso fisso del 2% e ricevesse in cambio un tasso variabile (Euribor a 3 mesi) dal 30 novembre 2011 fino al 31 dicembre 2017. Dal punto di vista dell'azienda, il derivato sarebbe dovuto servire a ottenere copertura (*hedging*) dal rischio di un futuro rialzo dei tassi di interesse; essa infatti aveva precedentemente acceso con un altro intermediario un finanziamento a tasso variabile che per nozionale, scadenza, frequenza dei pagamenti e indici sottostanti risultava pienamente coerente con i parametri dello swap.

In base alle informazioni pubblicamente disponibili, è possibile che il contratto derivato sia stato stipulato a condizioni non particolarmente sfavorevoli all'azienda; tuttavia, complice il successivo abbassamento dei tassi d'interesse nell'area euro (a metà 2014 la BCE ha portato il tasso sui depositi in territorio negativo), col tempo esso è divenuto particolarmente svantaggioso per la società agricola.

### **Le argomentazioni della banca**

In sede di stipula quest'ultima aveva ricevuto dalla banca l'indicazione dei parametri di tasso delle due gambe dell'IRS e di altre specifiche tecniche, unitamente all'indicazione del valore di mercato iniziale espresso in percentuale del nozionale del contratto. Secondo quanto stabilito dal contratto-quadro già in essere tra le parti, durante la vita dello swap la banca avrebbe provveduto a rilevare i valori dei parametri rilevanti e al calcolo degli importi dovuti da ciascuna parte nonché del valore corrente di mercato del derivato secondo criteri generalmente accolti nel mercato.

Le argomentazioni presentate dall'intermediario nel ricorso in Cassazione si basano sulla tesi secondo cui il *mark-to-market* non potrebbe essere ritenuto idoneo a integrare l'oggetto del contratto in quanto si tratterebbe di un valore puramente teorico e virtuale che non inciderebbe sulle prestazioni a carico di ciascuna parte. Esso rileverebbe al più nelle vicende estintive del contratto, estranee al caso di specie, motivo per cui le informazioni sulle formule di calcolo delle prestazioni periodiche e sui parametri economici riportate nel contratto sarebbero state sufficienti a renderne l'oggetto determinato o determinabile.

### **Il ragionamento della Cassazione**

Di tutt'altro avviso la Suprema Corte che, nel confermare il giudizio di nullità dell'IRS espresso dalla Corte d'Appello (e, prima di questa, dal Tribunale Civile di Milano), ha seguito un *iter* argomentativo impeccabile. Cerchiamo di capire.

In primo luogo gli ermellini hanno osservato che i derivati sono contratti atipici che si configurano come «*scommesse finanziarie*» in quanto si formano

sul mercato finanziario, dotato di regole sue proprie, e sono espressione di una logica probabilistica.

Nel caso di specie, pur assolvendo l'IRS una finalità di copertura, esso conserva – data la sua rischiosità intrinseca – la caratterizzazione di strumento di gestione del rischio finanziario che, nel nostro ordinamento, qualifica un contratto valido se persegue interessi meritevoli di tutela ed ha una valida causa in concreto.

I due requisiti risultano soddisfatti solo se la scommessa di cui trattasi è «razionale» e tale può intendersi solo se l'alea ad essa sottesa è misurabile secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, se è esplicitata nel contratto e se vi è l'accordo delle parti su tale misura.

A loro volta, gli elementi informativi che assicurano l'esplicitazione dell'alea sono il *mark-to-market*, i costi impliciti (ove presenti) e gli scenari di probabilità (cfr. il *template* in Figura 1). Il *mark-to-market* – ribadisce la Cassazione – è una stima del valore effettivo del contratto ad una certa data effettuata tramite un metodo di valutazione che si contrappone a quello storico e che consiste nel conferire ad un'attività finanziaria il valore che avrebbe in caso di cessazione anticipata/rinegoziazione (motivo per cui, anche nel TUF, il *mark-to-market* è descritto come “costo di sostituzione” dei derivati). I costi impliciti devono essere indicati perché incidono sull'eventuale squilibrio iniziale dell'alea tra i contraenti. In merito agli scenari probabilistici, la sentenza di quest'anno richiama quanto già rappresentato nel 2020 dalle Sezioni Unite che avevano chiarito come gli scenari completino in modo irrinunciabile l'informazione veicolata dal *mark-to-market* poiché quest'ultimo «è solo un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea».

*Figura 1*

## Informazioni che esplicitano i rischi dei contratti derivati

Valore di mercato iniziale del contratto per il cliente ( <i>mark to market</i> )		Costi impliciti del contratto	
€		€	
Scenari probabilistici del contratto			
Scenario	Probabilità	Importo medio stimato	
Il contratto genera <b>oneri</b> per il cliente	0%	€	
Il contratto genera <b>guadagni</b> per il cliente	0%	€	

Su questi temi la Cassazione mostra di aver ormai fatto proprio l'aspetto tecnico fondamentale che lega il valore di mercato di un derivato agli scenari probabilistici. Il *mark-to-market* – si legge nella sentenza – rappresenta la sintesi della distribuzione delle probabilità. Cionondimeno, si tratta di una sintesi estrema, quella che collassa un'intera distribuzione di probabilità in un solo numero (la media attualizzata), e pertanto sacrifica informazioni-chiave. Ecco perché l'esplicitazione del *mark-to-market* non basta: ci vogliono anche i costi impliciti e «soprattutto» gli scenari probabilistici che forniscono un'informativa più dettagliata sulla ripartizione delle alee tra i contraenti, sulla loro entità e sulla loro natura senza sacrificare la comprensibilità del messaggio per l'investitore. Gli scenari mostrano infatti la probabilità che il derivato generi oneri (o guadagni) netti per l'investitore e forniscono anche una stima oggettiva dell'ordine di grandezza di quegli oneri (guadagni).

### La misurabilità ed esplicitazione dell'alea attraverso le probabilità

Altrettanto importante, in ottica giurisprudenziale, è che la pronuncia dello scorso maggio sancisca nero su bianco che le informazioni rivenienti dalla distribuzione di probabilità del derivato (tutte e tre lo sono) devono essere esplicitate perché investono «l'essenza dell'accordo, vale a dire del contratto medesimo», quest'ultimo consistendo per definizione in un "accordo" tra le parti. La Suprema Corte sottolinea come le informazioni su MTM, costi impliciti e scenari probabilistici siano infatti le uniche a garantire il requisito della determinazione o determinabilità dell'oggetto dell'obbligazione definita nel contratto. Pertanto, se una delle parti non è in possesso di tali informazioni viene inficiata l'essenza stessa del contratto poiché quella parte *de facto* non

conosce l'impegno assunto e i criteri per la sua determinazione e, quindi, non può aver acconsentito consapevolmente alla stipula.

Gli ermellini precisano che il difetto delle informazioni di natura probabilistica non è sanabile con l'indicazione dei parametri contrattuali (e.g. tassi di interesse di riferimento) o con generici rinvii a eventuali contrattiquadro. Né è ammissibile – come già rilevato dal Tribunale di secondo grado – che la banca provveda a rilevare unilateralmente il valore corrente di mercato del derivato dichiarando semplicemente di effettuare il calcolo secondo criteri generalmente accolti dal mercato medesimo. Sul punto la sentenza è perentoria: occorre indicare anche *«la concreta modalità di determinazione dello stesso (il mark-to-market) e, soprattutto, del suo potenziale valore successivo in relazione alla intera durata del contratto»*. E ancora: *l'«accordo, infatti, deve investire, in modo specifico, completo e dettagliato, l'indicazione del criterio (matematico) con il quale si addiviene al calcolo del menzionato valore. Conseguentemente, non possono ritenersi conformi al predetto iter, le condotte degli intermediari che si concretizzano nella formulazione generica di criteri di calcolo, ovvero che rimandano alle "quotazioni di mercato", con il rischio che la valutazione possa essere rimessa alla discrezionalità ed all'arbitrio della parte contrattuale più forte»*. La Cassazione puntualizza altresì che, sebbene le modalità di calcolo possano risultare difficilmente comprensibili, specie per i clienti non professionali, la loro esplicitazione è comunque suscettibile di determinare il consenso dell'investitore circa la distribuzione dell'alea ed i costi del contratto.

Il *mark-to-market* iniziale può anche essere negativo per il cliente, configurando quindi uno squilibrio iniziale dell'alea contrattuale a lui sfavorevole, ma – in linea coi principi di buona fede e di tutela del contraente debole – è essenziale che le suddette informazioni gli siano state rese note al momento della stipula e che perciò abbia dato scientemente il proprio consenso.

### **Un'autentica rivoluzione**

Per tutto quanto precede è evidente che la sentenza del 5 maggio scorso (insieme a quella delle Sezioni Unite del 2020 e ad altre pronunce in precedenti

gradi giudizio, v. ad esempio la sentenza n. 6157/2021 del Tribunale ordinario di Milano) rappresenta un'autentica rivoluzione in materia di contratti derivati perché rigetta l'*alibi* secondo cui le informazioni di natura probabilistica non devono essere date all'investitore in quanto per lui non comprensibili. Che siano o meno comprensibili è un problema dell'investitore (che farà le proprie valutazioni in base al suo grado di comprensione magari decidendo di non sottoscrivere, o chiedendo chiarimenti a terze parti o alla banca stessa), ma finalmente si sanziona la scelta di decidere *a priori* per l'investitore che lui non debba neppure avere accesso a informazioni-chiave.

Siamo di fronte a uno dei rari momenti di convergenza tra la giurisprudenza in materia finanziaria e l'effettiva modalità di *decision making* in ambito finanziario, perché la giurisprudenza più autorevole riconosce che per valutare il rischio finanziario non si può prescindere dalle probabilità e che le informazioni probabilistiche non possono essere patrimonio esclusivo di chi opera professionalmente sui mercati.

Il riconoscimento del ruolo essenziale delle probabilità è arrivato anche da un'altra istituzione autorevole: la *Federal Reserve Bank* di Minneapolis. Da qualche anno quest'ultima ha reso disponibile sul proprio sito *web* un [calcolatore di probabilità](#) sull'andamento futuro di numerose grandezze finanziarie tra cui i tassi d'interesse, l'inflazione e i tassi di cambio. L'informazione veicolata dalle probabilità *market-based* (i.e. calcolate secondo il principio di neutralità al rischio) è infatti quella – si legge sul sito della FED di Minneapolis – che permette ai decisori politici di soppesare i benefici netti di una data decisione in un possibile futuro rispetto ai benefici netti di quella stessa decisione in un altro possibile futuro.

Sarebbe ora che una presa d'atto in tal senso arrivasse anche dal legislatore italiano ed europeo per realizzare un autentico salto di qualità nella trasparenza sui rischi dei derivati come pure dei prodotti d'investimento di tipo non azionario (*non-equity*) destinati alla clientela al dettaglio. Anche in questo contesto – come illustrato nel 2009 dal Quaderno di Finanza Consob n. 63 redatto dall'Ufficio che dirigevo – gli scenari di probabilità permetterebbero infatti all'investitore di comprendere meglio il profilo di rischio-rendimento dei prodotti commercializzati da banche e altri

intermediari finanziari. Non a caso un movimento trasversale per la trasparenza sui rischi dei prodotti finanziari (il *Movement for Risk Transparency*, composto tra l'altro da accademici, associazioni di consumatori e sindacati) chiede da tempo l'inserimento di queste informazioni nei prospetti d'offerta dei prodotti *non-equity*. Senza contare che, per parecchi anni, le stesse informazioni sono state al centro di un'iniziativa promossa dall'inserito *Plus* del Sole 24 Ore per fare chiarezza sui dubbi espressi dai lettori circa l'investimento in obbligazioni, *certificates* e altri prodotti *non-equity* (cfr. *template* in Figura 2). D'altronde chi non capirebbe l'elevata rischiosità di un'obbligazione che avesse, ad esempio, il 68% di probabilità di perdere la metà del capitale iniziale e solo il 32% di probabilità di realizzare un profitto di appena il 10%?

Figura 2

#### Scenari probabilistici di un prodotto d'investimento *non-equity*

Scenario	Probabilità	Importo medio stimato*
Il risultato dell'investimento è <b><u>negativo</u></b>	0%	€
Il risultato dell'investimento è <b><u>neutrale</u></b>	0%	€
Il risultato dell'investimento è <b><u>soddisfacente</u></b>	0%	€

\*Capitale iniziale investito pari a € 100

Il paternalismo che negli ultimi anni ha portato ad escludere le informazioni probabilistiche dal *set* informativo da fornire obbligatoriamente agli investitori e a rimpiazzarle con scenari basati su dati storici e assunzioni arbitrarie è del tutto inutile, se non addirittura fuorviante.