

Settembre 2020

Riflessi di Cass. SS.UU. 8770/2020 su derivati (e non solo) stipulati da soggetti privati. Dubbi sulla compatibilità della decisione con il diritto europeo.

Renzo Ristuccia e Angelo Petrone, Ristuccia Tufarelli & Partners

1. Premessa

Pur se investite della questione in relazione a disposizioni di contabilità pubblica, con la recente sentenza qui in esame le Sezioni Unite della Cassazione forniscono una lettura civilistica dell'Interest Rate Swap (IRS) che inevitabilmente influenzerà la prassi redazionale dei contratti, il contenzioso pendente e quello da instaurarsi (che verosimilmente, anche in ragione della imprescrittibilità dell'azione di nullità, troverà nuovo stimolo proprio da detta pronuncia).

In tale prospettiva il punto centrale della presente analisi non è quello della definizione dell'upfront come finanziamento (con tutte le conseguenze in termini di legittimità dell'operazione per l'ente pubblico territoriale e competenza del consiglio comunale). Si tratta invero di profilo su cui da tempo la giurisprudenza contabile si è consolidata (*ex multis* v. Corte dei Conti Sez. Reg. Controllo Molise 21 aprile 2008, n 87; Corte dei Conti Sez. Reg. Controllo Lombardia 26 ottobre 2007, n 596 e 30 aprile 2008, n 60; Corte dei Conti Sez. Reg. Abruzzo 22 aprile 2010, n. 259) e su cui Cass. 8770/2020 non aggiunge elementi di novità (ed invero sarebbe bastata alle SS.UU. tale considerazione per respingere il ricorso della Banca anche solo riproducendo il ragionamento dell'impugnata sentenza della Corte d'Appello di Bologna n.734/2014¹).

Sono invece i principi in tema di requisiti contrattuali dell'IRS – declinati dalle SS.UU. nell'indifferenza dell'essere pubblica o privata la parte contraente con l'intermediario – a richiedere particolare attenzione.

È vale subito osservare che il tenore del ragionamento, basato sull'asimmetria informativa tra intermediario e cliente e su un'asserita possibilità di razionalizzare l'alea insita in qualunque investimento il cui risultato dipende dal futuro, ben si presta ad estendersi all'acquisto di qualsiasi strumento finanziario². Da qui lo scenario ('probabilistico' ?) che

¹ La sentenza della Corte bolognese è disponibile su dirittobancario.it.

² Significativo che sulla sentenza in commento si sia già incentrata l'attenzione della Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, nel cui Programma di attività dello scorso 14

qualunque investimento andato male negli ultimi decenni potrebbe d'ora in poi venire tacciato di nullità in quanto privo di indicazioni quantificate sulle probabilità di risultato favorevole o sfavorevole.

Della recente sentenza colpisce infatti – e soprattutto - la parte introduttiva (da vari commentatori reputata un *obiter dictum* assolutamente non necessario a risolvere il tema di contabilità pubblica oggetto di rimessione) in cui si ritiene nullo per mancanza di causa concreta un IRS che non includa una serie di informazioni sulla “consistenza dell’alea”³.

Oggetto della presente analisi sono quindi quelli che secondo le SS.UU. assurgono a ‘requisiti di validità’ dell’IRS, al fine di comprendere se siano o meno compatibili con una disciplina dell’intermediazione finanziaria che non è nazionale bensì europea. Non va infatti trascurato che da decenni la materia risponde a principi di armonizzazione che devono facilitare la formazione di un mercato unico ed impedire che soluzioni nazionali ostacolino tale obiettivo.

Prima di affrontare il tema, conviene però ricordare che con le sentenze gemelle 26724 e 26725 del 19.12.2007 le stesse SS.UU. avevano illustrato come il dovere di informazione fosse regola di condotta il cui mancato rispetto è sanzionabile con rimedi risarcitori (o risolutori in caso di grave inadempimento) e non demolitori del negozio. Da questo punto

luglio si dichiara che “*Sebbene la decisione riguardi contratti in cui il cliente è la PA, è prevedibile che i principi della decisione siano estesi anche ai contratti conclusi da clienti non PA. La pronuncia della Cassazione costituisce poi un importante spunto di riflessione anche quanto ad una migliore trasparenza sui rischi in occasione dell’offerta al pubblico (investitori al dettaglio o retail) di alcune categorie di prodotti d’investimento. Nel caso dei prodotti non-equity (i.e. diversi dalle azioni, ossia dal capitale di rischio dell’emittente) esiste, infatti, una significativa asimmetria informativa determinata da una contrapposizione tra un investitore, che inizialmente non possiede alcuna conoscenza del prodotto, e un emittente che coincide (letteralmente o, comunque, in modo sostanziale) con il soggetto che lo ha ingegnerizzato e, quindi, ne conosce a pieno tutte le caratteristiche e i connessi profili di rischio, onerosità e redditività prospettica [...]*”.

Significativo anche, in considerazione dell’evoluzione del dibattito di cui diremo nel prosieguo, che la stessa Commissione parlamentare già arrivi a rilevare che “*In materia, nonostante la normativa dell’Unione Europea - che prevede scenari basati su dati storici (il c.d. what if) che pretendono di estrapolare dal passato informazioni sul possibile andamento futuro dell’investimento - a cui quella italiana si è dovuta adeguare, appare opportuno effettuare approfondimenti sulla possibilità di reintrodurre i cosiddetti scenari probabilistici, quale elemento informativo supplementare necessario per ridurre le asimmetrie informative sul prodotto e sull’emittente, soprattutto per alcune tipologie di prodotti illiquidi e complessi*”.

³ Che si tratti di *obiter dictum* è testimoniato anche dall’assenza di qualsivoglia riferimento a contrasti giurisprudenziali in materia (che in motivazione andrebbero illustrati con spiegazione della preferenza per un orientamento piuttosto che per un altro). A quanto consta, di meritevolezza si era preoccupata Cass. 19013/2017 ma con riferimento alla dimostrazione del collegamento dell’IRS di copertura all’operazione coperta (tema che nulla ha a che vedere con ‘costi impliciti’ o ‘scenari probabilistici’). Né le SS.UU. ritengono di confutare Cass. 18781/2017, che svolgeva un ragionamento diametralmente opposto a quello qui in commento (“*Va infine escluso che un eventuale difetto di informazione da parte dell’intermediario all’investitore sugli esatti termini del rischio assunto con i contratti stipulati possa determinare la nullità del contratto stesso, non incidendo tale difetto sulla sua causa negoziale, ma potendo ciò al limite determinare solo conseguenze sul piano risarcitorio*”). Ritiene trattarsi di *obiter dictum* la decisione dell’Arbitro per le Controversie Finanziarie n. 2678 del 16.06.2020.

di vista la recente decisione in commento è un (“implicito” ?) *revirement* delle sentenze gemelle⁴.

Libera la Cassazione di fare e disfare per quanto attiene ad aspetti di diritto italiano, minore però è il margine di movimento quando si tratta di diritto europeo.

2. IRS non par, upfront o costi impliciti

Secondo le SS.UU. (v. § 4.6) “*se lo swap è non par, con riferimento alle condizioni corrispettive iniziali, lo squilibrio così emergente esplicitamente dal negozio può essere riequilibrato con il pagamento, al momento della stipulazione, di una somma di denaro al soggetto che accetta pattuizioni deteriori: questo importo è chiamato upfront (e i contratti non par che non prevedano la clausola di upfront hanno nel valore iniziale negativo dello strumento il costo dell’operazione: nella prassi il compenso dell’intermediario per il servizio fornito)*”.

E’ la parentesi che suscita particolare interesse: quando l’upfront non è previsto vuol dire che una parte (tipicamente la banca) incassa, a detta delle SS.UU., costi non rappresentati alla controparte (impliciti nel senso di non illustrati e spiegati).

Cosa significa ‘non par’ resta però “implicito” proprio nel ragionamento delle SS.UU..

Occorre fare riferimento alla letteratura finanziaria per apprendere che lo swap è *par* quando, valutati i contrapposti impegni di pagamento di una somma (calcolata per ciascuna parte in base a diversi tassi di interesse applicati ad un unico nozionale), al momento della stipula non vi è alcun differenziale che l’una debba corrispondere all’altra. E’ *non par* se invece, sempre al momento della stipula, vi sia già un differenziale (che le SS.UU. sembrano ritenere sempre esservi in favore dell’intermediario).

Tralasciando che nella prassi e in letteratura una situazione *no par* trova spesso ragionevole spiegazione (i costi sostenuti dalla banca per la ‘ricopertura’ dell’operazione con altro intermediario, i costi di ‘provvista’ o *cost of funding*, i diversi *risk loading* tra i quali la *credit charge* che deve remunerare il rischio di insolvenza della controparte in

⁴ Vale ricordare che le sentenze gemelle muovevano da due casi di swap in cui la banca non aveva informato sui rischi (v. ordinanze di rimessione Cass. 3683 e 3684/2007). Le SS.UU. in quell’occasione osservarono come il legislatore dell’intermediazione mobiliare quando aveva voluto comminare una nullità lo aveva fatto espressamente (caso notissimo la previsione del recesso per i contratti stipulati fuori sede), mentre violazioni informative o del dovere di non agire in conflitto di interesse non danno luogo a nullità. Oggi, nel 2020, le SS.UU. asseriscono invece che la meritevolezza dell’interesse del contratto viene meno - come si dirà nel prosieguo - per l’assenza di informazioni e per conflitto di interessi. Vale ricordare che le sentenze gemelle prendevano anche posizione sull’alea ritenendo che il derivato potesse ragionevolmente fungere da strumento di stabilizzazione del rischio (profilo ‘saltato a pié pari’ dalla decisione del 2020). Si legga comunque l’anodino § 6.5 della sentenza 8770: “*gli atti compiuti [dall’intermediario] non possono avere efficacia, a prescindere dal fatto che la condotta dell’agente sia qualificata in termini di inadempimento o di nullità, con conseguente risarcimento del danno*”, ambiguo riconoscimento, forse, di una (sfumata) persistenza del precedente orientamento del 2007.

funzione del suo merito creditizio), vale immediatamente osservare come l'esservi o non esservi costi impliciti appare un tema di corretta informazione della controparte.

Va tuttavia registrato che la trasparenza sui costi è stata oggetto di progressivo affinamento nella legislazione europea.

Per quanto specificamente riguarda la negoziazione in conto proprio (fattispecie che si verifica sistematicamente con gli IRS) l'art. 32, co. 5 del Regolamento Consob 11522/1998 impegnava gli intermediari a 'comunicare all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari [...] sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione'. In tal modo veniva esplicitato come il margine per l'intermediario provenisse per definizione dalle differenze tra prezzo pagato (sul mercato o ad altro intermediario) e prezzo praticato (al cliente). Salvo sostenere l'illegittimità di qualsivoglia remunerazione dell'intermediario, la disposizione dell'epoca reputava trasparente per l'investitore che il prezzo contenesse implicitamente il compenso dell'intermediario.

Solo Mifid I in virtù di più dettagliati precetti di trasparenza introduceva informazioni sui costi, in particolare prevedendo che venissero fornite in forma comprensibile informazioni appropriate su costi ed oneri connessi dei servizi forniti nonché degli strumenti finanziari e delle strategie di investimento proposte (art. 19, paragrafo 3, Dir. 2004/39), e che i costi andassero considerati nella valutazione della best execution (art. 21, paragrafo 1).

Nel sistema Mifid II la materia è stata approfondita, tanto da imporre in modo incondizionato, chiaro ed esplicito, agli intermediari di fornire agli investitori, ex ante ed ex post, informazioni in forma aggregata su tutti gli oneri connessi ai servizi prestati ed agli strumenti finanziari venduti, per consentire al cliente di conoscere il costo totale ed il suo effetto complessivo sul rendimento (e, in caso di richiesta del cliente, di presentare tali informazioni anche in forma analitica)⁵.

Post-Mifid I possiamo quindi concludere che l'obbligo di illustrazione dei costi impliciti da parte dell'intermediario è coerente con le direttive. Se alla stipula il derivato è *non par*, è corretto che la controparte della banca ne sia informata. La conclusione non vale però per contratti precedenti.

Il punto dirompente è che le SS.UU. collegano a questa mancata informazione una sanzione di nullità. Un difetto di disclosure su qualcosa di paragonabile alla provvigione (tanto da essere calcolabile in genere in qualche decimale di punto percentuale rispetto al nozionale dell'intera operazione e a un paio di punti percentuali rispetto al monte

⁵ Per approfondimenti v. il Richiamo di attenzione n. 2 pubblicato dalla Consob il 28 febbraio 2019.

complessivo dei differenziali scambiati nel corso degli anni⁶) travolge secondo le SS.UU. l'intera operazione.

3. IRS non par nel divenire del contratto e funzione del mark to market

Ulteriore criticità della sentenza in commento si coglie nei paragrafi successivi a quello sopra citato.

Scrivono le SS.UU.: *“Invero l’IRS può atteggiarsi ad operazione non par non solo in punto di partenza, ma può divenir tale anche con il tempo. In un dato momento lo squilibrio futuro (sopravvenuto) fra i flussi di cassa, che sia attualizzato al presente, può essere oggetto di nuove prognosi ed indurre le parti a sciogliere il contratto. Per compiere queste operazioni assume rilievo il cd. mark to market (MTM) o costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all’operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello swap (il metodo de quo consiste, insomma, in una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti). Nei fatti, per MTM s’intende principalmente la stima del valore effettivo del contratto ad una certa data (anche se, in astratto, il mark to market non esprime un valore concreto ed attuale, ma una proiezione finanziaria). Il mark to market è, dunque, tecnicamente un valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l’ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale. Più precisamente è un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante indici di aggiornamento monetario, che consiste nel conferire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della scadenza naturale”* (§§ 4.7 e 4.7.1).

Che il mtm rappresenti un elemento informativo necessario è altro principio non da sempre esistente, ma andato solo via via consolidandosi nel diritto europeo. Il valore di mercato di un prodotto finanziario va oggi certamente dato al momento dell’operazione in base ai rigidi principi di Mifid II in tema di informazione sui costi, dando per assodato che il mtm sia un *“costo di sostituzione, perché corrisponde al prezzo, dettato dal mercato*

⁶ All’atto pratico, le CTU svoltesi in questi anni dimostrano come per un IRS di copertura concluso a cavallo del 2010, cioè poco prima del crollo dei tassi di interesse determinato dalle scelte di politica monetaria della BCE, e che quindi abbia generato per almeno un decennio flussi negativi lato cliente, l’ammontare dei costi impliciti si ponga in un *range* attorno all’1% del nozionale (ad esempio, una CTU svoltasi nel corso di un giudizio innanzi al Tribunale di Roma relativo ad un IRS sottoscritto nel 2011 con nozionale di € 4.900.000 ha quantificato i costi impliciti in € 54.000 circa e così condannato l’Istituto convenuto a restituire l’importo in quanto non contrattualizzato, pur osservando che *“nello strutturare gli IRS per cui è causa in modo da assicurarsi una remunerazione per l’opera prestata, l’istituto di credito convenuto si è conformato ad una prassi consolidata”*, sentenza Trib. Roma n. 2904 del 10.02.2020).

in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso” (così Cass. 14059/2016, v. anche art. 203, comma 2 del Tuf).

Ed è altresì corretto che nel corso della vita del contratto il mtm venga periodicamente aggiornato (anche perché tipicamente ad esso è collegata la possibilità di chiudere anticipatamente il contratto, come spiegano le stesse SS.UU.⁷).

Del resto anche i principi di redazione dei bilanci di derivazione europea (o addirittura internazionale) richiedono -oggi- la valutazione dei derivati al valore di mercato (art. 2426, n. 11bis c.c. introdotto dal d.lgs. 139/2015 in recepimento della direttiva 2013/34/UE).

Trattandosi di IRS tipicamente negoziati fuori mercato (*over the counter*) sono i modelli a sostituire un prezzo di mercato, come recita l’art. 2427bis, co. 1, n. 1 b-bis c.c. che richiede per i derivati nella nota integrativa “gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato”.

Si tratta però anche qui di informazione successiva alla stipulazione del contratto che – in un mondo precedente alla sentenza delle SS.UU. in commento – dava luogo a violazione di obblighi di condotta suscettibili di rimedi risarcitori (o al limite risolutori), e la cui doverosità può ricondursi alla Comunicazione Consob 2.03.2009 n. 9019104 sulla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi⁸ o tutt’al più all’entrata in vigore della normativa Mifid (tutto comunque successivo, come anche le novelle codicistiche *supra* ricordate, ai contratti oggetto della sentenza delle SS.UU., risalenti al 2003-2004; da cui un dubbio di illegittima retroattività anche alla luce del diritto europeo come diremo oltre). In altre parole, anche sotto questo profilo, così come per i costi impliciti (la cui mancata contrattualizzazione determinava casomai l’obbligo di restituirli), la mancata disclosure poteva dare luogo a un ristoro della mancata chiusura favorevole del derivato ad una certa data, non travolgere l’intero contratto ab origine.

Alle SS.UU. non basta però l’informazione sul mtm. Anche un contratto che espliciti il mtm e impegni la parte professionale a comunicarlo periodicamente all’altra parte (così ottemperando alla citata Comunicazione Consob del 2009 specificativa dei più generali

⁷ Non senza una certa commistione di concetti però: dire che l’IRS può diventare *non par* dopo la stipulazione è ovvio e connaturale alla funzione stessa del contratto perché non avrebbe alcun senso stipularlo se l’andamento dei tassi restasse sempre identico al momento iniziale. Il mtm come costo di sostituzione o di chiusura è – come dice la Corte - una stima del valore al momento del calcolo, basato sulla proiezione dei flussi. Il mtm potrebbe nel suo calcolo incorporare costi impliciti ma non è esso stesso un costo implicito. La confusione tra costi impliciti, derivato *non par* e mtm non giova al ragionamento della Corte.

⁸ La Comunicazione del 2009 richiedeva specificamente per gli strumenti finanziari derivati la fornitura, con frequenza possibilmente infra-annuale, delle seguenti informazioni al fine di ritenere rispettato l’art. 56 del regolamento Consob 16190/2007 all’epoca vigente: a) fair value/mark to market del derivato; b) presumibile valore di smobilizzo, pari al bid price (ovvero, in alternativa, informazioni in merito alle modalità di determinazione di tale valore di smobilizzo).

obblighi di rendicontazione di cui all'art. 56 Regol. Consob 16190/2007) non ottempera al principio di diritto oggi stabilito dalle SS.UU., posto che “*appare necessario verificare – ai fini della liceità dei contratti – se si sia in presenza di un accordo tra intermediario e cliente sulla misura dell’alea ... [t]ale accordo non deve limitarsi al mark to market [poiché il mtm] è semplicemente di un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell’alea*” (§ 6.2 e § 9.2).

Anche una diligente informazione, periodica e financo continuativa, sul mtm, con esplicitazione anche dei costi eventualmente incorporati, non basta, insomma, a dare patente di legittimità al contratto.

La ragione per cui le SS.UU. sembrano non voler attribuire importanza al mtm dipende dalla circostanza che un IRS di regola non viene negoziato su un mercato liquido in cui il prezzo, formandosi per definizione in base all’equilibrio tra domanda ed offerta, riflette le diverse aspettative che gli operatori si formano anche in relazione al futuro andamento degli elementi influenzanti gli impegni che le parti si sono assunte con il derivato (nel caso le aspettative sull’andamento futuro dei tassi di interesse). Se non esiste un mercato liquido, le tecniche di valutazione cui fa riferimento la direttiva bilanci servono a mimare gli assunti su cui un operatore valuta il contratto. Ed infatti i contratti stessi prevedono che vengano sentiti altri intermediari per avere più valutazioni o comunque che il mtm venga rilevato, per i contratti in essere, sulla base di quotazioni di diversi operatori. Un mercato over the counter altro non è che un network di comunicazioni tra operatori al telefono o via computer e che quindi viene naturalmente determinato chiedendo ad altri operatori un valore. Lungi dall’essere il mtm un mero “*numero*” -come invece assumono le SS.UU.- esso al contrario incorpora elementi tipici della formazione di un prezzo in un mercato.

Il mtm insomma è un numero che – a voler seguire le finalità del ragionamento delle SS.UU. - dice già molto all’investitore.

Ma andiamo avanti.

4. Scenari probabilistici

Per le SS.UU. la determinazione dell’oggetto di un derivato swap richiederebbe, a pena di nullità, non solo la contrattualizzazione dell’accordo sul calcolo del mark to market e dei c.d. “*costi impliciti*” iniziali, elementi questi già richiesti dalla giurisprudenza di merito ampiamente maggioritaria, ma anche l’indicazione degli “*scenari probabilistici*”.

Cosa siano tali scenari probabilistici è uno dei tanti passaggi ‘impliciti’ della motivazione delle SS.UU..

Nella sentenza non viene fornita alcuna definizione, nemmeno *per relationem*.

Le uniche parole che le SS.UU. ritengono di dedicare ad un requisito a pena di nullità sembrano le seguenti: “*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*”

sulla misurazione dell'alea (§ 6.2 e § 9.1); “*parametri di calcolo* [delle obbligazioni pecuniarie nascenti dal derivato] *tramite* [i quali] *si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario*” (§ 6.3).

In altro passaggio sembra che per le SS.UU. vi sia una coincidenza con la “*deduzione dei c.d. costi impliciti, altrimenti riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici*” (§ 9.5). Sembra insomma che gli scenari probabilistici concorrano a definire il costo dell'IRS in prospettiva, ma non è illustrato in quale modo.

Il costo implicito potrebbe non rivelarsi dunque una semplice omissione di informazioni relative alle provvigioni dell'intermediario, bensì un'espressione linguistica che riguarderebbe gli esiti del contratto: se il contratto si rivela favorevole ad una parte questo sarebbe un 'costo'.

Ma al di là della non agevole comprensione del concetto di costo implicito nella sua commistione con gli scenari probabilistici⁹, cosa sono tali scenari probabilistici ?

5. “Criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi” ?

E' agevole smentire che gli scenari probabilistici siano “*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*”.

Basti citare un Quaderno di Finanza di agosto 2013 dell'Ufficio Studi della Consob dal titolo significativo (GIORDANO – SICILIANO, Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti finanziari):

Partendo da alcune ipotesi teoriche circa il funzionamento dei mercati finanziari (mercati completi e principio di non arbitraggio) e circa la dinamica dei prezzi delle attività finanziarie, i modelli standard sviluppati nell'ambito della matematica finanziaria permettono di calcolare il fair price di un contratto derivato al momento della sua stipula come valore atteso attualizzato dei possibili pay-off futuri. Se, da un lato, il fair price ottenuto mediante tale metodologia costituisce un'informazione affidabile e coerente circa il “prezzo equo” del prodotto finanziario al momento della stipula del contratto, dall'altro, come ben noto in letteratura, le distribuzioni di probabilità impiegate nel procedimento di stima dei possibili pay-off futuri del derivato non rappresentano le “reali” probabilità di accadimento di eventi futuri e pertanto forniscono informazioni potenzialmente fuorvianti circa la probabilità che “ad una data futura” il valore di uno strumento finanziario derivato sia superiore o inferiore a determinate soglie. Ciò deriva dal fatto che tali distribuzioni di probabilità sono risk-neutral, ovvero sono ottenute assumendo l'ipotesi di neutralità al rischio degli investitori; tale ipotesi è

⁹ Che si aggiunge alla commistione tra derivato non par e mtm come accennato nel precedente paragrafo.

accettabile solo per finalità di pricing del derivato¹⁰ alla data di stipula del contratto (assumendo che il derivato sia replicabile con le attività sottostanti e che valga quindi la cosiddetta ipotesi di non-arbitraggio) ... In definitiva, affinché gli “scenari probabilistici” possano fornire la probabilità “reale” di accadimento di un evento futuro e indicazioni circa la probabilità che un investitore ha di conseguire profitti o perdite su uno strumento finanziario derivato dovrebbero tenere conto del premio per il rischio. Senza tale correzione, l’impiego di tali “scenari” quale strumento informativo a tutela dell’investitore retail potrebbe quindi fornire indicazioni di difficile interpretazione, in quanto più che rappresentare vere previsioni indicano esclusivamente la distribuzione degli scenari di prezzo futuri che sono compatibili («matematicamente coerenti») con i prezzi e la volatilità del sottostante che si osservano al tempo corrente. Al fine di ottenere una misura di probabilità «corretta» occorrerebbe integrare la procedura di stima che è stata descritta in questo lavoro con una misura di avversione al rischio degli investitori (cioè una misura di «premio al rischio»); tuttavia, l’utilizzo di probabilità real world, cioè corrette per il premio al rischio, impone un affinamento metodologico volto a consentirne l’impiego nella regolamentazione sulla trasparenza dei prodotti finanziari. Un’ipotesi di premio al rischio che variasse a seconda del singolo investitore e della sua particolare funzione di utilità presenterebbe tuttavia caratteri di più o meno accentuata soggettività.

La stessa Cassazione in un precedente in materia di abusi di mercato riferiva come certi calcoli sul valore di derivati richiedano “*l’impiego di modelli matematici-finanziari di attualizzazione, in una con l’adozione di scelte metodologiche che scontano un inevitabile tasso di opinabilità tecnica*” (Cass. 9644/2016).

Del resto Bruno de Finetti, il matematico precursore degli studi sulla probabilità, affermava che “*il significato delle probabilità è soggettivo come lo è il prezzo: esso esprime null’altro che una valutazione nella scala di preferenze di un individuo*”¹¹. E così anche studiosi di matematica finanziaria pur favorevoli all’uso del probabilismo come mezzo efficace “*per dare il giusto ruolo all’incertezza*”, avvertono che “*la probabilità*

¹⁰ Si è recentemente posto sulla stessa linea, nel commentare la sentenza delle SS.UU., DANUSSO, Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza, in dirittobancario.it, giugno 2020, p. 13: “*qualunque economista potrà spiegare che i cosiddetti scenari probabilistici (risk neutral) cui sembra fare riferimento la sentenza non indicano affatto le probabilità che un evento si verifichi ... e sono dunque informazioni poco rilevanti per la controparte. Gli scenari probabilistici risk neutral sono invece diretti a stabilire il prezzo dell’hedging per le banche, prezzo non collegato alle probabilità dell’evento ma alle dinamiche del mercato. Il risultato della sentenza è insomma quello di comminare la nullità per non aver fornito una informazione che, secondo la tesi della sentenza, doveva consentire una migliore comprensione del rischio, ed invece nella realtà elimina proprio, ai fini del pricing, il rischio medesimo*”.

¹¹ Citato in M. DE FELICE, *Calcolabilità e probabilità per discutere di ‘incontrollabile soggettivismo della decisione’* in *Calcolabilità giuridica*, a cura di A. CARLEO, Bologna 2017, p. 37.

non esiste come cosa in sé (oggettiva) perché è l'opinione di un dato soggetto, in un dato istante e con un dato insieme di informazioni riguardo al verificarsi di un evento (di cui il soggetto non conosce l'esito)"¹². Dunque "per valutare una posizione finanziaria possono esistere più modelli, egualmente adeguati a trattarla; e, dato il modello, si possono ottenere esiti diversi al variare della tecnica di stima adottata"¹³.

Lo stesso giurista cui si devono i maggiori approfondimenti sulla materia (e che può andare fiero del successo professionale ottenuto con la sentenza in commento), si chiedeva in un articolo di qualche anno fa *"quali scenari probabilistici – tra gli infiniti prospettabili – dovrebbero essere oggetto dell'accordo"*¹⁴.

A smentire l'esistenza di un metodo "oggettivo" è significativo che anche nello studio considerato propulsore dell'argomento si prendesse espressamente atto della *"autonomia modellistica"* in quanto la metodologia proposta in quella sede comunque *"non prescrive il modello da utilizzare per lo svolgimento delle determinazioni quantitative necessarie ad ottenere i valori tabellari. La scelta del modello compete, infatti, all'intermediario che deve avvalersi delle soluzioni sviluppate internamente per le proprie attività di pricing e di gestione del rischio"*¹⁵.

Sono insomma gli stessi fautori degli scenari probabilistici ad escludere quella natura 'oggettiva' che le SS.UU. danno invece per scontata con cieca fede nei confronti della matematica finanziaria.

Proprio assumendo la pluralità degli scenari come illustrata dagli studiosi della materia, e prendendo atto della soggettività delle scelte alla base dei vari modelli, è stato autorevolmente espresso forte scetticismo nel ritenere necessario l'inserimento degli scenari nel contratto, evidenziando come *"la banca sia restia a fornire dati su scenari probabilistici, che potrebbero essere smentiti ex post, dando spazio a controversie"*¹⁶. Quando le SS.UU. oggi apoditticamente assumono l'oggettività degli scenari, spalancano le porte a qualsiasi contenzioso in cui le previsioni degli scenari non si siano poi avverate (e nulla esclude che – con questi "chiari di luna" - si passi dalla nullità per assenza di previsioni alla nullità per previsioni ... non realizzate).

Pacifica in dottrina l'esistenza di una pluralità di modelli, anche l'esperienza giudiziaria conferma che non esistono *"criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi"* per appurare la probabilità oggettiva del verificarsi di un'alea. Basti in proposito segnalare che, tra i diversi metodi utilizzati dai consulenti (di ufficio e di parte)

¹² DE FELICE, op. cit.

¹³ A. CARLEO e C. MOTTURA, Calcolo giuridico e mercati finanziari in *Calcolabilità giuridica*, cit., p. 104

¹⁴ D. MAFFEIS, L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale, in *Swap tra banche e clienti*, Milano 2014, p. 31.

¹⁵ M. MINENNA et al., Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti di investimento non equity, *Quaderni di Finanza Consob* n.63, 2009, pp. 20 e 21.

¹⁶ G. DE NOVA, Lo stato di informazione circa le future sentenze giudiziarie in *Calcolabilità giuridica*, cit., p. 68.

nelle cause in materia di IRS, vi siano tanto quelli che limitano l'accertamento ad un esame dell'andamento, per l'intera durata dell'operazione, dei tassi forward relativi al c.d. 'tasso IRS' quanto quelli che privilegiano invece la visione 'quantitativa' di raffronto con il c.d. *risk free asset*.

Sulla valenza 'previsionale' dei tassi forward sono stati espressi fortissimi dubbi, tanto dalla dottrina¹⁷, quanto da professionisti adusi agli incarichi di Consulenti dei Tribunali e solitamente attenti alle istanze dei consumatori¹⁸.

Un forward è accordo per vendere o comprare un certo asset a una certa data futura ad un certo prezzo determinato oggi. Per i tassi di interesse è disponibile solo il LIBOR a 12 mesi. La curva dei tassi forward non è detto che rifletta aspettative degli operatori su quelli che saranno i tassi a pronti nel futuro. Alla tradizionale *expectations theory* si oppone che non vi è relazione tra tassi forward e tassi a pronti perché i primi sono influenzati da esigenze di determinati grandi operatori che hanno semplicemente bisogno di fissare un tasso per le proprie scadenze (*market segmentation theory*). Altri infine sostengono che – siccome esiste una naturale preferenza ad avere liquidità (che implica una propensione a prestare corto più volentieri e a prendere a tasso fisso nel lungo periodo) - le curve dei tassi forward tendono molto più spesso ad essere in salita (*liquidity preference theory*). Ciò da un lato può servire a spiegare perché i forward nulla predicano in tema di probabilità, dall'altro spiegano perché le curve forward difficilmente prevedessero la discesa dei tassi (che a partire dalla crisi del 2008 ha dato luogo a quei flussi sugli IRS da cui origina buona parte del contenzioso pendente).

Ciò nonostante non sono poche le consulenze d'ufficio che si imperniano su (anzi, meglio, si limitano a) un raffronto tra le 'aree' delineate dall'andamento della curva dei tassi

¹⁷ GALLONE, I contratti derivati: 'known knowns vs unknown unknowns' in Rivista di diritto privato 2014, secondo il quale "I tassi forward devono quindi essere interpretati come dei meri tassi di equilibrio del sistema finanziario, non come delle 'previsioni' attendibili circa l'andamento futuro del prezzo del sottostante".

¹⁸ MARCELLI, Mercati finanziari: il Regolamento PRIIPs, gli scenari di probabilità e di performance in Altalex, 13.09.2018, secondo il quale "La valutazione che presiede la previsione dei prezzi futuri di un derivato è sempre fortemente condizionata da aspetti di soggettività che attengono sia ai sentiment di lungo periodo sia alle scelte – più o meno estese in funzione delle complessità e della natura dei componenti il contratto - implicite nei modelli di calcolo adottati. D'altra parte, il mark to market è tratto dalla curva dei tassi forward e, come la moderna teoria dimostra, da tale curva non è possibile trarre un'indicazione di previsione corretta: investitori con una diversa avversione al rischio, esprimeranno un diverso atteggiamento sulle aspettative di evoluzione dei tassi. Occorre considerare che la distribuzione di probabilità dei futuri prezzi del derivato, costruita sulla curva forward non rappresenta affatto una previsione dei prezzi futuri, in quanto si basa su un concetto di probabilità non reale, denominata probabilità 'neutrale' che considera pari a zero il premio al rischio, come se l'investitore fosse insensibile al rischio che caratterizza l'impiego". Nel medesimo articolo si dimostra con i dati ufficiali come l'andamento storico dei tassi molto raramente abbia seguito quello dei tassi forward; in particolare dimostra come nessuna curva avesse previsto la discesa verificatasi negli anni a cavallo tra crisi Lehman e crisi dei debiti sovrani.

forward, concludendo a carico dell'intermediario in tutti quei casi in cui la sommatoria delle aree risulti ad esso favorevole.

Dunque: tanto la teoria che la pratica testimoniano l'assenza di criteri oggettivi.

Ad ogni modo che la modellistica finanziaria - per sua natura in continua rivisitazione metodologica - si attinge addirittura a requisito di validità di un contratto è una conclusione che chi scrive ha difficoltà ad inquadrare negli obsoleti insegnamenti di diritto civile ricevuti tanti anni fa (con quei corollari *demodé* come il principio di tassatività delle nullità).

Come diceva Baudelaire, “la modernità è il transitorio, il fuggitivo, il contingente”, e le SS.UU. non vogliono essere da meno del grande poeta.

6. Scenari ‘soggettivi’ e scenari ‘oggettivi’

Le SS.UU. hanno dichiaratamente aderito ad un filone giurisprudenziale di merito inaugurato dalla nota sentenza App. Milano n. 3459 del 18.09.2013 (Pres. Sodano, Rel. Raineri)¹⁹, cui vale la pena ricorrere per comprendere se esiste una definizione migliore di ‘scenari probabilistici’. In quella sede la Corte milanese aveva individuato il concetto di “*alea razionale*” come “*elemento causale (tipico) dei contratti derivati over the counter*” per poi assumere che “*gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti [dall’investitore, ndr] ex ante, con certezza*” in quanto “*gli eventi possono muoversi in un universo probabilistico e .. la “probabilità” del verificarsi degli eventi costituisce un dato conosciuto dalla Banca che, proprio sulla base di esso, costruisce il prodotto*”, concludendo che “*in difetto di tali elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa, poiché il riconoscimento legislativo risiede, ad avviso di questa Corte, nella razionalità dell’alea e, quindi nella sua misurabilità*”.

Nemmeno nella sentenza milanese veniva però chiaramente esplicitato cosa fossero quegli ‘scenari probabilistici’ ipoteticamente noti alla Banca ed ai quali si assegnava

¹⁹ Al paragrafo 9.7 della sentenza in commento non si specifica quale sia la “*attenta e condivisibile giurisprudenza di merito*” cui pure le Sezioni Unite dichiarano di aderire, ma il virgolettato immediatamente successivo è la trascrizione letterale del passaggio della sentenza oggetto di impugnazione (App. Bologna n. 734/2014) che a sua volta definiva “*attenta e condivisibile giurisprudenza di merito*” quella della succitata App. Milano 18.09.2013 ma non menzionava, diversamente dal precedente milanese, “*gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi*” di cui a breve tratteremo. La Corte bolognese, infatti, si limitava, e solo “*per inciso*”, a notare “*che in nessuno dei contratti appare la determinazione del valore attuale degli stessi al momento della stipulazione (cd mark to market) ... da esplicitare necessariamente e indipendentemente dalla finalità di copertura (hedging) o speculativa tout court, così come i costi impliciti e i criteri con cui determinare la penalità in caso di recesso*”. E la stessa decisione delle SS.UU., dopo aver discettato di ‘scenari probabilistici’, si limita a rigettare il ricorso sulla base dell’assenza del mark to market (§ 9.7). Ciò a dimostrazione che il tema degli scenari probabilistici è un *obiter dictum* discutibilmente affrontato dalle SS.UU. senza che a ciò fossero state sollecitate dai motivi di impugnazione (e nemmeno dall’ordinanza di rimessione della Prima Sezione civile).

valenza decisiva per la validità dell'intero contratto. Aiutava la comprensione un accenno presente nel capo relativo alla valutazione di 'inadeguatezza tipologica' dello specifico swap oggetto di causa: *“dal contratto non si evince se e in quale misura i criteri di definizione della “gamba del tasso pagato” riflettessero previsioni razionali in possesso della Banca predisponente (curva del tasso forward) e dunque non è dato sapere se le curve probabilistiche (tasso forward) giustificassero la definizione in contratto di quei parametri”*. Non conoscendo gli atti di causa si può ipotizzare che il riferimento di App. Milano alla curva dei tassi forward muovesse dagli esiti della consulenza svoltasi in primo grado e quindi dalla individuazione di tale dato come 'misuratore dell'alea' (ma dei limiti della metodologia incentrata sull'analisi di detta curva abbiamo già detto nel paragrafo che precede).

Più in generale, per quanto nemmeno dalla sentenza milanese fosse del tutto chiaro l'oggetto dello scenario, sembra però di cogliere che l'informazione dovuta non dovesse tanto riguardare *“criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi”*²⁰ quanto piuttosto le assunzioni soggettive della banca nella costruzione del prodotto (*“previsioni razionali in possesso della Banca predisponente”*).

Che si possa ricorrere esclusivamente ad assunzioni soggettive di ciascuna singola Banca è peraltro (come già segnalato precedentemente) opinione condivisa anche da chi per primo ha teorizzato la necessità degli scenari probabilistici²¹.

Il difetto non starebbe quindi nella mancata predisposizione dello scenario, bensì nella mancata comunicazione dello scenario in base al quale la banca avrebbe costruito il prodotto.

Così impostata in termini 'soggettivi', se la banca non avesse predisposto alcuno scenario (come avviene in realtà: gli intermediari infatti prezzano gli IRS, e lo fanno con il mark to market o il model to market che con gli scenari probabilistici non hanno nulla a che vedere) nemmeno sarebbe dovuta una informazione al cliente in quanto non sussisterebbe alcuna disparità informativa.

L'idea dell'esistenza di previsioni razionali gelosamente custodite nei cassetti è piuttosto superficiale, se non addirittura influenzata da visioni 'complotte' secondo cui le banche conoscono il futuro ma lo nascondono ai comuni mortali.

Il punto potrebbe essere particolarmente rilevante allorché la banca diretta controparte del cliente abbia a sua volta stipulato un IRS speculare (così di fatto azzerando l'effetto nelle proprie casse dei differenziali periodici che venissero incassati in caso di andamento negativo per il cliente dello swap) con altro intermediario, solo quest'ultimo – forse – a conoscenza di un modello che comunque non sarebbe certamente obbligato a condividere

²⁰ V. art. 2427bis, co. 1, n. 1 b-bis) c.c., che richiede per il trattamento in bilancio dei derivati l'inserimento nella nota integrativa de “gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato”

²¹ M. MINENNA et al., op. cit.

con la banca controparte del cliente ‘finale’. Il risultato utile per la banca che stipula l’IRS con il cliente non risulta così mai legato all’esito del contratto in termini di flussi positivi o negativi.

Oggi con le regole di product governance l’ipotesi che il prodotto sia costruito senza precise regole da parte della banca (con regole diverse tra produttore e distributore) non è pensabile²². Basti ricordare in proposito che la product governance trova il proprio fondamento normativo negli artt. 16, paragrafo 3, e 24, paragrafo 2, della Mifid II sulla base di principi già sviluppati dall’Opinion pubblicata dall’ESMA nel marzo 2014 in materia di “Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements” e che a livello nazionale hanno trovato applicazione nella Comunicazione Consob sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi ai clienti retail, del dicembre 2014. Ma – vale sottolineare – la product governance tutela l’investitore senza alcun bisogno di ricorrere agli scenari probabilistici.

Comunque prima del sistema introdotto in anni recenti nessuna regola governava la costruzione del prodotto. Asserire la nullità di IRS contrattualizzati oltre 15 anni fa in base all’assenza di elementi che l’intermediario non era all’epoca obbligato a considerare si rivela fattore di contrasto con il diritto europeo, nella misura in cui le regole di condotta (anche sub Mifid I) erano di competenza sovranazionale, e con la non retroattività delle regole europee.

7. La fugace apparizione degli scenari probabilistici nella disciplina regolamentare Consob dei prospetti di offerta di OICR e di polizze Linked

Nel 2009 gli scenari probabilistici fecero la loro comparsa nella normativa Consob e, in particolare, all’interno dell’Allegato 1 al Regolamento Emittenti nella parte relativa alla redazione dei prospetti di offerta di quote di fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero non armonizzate di tipo aperto, nonché di prodotti finanziario-assicurativi di tipo Unit e Index Linked (quindi comunque non all’interno della documentazione informativa relativa a strumenti finanziari derivati per quanto polizze Unit e Index vengano da alcuni assimilate ad essi).

L’introduzione nei prospetti degli scenari probabilistici fu preceduta da una serrata consultazione, cominciata a dicembre 2007 e conclusasi nel marzo 2009, nel corso della quale venne da più parti contestato che il principio di ‘neutralità al rischio’, posto a fondamento dell’impostazione data all’epoca dalla Consob alla questione e che prevedeva una comparazione tra il portafoglio/strumento finanziario ed un’attività finanziaria *risk free*, consentisse di rappresentare adeguatamente le effettive caratteristiche del prodotto in termini di rischio-rendimento nell’ottica dell’investitore. La Consob non mutò opinione e così con la delibera 16840 del 19 marzo 2009 gli scenari probabilistici

²² Secondo A. PERRONE “*gli scenari probabilistici sono uno strumento [...] superato dalla disciplina vigente in materia di analisi di scenario ai fini di product governance*” (frase tratta da un recente webinar svoltosi sul tema).

(denominati anche ‘scenari di rendimenti dell’investimento finanziario’) entrarono a far parte dei contenuti dei prospetti informativi di OICR e polizze *linked* (v. Schemi 1, 5 e 6 di cui all’Allegato 1B al Regolamento Emittenti). I prospetti quindi dovettero cominciare ad indicare le probabilità che, al termine dell’orizzonte temporale d’investimento consigliato²³, il rendimento risultasse: a) negativo; b) inferiore a quello della c.d ‘attività finanziaria priva di rischio’; c) in linea con esso; d) superiore ad esso. Il tutto secondo una simulazione, che come chiarito nella Comunicazione n. 9025454 del 24.03.2009 contenente le relative indicazioni metodologiche, andava effettuata “*nel rispetto del principio della neutralità al rischio*” e “*considerando la struttura a termine dei tassi di interesse e quella delle volatilità degli strumenti finanziari appartenenti (o sottostanti) al portafoglio di attività che costituisce il capitale investito*”²⁴.

Pare però significativo che nella nota 19 a pag. 8 della Comunicazione si chiarisse che “*la calibrazione parametrica deve essere effettuata con riferimento agli specifici modelli stocastici di struttura a termine dei tassi di interesse sviluppati dagli intermediari e in aderenza alle effettive condizioni del mercato*”.

Anche qui parrebbe quindi trattarsi di modelli soggettivi e non di “*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*”, come oggi, ad 11 anni di distanza, le SS.UU. pretenderebbero a pena di nullità.

Fatto sta che dopo solo due anni, e precisamente con la delibera 18210 del 9 maggio 2011, la materia dei prospetti veniva per buona parte ridisciplinata dalla Consob, e lo Schema di prospetto degli OICR (quote di fondi ed azioni di SICAV) delineato nel marzo 2009 veniva sostituito da un nuovo Schema nel quale non si faceva più menzione di scenari probabilistici bensì ci si limitava, e per i soli fondi/comparti strutturati, a chiedere l’indicazione di “*scenari di rendimento potenziale ... illustrativi del funzionamento della formula del fondo/comparto*” (c.d. *What if*, di cui parleremo a breve) e l’avvertenza che comunque essi “*non rappresentano una previsione di ciò che potrebbe accadere; inoltre tali scenari potrebbero non avere la stessa probabilità di realizzazione*”.

Vedremo nel prossimo paragrafo che l’evoluzione in senso favorevole al modello del *What if* fece seguito, a livello nazionale, all’esito che nel frattempo aveva avuto un assai approfondito dibattito a livello comunitario nell’ambito del quale l’Italia si era trovata ad essere unica sostenitrice del modello basato sugli scenari probabilistici.

8. Scenari probabilistici e scenari di performance nella normativa europea in base al c.d. ‘what if’

Tornando alla sentenza milanese caposaldo di quell’orientamento di merito cui le SS.UU. hanno dichiarato di voler aderire, va segnalato, al di là della sua qualificazione più

²³ Tale orizzonte temporale parrebbe prescindere dal profilo di rischio dello specifico investitore.

²⁴ Nella medesima nota 19 a pag. 8 della Comunicazione veniva anche precisato che “*Con riguardo al passo di discretizzazione da adottare in sede di simulazione del tasso di interesse privo di rischio è da ritenersi adeguato il riferimento al c.d. “tasso overnight” ovvero a grandezze similari*”.

‘soggettiva’ che ‘oggettiva’ degli scenari probabilistici, un altro passaggio che invece non si rinviene nel ragionamento delle SS.UU.: si allude al diverso elemento definito da App. Milano come “*conseguenze del verificarsi degli eventi*”.

Per “*conseguenze del verificarsi degli eventi*” va intesa la rappresentazione, in forma grafica o comunque tramite simulazione, di quanto avverrebbe ai flussi dare/avere determinati dal contratto derivato in conseguenza del registrarsi di una serie di determinati livelli raggiungibili in futuro dal parametro di riferimento (es. l’andamento dell’Euribor), da cui la sintetica ma efficace definizione inglese di ‘*What if*’ (cosa succederebbe se).

Così alcuni contratti recano esempi di flussi ipotetici da corrispondere o da ricevere da parte del cliente sulla base del valore che potrà assumere il tasso di riferimento ad una delle date di determinazione previste dal contratto, senza però alcuna menzione del livello di probabilità che si realizzi nel futuro una situazione piuttosto che un’altra.

Di alternativa tra scenari probabilistici e scenari what if si sono occupate le Autorità di controllo europee dopo avere analizzato le opzioni informative da fornire ai clienti sugli scenari futuri di un investimento²⁵. Conviene ricostruire il dibattito in proposito e le evoluzioni regolamentari.

Nel 2009 nel corso della gestazione della Direttiva Europea c.d. UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities), relativa alla regolamentazione dei fondi comuni di investimento, il CESR (Committee of European Securities Regulators), nel promuovere tra gli attori rappresentativi nel settore del risparmio gestito la consultazione sulle norme della emananda Direttiva, pubblicava un *Technical Advice*²⁶ nel quale poneva un’alternativa tra due opzioni per quanto riguardava le possibili informazioni da comunicare agli investitori in fondi circa i *performance scenarios*:

“Option A: prospective scenarios showing the return of the fund under favourable, adverse and average market conditions

Option B: tables showing the probability of certain defined events: achieving a negative return or achieving a positive return worse, equal to or better than the risk-free rate”

Tra gli inconvenienti (*drawbacks*) della seconda opzione (sostanzialmente riconducibile agli scenari probabilistici e/o analisi quantitative) il CESR segnalava:

- l’assunzione di presupposti e di modelli che potrebbero aumentare i rischi di errori

²⁵ Nel già menzionato studio Consob ‘Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti di investimento non equity’ si muove proprio dalla constatazione dell’assenza di una disciplina europea armonizzata in materia e se ne auspica l’introduzione. A p. 12 si legge: “*l’asimmetria inerente ... ai prodotti finanziari emessi dalle banche richiede un intervento del legislatore comunitario*”.

²⁶ V. Consultation Paper del CESR dal titolo ‘CESR’s technical advice at level 2 on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS’ pubblicato in data 8.07.2009 con riferimento Ref.: CESR/09-552

- il rischio di eccessivo affidamento sulle ipotesi migliori
- una non efficace illustrazione dell'esposizione dell'investitore a particolari eventi 'estremi' a causa del fatto che l'analisi probabilistica non ricomprenderebbe la rappresentazione della distribuzione dei rendimenti potenziali
- difficoltà a controllare da parte delle Autorità preposte (*"There are concerns regarding the ability of regulators to monitor the application of probability tables, taking into account the availability at the supervisory level of the specific technical and human resources needed to verify the correct implementation of this approach"*).

Chiusa la consultazione con la partecipazione di 50 soggetti (tra i quali, per l'Italia, anche le principali associazioni dei consumatori), nell'aprile 2010 il CESR comunicava la scelta finale in favore del 'What if' a seguito di un raffronto tra vantaggi e svantaggi tra le due opzioni, della stragrande maggioranza di adesioni tra le parti consultate in favore della Opzione A e, anche, di test svolti tra i consumatori.

Conseguentemente, nella Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010 (c.d. Direttiva Prospetti²⁷) e prima ancora nel Regolamento UE n. 583/2010 della Commissione (relativo alle informazioni chiave per gli investitori) gli scenari probabilistici non compaiono mentre assumono un ruolo centrale, se pur limitatamente ai soli fondi strutturati, i c.d. scenari di performance che (v. considerando 16 del Regolamento) consentano di *"illustrare efficacemente l'intera gamma di risultati che la formula applicata potrebbe produrre"*, dovendo essere *"scelti in maniera da mostrare le circostanze nelle quali la formula può dare all'investitore un rendimento basso, medio o alto, o, se del caso, negativo"* e dovendosi precisare nel prospetto che *"si tratta di esempi riportati per illustrare la formula, che non rappresentano una previsione di ciò che potrebbe accadere"* (così art. 36 Regolamento, par. 3 e 6).

Trascorso qualche mese la Consob avviava una consultazione destinata alla (necessaria) modifica del Regolamento Emittenti e degli allegati schemi di Prospetto (v. paragrafo precedente), precisando sin da subito che *"Per la rappresentazione della scenaristica relativamente ai fondi strutturati, il nuovo schema proposto richiama le disposizioni comunitarie adottate sul punto, ovvero sia gli articoli 32 e 36 del regolamento (UE) n. 583/2010 e le Guidelines CESR 10-1318, che impongono una scenaristica di tipo deterministico (o what if) e non di tipo probabilistico, come previsto dal precedente schema di prospetto"*.

Chiusa la consultazione, con la già menzionata delibera Consob 18210 del 9 maggio 2011, modificativa degli Schemi di prospetto degli OICR allegati al Regolamento Emittenti, gli

²⁷ Direttiva entrata in vigore il 31.12.2010 e recante modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

scenari probabilistici scomparivano dalla normativa regolamentare Consob dove avevano fatto il loro ingresso nel 2009. La ragione per cui scompaiono è indicata proprio nella necessità di avere prospetti informativi uniformi a livello europeo dal 2011²⁸.

9. La più recente disciplina europea relativa ai PRIIPs

In esito a un percorso di armonizzazione di vari strumenti finanziari ed assicurativi avente l'obiettivo di fornire agli investitori informazioni standardizzate e comparabili, con il Regolamento UE n. 1286/2014 del 26 novembre 2014 - relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs) - la nozione di 'scenari di performance' da inserire nel Key Information Document (KID) da consegnare ai risparmiatori veniva estesa a un'ampia serie di prodotti finanziari e assicurativi compresi i derivati. Nell'art. 4, n. 1) del Regolamento sono definiti 'prodotti preassemblati' quelli in cui *“indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio”*.

L'art. 8, paragrafo 3, lett. d), punto iii) del Regolamento introduceva tra i contenuti obbligatori del KID gli *“scenari di performance adeguati e le ipotesi formulate per realizzarli”*. Il successivo paragrafo 5 incaricava le Autorità Europee di Vigilanza (EBA, EIOPA e ESMA) di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare, tra l'altro, *“la metodologia su cui si basa la presentazione del rischio e del rendimento di cui al paragrafo 3, lettera d), punti (i) e (iii)”* e quindi anche gli scenari di performance.

Se non che il progetto di Regolamento della Commissione europea del 30.06.2016 recante norme tecniche di regolamentazione (c.d. Regulatory Technical Standards o 'RTS') veniva respinto dal Parlamento Europeo anche sull'assunto che il progetto non prevedesse scenari di performance sufficientemente accurati rendendosi a tal fine opportuna la previsione di un quarto scenario oltre alla 'classica' tripartizione favorevole/moderato/sfavorevole.

Si dava così corso alla stesura di una nuova versione degli RTS che, una volta approvati, confluivano nel Regolamento Delegato 2017/653 dell'8 marzo 2017 dove è stato puntualizzato che il KID di ciascuno strumento finanziario rientrante nel Regolamento deve necessariamente contenere *“quattro scenari di performance appropriati, come*

²⁸ La questione è bene illustrata dai rappresentanti Consob nel corso dell'audizione del 14.12.2017 davanti alla Commissione Parlamentare banche della precedente legislatura. Critici su scelte di eccesso 'paternalistico' non contemplate dal legislatore europeo già R. LENER – P. LUCANTONI, Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, in BBTC 2012, 369.

indicato nell'allegato V. I quattro scenari di performance rappresentano uno scenario di stress, uno scenario sfavorevole, uno scenario moderato e uno scenario favorevole”.

L'allegato IV al Regolamento Delegato è dedicato ai criteri di calcolo da seguire per delineare i quattro scenari richiesti, e che sono costruiti, sostanzialmente, sui valori attesi alla fine del periodo di detenzione raccomandato per ciascuno specifico strumento finanziario, a loro volta basati (v. rinvio alla metodologia di calcolo del 'rischio di mercato' di cui all'Allegato II) su di una misurazione *“mediante la volatilità annualizzata, che corrisponde al valore a rischio (VaR) con un livello di confidenza del 97,5% nel periodo di detenzione raccomandato... Il VaR è la percentuale dell'importo investito che è restituita all'investitore al dettaglio”*²⁹. Fatto sta che, come il medesimo Regolamento Delegato chiede di specificare al cliente nel KID, *“Gli scenari presentati sono una stima della performance futura sulla base di prove relative alle variazioni passate del valore di questo investimento”*.

I quattro scenari così costruiti andranno rappresentati al cliente, all'interno del KID, secondo i formati grafici dettagliatamente previsti nell'Allegato V al Regolamento Delegato. Vale chiarire che i “percentili” cui fa riferimento la norma europea non hanno nulla a che vedere con le percentuali di probabilità di accadimento futuro, bensì con le percentuali di accadimento registrate nel passato.

Proprio perché basati su serie storiche è il Regolamento stesso a sancire gli elementi da considerare nella redazione di tali scenari di performance senza lasciare troppi margini di discrezionalità all'intermediario. Ciò anche per le finalità di confronto tra prodotti cui gli scenari (di performance, non di probabilità) mirano.

Possiamo quindi concludere sul punto che anche nella vigente normativa europea di maggior dettaglio, entrata in vigore svariati anni dopo le vicende sin qui sottoposte all'attenzione delle Corti italiane, i c.d. 'scenari di performance' da presentarsi al sottoscrittore di uno swap non possono essere intesi come 'scenari previsionali' nell'accezione che dovrebbero aver avuto presente le Sezioni Unite nello scrivere la sentenza in commento, in quanto gli scenari di performance risultano comunque costruiti sulla base di *“prove relative alle variazioni passate del valore”* dello strumento derivato³⁰.

²⁹ Data tale misurazione, lo scenario 'sfavorevole' è quello che si pone al 10° percentile (in pratica, se il valore del PRIIPs si colloca al 10° percentile significa che il 10% delle altre misurazioni è inferiore, mentre il 90% è superiore), quello 'moderato' al 50° percentile (così ponendosi nella mediana delle misurazioni) e quello favorevole' al 90° percentile (cioè solo 10 risultati su 100 saranno migliori e i restanti 90 saranno inferiori), mentre lo scenario di stress viene costruito sulla base di una ancor più complessa formula matematica e vale ad indicare l'importo che verrebbe rimborsato in circostanze di mercato 'estreme', e che si verificherebbero nel 1° percentile dei casi entro il primo anno di detenzione, fatto salvo il comunque possibile scenario del default dell'emittente.

³⁰ Secondo MARCELLI, op. cit., *“Il contenuto previsivo degli scenari di performance risulta assai debole: coglie il contenuto informativo della storia passata, si attesta, nelle lunghe serie protratte a ritroso nel passato, su parametri di fondo, che traggono rilevanza e margini predittivi nell'ampio respiro temporale*

10. La normativa europea generale sull'intermediazione

Fuori dalla disciplina dei PRIIPS non si rinviene alcunché nella disciplina europea relativo agli scenari di performance (e men che meno degli scenari probabilistici).

Ribadito che la materia dell'informazione da fornire al cliente è governata dal diritto europeo, vale quanto prima governato da Mifid I e dal 2014 da Mifid II, senza dimenticare la regola del c.d. *gold plating*, introdotta dalla direttiva Mifid di secondo livello 2006/73/CE e recepita nel nostro ordinamento all'art. 6, comma 2 del TUF, che impedisce agli Stati di aggiungere norme che siano più stringenti rispetto a quelle previste dalle Direttive salvo che specificità nazionali evidenzino l'esistenza di rischi non coperti o non adeguatamente gestiti dalla disciplina comunitaria.

L'art. 24 di Mifid II stabilisce i principi generali in materia di informazione demandando alla legislazione delegata della Commissione la puntuale declinazione di tali obblighi (come avvenuto con il Regolamento delegato 565/2107). In base al § 12 dell'art. 24 di Mifid II solo *“In casi eccezionali, gli Stati membri possono imporre alle imprese di investimento requisiti aggiuntivi rispetto a quanto disposto dal presente articolo. Tali requisiti devono essere obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte ai rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato.”*

L'art. 44, co. 6 del Regolamento delegato 565/2017 recita: *“Quando le informazioni contengono informazioni su risultati futuri, le imprese di investimento assicurano che siano soddisfatte le seguenti condizioni:*

- a) le informazioni non si basano su simulazioni di risultati passati né vi fanno riferimento;*
- b) le informazioni si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi;*
- c) quando le informazioni si basano sui risultati lordi, è indicato l'effetto delle commissioni, degli onorari o degli altri oneri;*
- d) le informazioni si basano su ipotesi di risultato in varie condizioni di mercato (ipotesi sia positive sia negative) e riflettono la natura e i rischi delle specifiche tipologie di strumenti oggetto dell'analisi;*
- e) le informazioni contengono un avviso evidente che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.”*

considerato, ma nulla coglie del 'sentiment' del mercato, ricompreso nel prezzo del prodotto finanziario”, potendosi così concludere che “con il KID si fornisce informazione, non si presta alcunché di valutazione professionale attinente l'ambito del servizio di consulenza”.

L'assunto del legislatore europeo è contrario alla tesi, sottostante al ragionamento delle SS.UU., secondo cui il futuro sarebbe misurabile grazie a “*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*”. La struttura temporale di qualsiasi contratto finanziario mette in relazione presente e futuro con ovvia condizione di incertezza e rischio. E' vero che la finanza si propone di misurare tale rischio, ma alla fine il legislatore europeo avverte che non esiste “*indicatore affidabile dei risultati futuri*” e non esiste alcun obbligo di dare informazioni su detti risultati futuri.

Ciò che è dovuto all'investitore è una spiegazione chiara e comprensibile di cosa succede se si verifica un determinato evento (v. Regolamento Delegato sui PRIIPs e relative norme tecniche di regolamentazione); non è affatto dovuta una informazione sulle probabilità che si verifichi nel futuro quel determinato evento.

Anche la Corte di Giustizia, pronunciandosi in materia di mutui espressi in valuta di un Paese diverso da quello del mutuatario, ha statuito che questi deve essere portato “*a conoscenza della possibilità di apprezzamento o deprezzamento della valuta estera nella quale il prestito è stato contratto, ma anche valutare le conseguenze economiche, potenzialmente significative, di una tale clausola sui suoi obblighi finanziari*” (sentenza 20.09.2017, Andriuc, C-168/16), ovvero “*chiaramente informato del fatto che sottoscrivendo un contratto di mutuo espresso in una valuta estera, egli si espone a un rischio di cambio che gli sarà, eventualmente, economicamente difficile sostenere in caso di deprezzamento della moneta nella quale percepisce i propri redditi rispetto alla valuta estera in cui il mutuo è stato concesso. Dall'altro lato, il professionista, nella fattispecie l'istituto bancario, deve esporre le possibili variazioni dei tassi di cambio e i rischi inerenti alla sottoscrizione di un mutuo in valuta estera*” (sentenza 20.09.2018, OTP Bank, C-51/17). Considerazioni che la CGUE ha fatto discendere anche dalla raccomandazione CERS/2011/1 sui prestiti in valuta estera rilasciata il 21.09.2011 dal Comitato Europeo per il rischio sistemico (in GU 2011, C342, pag. 1) secondo cui “*gli istituti finanziari devono fornire ai prenditori di mutuo informazioni sufficienti a consentire a questi ultimi di assumere decisioni prudenti e consapevoli e dovrebbero quanto meno includere l'impatto sulle rate di rimborso che deriverebbe da un forte deprezzamento della moneta avente corso legale nello Stato membro nel quale il prenditore di mutuo è domiciliato e da un aumento del tasso di interesse estero*”.

In altre parole, anche in materia di mutui in valuta estera destinati al pubblico dei consumatori l'orientamento comunitario è di ritenere necessaria la messa a disposizione di un ventaglio di simulazioni dei possibili scenari che potrebbero verificarsi nel caso di variazione del rapporto di cambio tra valute, non anche di stimare le probabilità che si verifichi un evento piuttosto che un altro.

11. Inutilità degli scenari probabilistici per derivati di copertura

Ultimo delicato problema da segnalare riguarda la totale omissione, nell'*obiter dictum* delle SS.UU., di alcun approfondimento circa le situazioni in cui l'IRS viene concluso

per tutelare il cliente da un andamento dei tassi che potrebbe rappresentare un grave onere su un indebitamento sottostante (classicamente un mutuo a tasso variabile).

Va ricordato che la distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi rappresenta per la Consob sin dagli anni '90 elemento su cui richiamare l'attenzione dell'investitore³¹.

Lo stesso legislatore europeo al considerando 29 del regolamento 648 del 2012 riconosce espressamente *“che le controparti non finanziarie utilizzano i contratti derivati OTC per coprirsi contro i rischi commerciali direttamente legati alle loro attività commerciali o di finanziamento di tesoreria”*.

Il proprietario che assicura la casa dal rischio incendio si augura che l'evento a sé favorevole (la liquidazione del sinistro provocato) non abbia mai a capitare e ciò nondimeno paga volentieri il premio per proteggersi dal caso. La probabilità che intervenga il sinistro è calcolata dall'assicurazione per stabilire la dimensione del premio ma detta probabilità non è in alcun modo determinante del consenso dell'assicurato. Né l'essere assai più numerosi gli scenari favorevoli all'assicuratore rende irrazionale la scelta dell'assicurato di correre l'alea. Ci si assicura per sterilizzare gli effetti di eventi sgraditi: l'alea è razionale anche se nella massima parte dei possibili casi futuri si paga un premio e non si incassa alcun indennizzo.

Un IRS viene stipulato perché un ente o un'azienda devono fare i conti con il costo massimo per interessi che il loro bilancio può sostenere. Accettano il costo della copertura non tanto perché credono davvero che uno scenario di rialzo dei tassi si possa verificare, ma semplicemente per la volontà di scongiurare tale scenario anche ove dovesse avere una probabilità contenuta. Dunque la circostanza che le probabilità di differenziali favorevoli all'intermediario siano maggiori delle probabilità di differenziali favorevoli all'investitore non significa che il contratto sia squilibrato, perché si deve tenere conto del finanziamento sottostante. La copertura, infatti, rende il soggetto che la compra del tutto indifferente agli scenari futuri che si realizzeranno in quanto in qualunque scenario la sua situazione (nella fattispecie il costo del debito) sarà identico. L'esempio più evidente è quello di un soggetto con un debito a tasso variabile che compra un IRS con il quale si espone al pagamento di un tasso fisso, così obbligandosi a pagare in qualunque scenario il medesimo tasso.

Ed invero visionando i KID di alcune banche per alcuni IRS si nota che il rendimento è negativo per l'investitore in tutti gli scenari di performance, anche quello moderato e

³¹ V. Comunicazione Consob 26 febbraio 1999, n. 9901391, avente ad oggetto 'Strumenti finanziari derivati: criteri di qualificazione e applicazione di norme regolamentari' dove si chiariva che *“le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate "di copertura" quando: a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; b) 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; c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente”*.

quello favorevole. Ciò significa che (conviene ripetere: sulla base di dati storici non di stime prospettiche) quel prodotto non produce quasi mai flussi favorevoli per il sottoscrittore. Ma allora – vien da chiedersi – per quale ragione qualcuno dovrebbe stipulare il contratto e per quale ragione la banca lo propone. La risposta è semplice: l'investitore è interessato a proteggersi sull'indebitamento sottostante; ciò che sul finanziamento è un evento “sfavorevole” risulta “favorevole” sullo swap.

12. Dubbi di compatibilità della sentenza SS.UU. 8770/2020 con il diritto europeo

Alla luce di quanto sin qui illustrato sussistono seri dubbi che la sentenza in commento sia compatibile con il diritto europeo per una serie di ragioni che si vanno qui a compendiare:

- i) I contratti derivati sono strumenti finanziari riconosciuti dal diritto europeo, non giochi o scommesse eccezionalmente tollerati dall'ordinamento italiano in base a proprie regole civilistiche
- ii) Nessuna disposizione impone che strumenti finanziari derivati debbano includere nel contratto scenari probabilistici; solo molto recentemente (a partire dal 2018) è stato introdotto qualcosa di apparentemente simile (gli scenari di performance nel KID dei PRIIPS), che però non spiega alcuna effettiva funzione previsionale essendo solo un'illustrazione di “cosa succede se” basata sostanzialmente su serie storiche
- iii) Gli Stati membri non erano e non sono liberi di introdurre requisiti informativi non previsti dalla normativa europea
- iv) L'armonizzazione è funzionale alla libera prestazione dei servizi da parte delle imprese di investimento dotate di passaporto europeo³²; l'introduzione di ostacoli (come la nullità di contratti per la mancata inclusione di elementi informativi non previsti dal diritto europeo) viola il Trattato
- v) L'informativa sui costi impliciti e sul mark to market è invece coerente con regole di tempo in tempo introdotte dal diritto europeo

³² In termini di necessaria uniformità nell'interpretazione di norme europee che non rinviino al diritto degli Stati membri (come nel caso), la recentissima sentenza 18.06.2020, *KH – Sparkasse Sudholstein*, C-639-18, che ricorda come per costante giurisprudenza della CGUE “dalla necessità di garantire tanto l'applicazione uniforme del diritto dell'Unione quanto il principio di uguaglianza discende che i termini di una disposizione del diritto dell'Unione, la quale non contenga alcun rinvio espresso al diritto degli Stati membri ai fini della determinazione del proprio significato e della propria portata, devono di norma essere oggetto, nell'intera Unione europea, di un'interpretazione autonoma e uniforme, da effettuarsi tenendo conto non solo dei termini della medesima, ma anche del contesto della disposizione e dello scopo perseguito dalla normativa di cui trattasi (sentenza del 23 maggio 2019, *WB*, C-658/17, EU:C:2019:444, punto 50 e giurisprudenza citata)”.

- vi) Le regole europee sulla product governance – ma solo a partire dalla loro entrata in vigore - obbligano gli intermediari a stipulare IRS solo se soddisfano le esigenze del cliente, senza che ciò debba avvenire attraverso scenari di probabilità
- vii) L'applicazione retroattiva di regole europee - informative o di product governance - introdotte dopo la stipulazione dei contratti è comunque contraria al principio di certezza del diritto riconosciuto dal diritto europeo³³; né giova sostenere che le SS.UU. abbiano applicato semplicemente il Codice Civile italiano vigente dal 1942: il codice contempla regole generali sulla causa e l'oggetto del contratto, le SS.UU. individuano in concreto i requisiti degli IRS con riferimento alle regole informative dell'intermediario finanziario
- viii) Sebbene la normativa europea non si occupi dei remedies in caso di violazione degli obblighi informativi³⁴, la sanzione della nullità potrebbe apparire sproporzionata rispetto a rimedi risarcitori in grado di determinare il ristoro dell'effettivo pregiudizio dell'investitore e non tali invece da porre questi in una situazione di vantaggio, specie quando si tratti di IRS di copertura e l'andamento dei tassi abbia comportato un pagamento di minori interessi sul finanziamento coperto.

Quando i fautori degli scenari probabilistici rivendicano come un “complimento” l'essere la tesi della necessaria presenza di detti scenari nei contratti derivati un *unicum* della dottrina e della giurisprudenza italiana³⁵, svelano la contrarietà della tesi stessa al diritto europeo.

E non è un caso che nel programma della nuova Commissione parlamentare citato alla nota 3 si rivendichi con toni ‘sovranisti’ la necessità di operare scelte difformi da quelle europee in punto di scenari probabilistici.

Secondo noi invece le norme interne in contrasto con norme europee vanno disapplicate³⁶ dal giudice nazionale anche di merito.

³³ La giurisprudenza comunitaria ha sancito che le disposizioni di diritto europeo non hanno effetto retroattivo (TPIUE 3.05.2007 *Freistaat Sachsen* T 357/02 § 98).

³⁴ La giurisprudenza della CGUE sul punto è nel senso che “*spetta all'ordinamento giuridico interno di ciascuno Stato membro disciplinare le conseguenze contrattuali del mancato rispetto degli obblighi in materia di valutazione previsti dall'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 da parte di un'impresa di investimento che propone un servizio di investimento, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività*” (sentenza 30.05.2013, *Genil 48 SL*, C-604/11).

³⁵ D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *BBTC* 2018.

³⁶ Sin dalla ‘storica’ sentenza del 1964 sul caso *Costa c/ Enel*, la CGUE ha negato che possa trovare applicazione una legge nazionale contraria a norme dei Trattati in quanto “*a differenza dei comuni trattati internazionali, il Trattato C.E.E. ha istituito un proprio ordinamento giuridico, integrato nell'ordinamento giuridico degli Stati membri all'atto dell'entrata in vigore del Trattato e che i giudici nazionali sono tenuti ad osservare. Infatti, istituendo una Comunità senza limiti di durata, dotata di propri organi, di personalità, di capacità giuridica, di capacità di rappresentanza sul piano internazionale, ed in ispecie di poteri effettivi provenienti da una limitazione di competenza o da un trasferimento di attribuzioni degli Stati alla*

Ove peraltro sussistano dubbi interpretativi della normativa europea il giudice italiano potrà sollevare questione pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE.

Per non dire di procedure di infrazione che potrebbero essere avviate contro l'Italia dalla Commissione.

Quando Giorgio De Nova scelse il fortunato titolo di uno dei suoi lavori in materia³⁷ non pensava ai derivati come “invasori alieni” da combattere in una fantascientifica “Guerra dei mondi” con l'arma degli “scenari probabilistici”.

Piuttosto: se per decenni sono stati stipulati da migliaia di operatori contratti che ignorano tutti siffatti scenari, c'è da chiedersi se l'alieno non sia la Cassazione italiana.

Comunità, questi hanno limitato, sia pure in campi circoscritti, i loro poteri sovrani e creato quindi un complesso di diritto vincolante per i loro cittadini e per loro stessi [...]Tale integrazione nel diritto di ciascuno Stato membro di norme che promanano da fonti comunitarie, e più in generale, lo spirito e i termini del Trattato, hanno per corollario l'impossibilità per gli Stati di far prevalere, contro un ordinamento giuridico da essi accettato a condizione di reciprocità, un provvedimento unilaterale ulteriore, il quale pertanto non potrà essere opponibile all'ordine comune. Se l'efficacia del diritto comunitario variasse da uno stato all'altro in funzione delle leggi interne posteriori, ciò metterebbe in pericolo l'attuazione degli scopi del Trattato contemplata nell'art. 5, secondo comma, e causerebbe una discriminazione vietata dall'art. 7”.

³⁷ G. DE NOVA, Il contratto alieno, Torino 2008; e poi I contratti derivati come contratti alieni, in Riv. Dir. Priv. 2009, p. 15, ora in Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno, Padova 2011, p. 59.