

Francesco Caputo Nassetti

INTEREST RATE SWAP
A COPERTURA
DELL'INDEBITAMENTO
COMPLESSIVO

Estratto

CASSAZIONE CIVILE, Sez. I, 31 luglio 2017, n. 19013 — DOGLIOTTI *Presidente* — DOLMETTA *Relatore* — Immobiliare Samuele S.r.l. e Immobiliare Brugarolo S.r.l. (avv.ti Camiciotti, Bistolfi) c. Banca Intesa San Paolo S.p.a. (avv.ti Brugnatelli, Grassi).

Cassa App. Milano, 29 ottobre 2012, n. 3454.

Strumenti finanziari derivati - Interest rate swap - Operatore qualificato - Norme di comportamento intermediari - Rilevanza dei requisiti di copertura ai fini del giudizio di meritevolezza del contratto derivato - Contratto derivato a copertura dell'indebitamento complessivo.

(Art. 1322 c.c.; art. 21 TUF; art. 26 Reg. Consob n. 11522/1998, Determinazione Consob 26 febbraio 1999, n. DI/99013791).

In tema di meritevolezza degli interessi perseguiti con contratti atipici ex art. 1322 c.c., in particolare per i contratti c.d. "derivati", l'art. 21 TUF e l'art. 26 Reg. Consob n. 11522/1998 hanno portata imperativa e inderogabile anche in applicazione dei principi della direttiva 93/22/CEE, prescrivendo che gli intermediari si comportino con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato. (Nella specie, riguardante contratti derivati "interest rate swap" con natura di operazioni "di copertura", la S.C., in applicazione dell'esposto principio, ha cassato la sentenza di appello, richiamando altresì specificamente il rispetto delle condizioni di cui alla determinazione Consob 26 febbraio 1999, evidenziando la necessaria stretta correlazione tra l'operazione di "copertura" e il rischio da coprire). (1)

(*Omissis*).

FATTI DI CAUSA. — La s.r.l. Samuele e la s.r.l. Brugarolo ricorrono per cassazione nei confronti di Banca Intesa San Paolo s.p.a., articolando quattro motivi avverso la sentenza resa dalla Corte di Appello di Milano, 29 ottobre 2012 n. 3454, in via di conferma della pronuncia emessa nel primo grado giudizio dal Tribunale di Lecco e depositata in data 21 ottobre 2008, n. 746.

Con tale sentenza, la Corte territoriale ha respinto le richieste in appello formulate dalle società in relazione a taluni contratti derivati IRS, dalle medesime distintamente stipulati con Intesa San Paolo (per la s.r.l. Samuele il riferimento è al contratto *interest rate swap* n. (*omissis*), in tempi successivi "sostituito" dal contratto *interest rate swap* n. (*omissis*); per la s.r.l. Brugarolo il riferimento è al contratto *interest rate swap* n. (*omissis*), in prosieguo di tempo "sostituito" dal contratto *interest rate swap* n. (*omissis*)). Più in particolare, la Corte milanese, ritenuto che le due società rientrassero nel novero degli "operatori qualificati", ha rigettato le domande di nullità proposte in relazione ai detti contratti, come pure quelle subordinate di accertamento degli inadempimenti e violazioni di legge imputati alla Banca, con connessa richiesta di risoluzione dei contratti medesimi e comunque con condanna di quella al risarcimento dei danni derivatine.

Nei confronti del ricorso presentato dalla Immobiliare Samuele s.r.l. e dalla Immobiliare Brugarolo s.r.l. resiste Intesa San Paolo, che ha depositato apposito controricorso.

RAGIONI DELLA DECISIONE. — 1. I motivi del ricorso, che è stato presentato da Immobiliare Samuele s.r.l. e da Immobiliare Brugarolo s.r.l., denunziano i vizi qui di seguito richiamati.

Il primo motivo lamenta, in particolare, "violazione e falsa applicazione dell'art. 345 c.p.c., comma 3, avendo il giudice di appello ravvisato l'inammissibilità delle produzioni eseguite dalle società Immobiliare Samuele e Immobiliare Brugarolo nel corso del giudizio di appello".

Il secondo motivo si intesta, poi, a "violazione e falsa applicazione del D.Lgs. n. 58 del

1998, art. 21, comunque, insufficiente motivazione della sentenza circa un fatto controverso e decisivo per il giudizio (art. 360 c.p.c., comma 1, n. 5)”.

Il terzo motivo viene, a sua volta, intestato come “violazione e falsa applicazione del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 21, e degli artt. 1322 e 1418 c.c., e, comunque, insufficiente motivazione della sentenza circa un fatto controverso e decisivo per il giudizio (art. 360 c.p.c., comma 1, n. 5)”.

Il quarto motivo assume, infine, “violazione e falsa applicazione del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 21, e deH’art. 1337 c.c., e, comunque, insufficiente motivazione della sentenza circa un fatto controverso e decisivo per il giudizio (art. 360 c.p.c., comma 1, n. 5)”.

2. Con il primo motivo le società ricorrenti si dolgono, in particolare, del fatto che la sentenza della Corte territoriale abbia ritenuto tardive e inammissibili delle produzioni documentali nuove, perché dalle società presentate solo nel corso del processo di appello.

Il motivo va respinto.

Rifacendosi in modo espresso ai principi enunciati dalla sentenza di Cass. SS.UU., 20 aprile 2005, n. 8023, la Corte di Appello di Milano ha rilevato che, nel produrre la nuova documentazione, le due società non hanno esposto nessuna “indicazione” a sostegno della medesima: né sul piano dell’obiettivo impossibilità a procurarsi detta documentazione nel giudizio di primo grado”, né sul piano del suo “carattere indispensabile... per la ricostruzione dei fatti di causa”. Si che, in definitiva, non sono state rappresentate ragioni che potessero eventualmente giustificare l’ammissione della documentazione in discorso.

D’altro canto, le osservazioni, che il motivo in esame risulta ora svolgere, non vengono proprio a concernere la motivazione addotta dalla Corte di Appello e appena sopra riferita.

3. Il secondo motivo e il terzo motivo di ricorso vanno esaminati congiuntamente, in ragione della consecutività delle tematiche che vengono rappresentate negli stessi.

In particolare, mentre il terzo motivo di ricorso si concentra senz’altro sul tema della meritevolezza e validità dei contratti IRS nel concreto intercorsi tra le parti, quali contratti atipici, il secondo motivo viene a presentare un contenuto articolato.

Nel senso che lo svolgimento di questo motivo viene partitamente a contestare sia la statuizione della Corte di Appello di ritenere la Banca “esonerala” dall’applicazione dell’art. 21 TUF e conseguenti norme regolamentari di cui al Reg. Consob n. 11522/1998 (v. subito infra, all’inizio del n. 4), sia pure la distinta statuizione di ritenere le due società come rientranti nel novero degli “operatori qualificati”, che la motivazione della sentenza impugnata mette poi a capo della prima statuizione.

Nel contesto sviluppato dal secondo motivo, questi due ordini di contestazioni vengono posti come funzionali all’effettuazione del giudizio di meritevolezza di cui all’art. 1322 c.c.; e sono altresì assunti come funzionali al successivo, ed eventuale, riscontro della correttezza del comportamento tenuto dalla Banca in relazione alle fattispecie concrete qui in interesse.

Posta questa struttura argomentativa, l’esame del secondo motivo nel limite in cui lo stesso appare necessario per l’esatta e compiuta definizione del quadro normativo di riferimento del giudizio di meritevolezza — risulta dunque preliminare e propedeutico all’analisi del terzo motivo.

4. Secondo il testo della sentenza della Corte territoriale, nella specie la Banca risulterebbe esonerata dagli “obblighi dettati dagli artt. 21 e seg. Reg. Consob”. Frutto di un evidente refuso materiale, la relativa statuizione non può che essere letta in coerenza con le domande a suo tempo prospettate negli atti di appello delle due società. In entrambi i casi, tali domande sono state espressamente rivolte all’accertamento della violazione da parte della Banca “ai propri doveri ai sensi dell’art. 21 TUF, nonché ai sensi degli artt. 26 e seguenti del Regolamento Consob n. 11522/1998” (così, secondo quanto si trova testualmente trascritto nelle prime pagine della sentenza impugnata).

Resa in tal modo comprensibile, la statuizione della Corte territoriale viene a manifestarsi senz’altro errata, al di là della problematica relativa alla ricomprensione delle società ricorrenti nel novero degli “operatori qualificati”.

In effetti, la norma dell'art. 21 TUF viene unanimemente ritenuta imperativa e inderogabile. Cfr., per tutte, la recente pronuncia di Cass., 23 maggio 2016, n. 10640.

Altrettanto indubitabile risulta, d'altro canto, l'estraneità della norma dell'art. 26 Reg. Consob n. 11522/1998 alla sottrazione di disciplina che la disposizione dell'art. 31, comma 1, dello stesso regolamento determina in relazione alla categoria degli "operatori qualificati". Il riscontro è testuale (in quanto l'art. 26, non è indicato fra le disposizioni del regolamento "non applicabili" al novero degli "investitori professionali"), come pure risulta confortato dalla giurisprudenza di questa Corte (cfr., tra le altre, Cass., 28 ottobre 2015, n. 21887).

5. Da quanto precede deriva che, nei confronti della fattispecie concreta qui in esame, trovano sicura applicazione — e quindi si manifestano rilevanti prima di tutto per lo svolgimento della valutazione di meritevolezza di cui alla norma dell'art. 1322 c.c., — tanto la norma guida dell'art. 21 TUF, quanto la norma regolamentare dell'art. 26, che di tale regola viene a manifestarsi come applicazione primaria e di base.

Si tratta, come anche di recente la giurisprudenza di merito è venuta a sottolineare, di disposizioni fondamentali che vengono a trasfondere i principi di fondo della Direttiva n. 93/22 CE, tra le altre cose prescrivendo che gli intermediari si comportino "con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità del mercato" (art. 21, comma 1, lett. a) e che l'intera loro operatività sia resa "coerente con i principi e le regole generali del Testo unico" sempre nel prevalente "interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare" (art. 26, comma 1, lett. a.).

6. Nella pratica attuale, l'operatività in derivati in genere — e pure quella in derivati IRS in specie — si manifesta molto variegata, al di là della notazione (appena identificativa di una base comune, in fondo) che gli stessi si realizzano attraverso il meccanismo del differenziale. Diversità che vengono a toccare, tra le altre cose, l'oggetto del contratto derivato (parametri adottati per l'operare del meccanismo differenziale compresi), l'eventuale mercato di riferimento, la peculiare conformazione delle strutture, le specifiche funzionali. Sotto quest'ultimo profilo — che all'evidenza riveste un peso determinante comunemente si distingue, così, tra derivati IRS di copertura e derivati IRS invece di speculazione (di grado più o meno accentuato, secondo una distinzione che scende a un ulteriore livello).

In relazione a questa vasta articolazione operativa viene pure a specificarsi la clausola generale del necessario operare nell'interesse del cliente investitore, che appena sopra si è visto venire in rilevanza per la valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti, come imposta dalla norma dell'art. 1322 cod. civ. per le operazioni contrattuali che siano sprovviste di un'apposita disciplina negoziale di fonte legislativa (come appunto sono i derivati IRS).

7. Secondo quanto risulta accertato dalla sentenza della Corte di Appello di Milano, i contratti IRS distintamente intercorsi tra le società ricorrenti e Banca Intesa hanno inteso perseguire una oggettiva funzione di copertura per l'interesse di tali società.

Dato un simile riferimento, si deve allora rilevare che la Consob, nella sua Determinazione 26 febbraio 1999, DI/99013791, è andata appunto a indicare le caratteristiche che un'"operazione in strumenti finanziari deve possedere per essere considerata "di copertura". Che sono state individuate nel concorso delle seguenti condizioni:

— che le operazioni "siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente";

— che "sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

— che "siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente".

Ora, posto che la detta determinazione Consob si inquadra nell'ambito delle misure di attuazione del TUF e del Regolamento Consob, si deve ritenere che la necessaria cura dell'interesse oggettivo del cliente — che la normativa dei citati artt. 21 e 26, va a inserire nell'ambito della generale valutazione di meritevolezza degli interessi prescritta dall'art. 1322

c.c. — si traduca, in relazione alle operazioni in derivati IRS con funzioni di copertura, nel rispetto delle sopra elencate condizioni.

Con la conseguenza ulteriore che l'interesse oggettivo del cliente, come sussistente per il compimento di operazioni di effettiva copertura, non potrà ritenersi soddisfatto quando l'operazione in concreto intervenuta non rispetti realmente le condizioni sopra richiamate.

8. Secondo quanto emerge dalla sentenza emessa dalla Corte territoriale, l'operazione IRS (contratto di partenza e contratto sostitutivo) posta in essere dalla Samuele con Banca Intesa San Paolo, e l'operazione IRS (contratto di partenza e contratto sostitutivo) posta in essere dalla Brugarolo con la medesima, non appaiono perseguire effettivamente una funzione di copertura, non rispettando in particolare la seconda delle condizioni indicate dalla Determinazione Consob (della stretta correlazione occorrente tra lo strumento di copertura del rischio e il rischio da coprire).

Le stesse infatti non risultano confrontarsi con singole e specifiche operazioni sottostanti, con copertura commisurata in modo puntuale sul rischio inerente a singoli debiti. Appaiono confrontarsi, bensì, con un "indebitamento complessivo", come composto quindi da una serie articolata di debiti distinti, con decorrenza, scadenza e remunerazione diverse, che sarebbero stati contratti con una società appartenente allo stesso gruppo societario di Intesa San Paolo.

9. Segue ai rilievi così svolti che la Corte di Appello di Milano, nello svolgimento del giudizio di meritevolezza concernente i contratti IRS, per cui è causa, non ha fatto corretta applicazione della norma dell'art. 1322 c.c.. Nello svolgimento di tale giudizio, la stessa non ha infatti tenuto conto né delle norme dell'art. 21 TUF e art. 26 Reg. Consob, n. 11522/1998, né delle specificative prescrizioni approntate dalla Determinazione Consob del 26 febbraio 1999 in relazione alle operazioni di copertura.

Nei termini e nei limiti così evidenziati, il secondo e il terzo motivi di ricorso risultano quindi fondati, con assorbimento di ogni altro profilo riferibile agli stessi.

10. Quarto motivo di ricorso risulta assorbito.

11. In conclusione, respinto il primo motivo, vanno accolti il secondo motivo e il terzo motivo nei limiti di cui in motivazione, assorbito il quarto, con cassazione della impugnata sentenza della Corte di Appello di Milano e relativo rinvio della controversia sempre alla Corte di Appello di Milano che, in diversa composizione, deciderà anche sulle spese del giudizio di cassazione.

Nel decidere la controversia, la Corte di Appello, così investita, si atterrà ai principi e indicazioni di cui alla motivazione svolta e, in particolare, al principio di diritto per cui "nel valutare, ai sensi della norma dell'art. 1322 c.c., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato IRS, il giudice non può comunque prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art. 21 TUF e all'art. 26 Regolamento Consob n.11522, nonché, per i contratti IRS con funzione di copertura, dalla verifica dell'effettivo rispetto della condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26 febbraio 1999".

P.Q.M.

La Corte respinge il primo motivo di ricorso, accoglie il secondo e il terzo motivo di ricorso nei termini di cui in motivazione, assorbito il quarto, e cassa la sentenza impugnata, con rinvio ad altra sezione della Corte di Appello di Milano, che deciderà anche sulle spese del giudizio di cassazione.

(1) **Interest rate swap a copertura dell'indebitamento complessivo.**

La massima va condivisa in relazione al principio che detta, ma nell'argomentare le ragioni della decisione la Corte si sbilancia in una affermazione che, se ripresa letteralmente, compor-

terebbe una dirompente novità nell'applicazione del concetto di correlazione tra contratto derivato di copertura e la posizione di rischio da coprire. Di fatto la sentenza sembra negare l'applicazione universalmente accettata degli specifici principi contabili relativi alla correlazione *de qua*. La Corte afferma infatti che un contratto derivato a copertura di un indebitamento complessivo composto da una serie articolata di debiti distinti, con decorrenza e remunerazione diverse, non può considerarsi di copertura in quanto non rispetta il requisito di elevata correlazione. Conseguentemente il derivato non supererebbe il giudizio di meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 c.c.. La Corte sembra ignorare non solo la prassi dei contratti derivati utilizzati per mitigare i rischi di tasso di interesse sull'indebitamento complessivo, ma anche i principi contabili che disciplinano la misurazione della correlazione, i quali sono espressamente richiamati dalle norme civilistiche in materia di bilancio.

Veniamo alla vicenda giudiziaria.

La Corte di Appello di Milano con sentenza 29 ottobre 2012, n. 3454, aveva negato l'applicazione dell'art. 21 TUF e art. 26, Reg. Consob n. 11522/1998 in presenza della dichiarazione di operatore qualificato sottoscritta dal cliente della banca ai sensi dell'art. 31, Reg. Consob citato.

La Corte suprema conferma l'imperatività ed inderogabilità dell'art. 21 *cit.*, e tale orientamento è consolidato e pacifico in giurisprudenza e dottrina. Altrettanto indubitabile appare che la dichiarazione di operatore qualificato non sottrae l'intermediario dall'applicazione dell'art. 26 *cit.*

Fino a qui nulla da eccepire.

In applicazione di queste norme, ed in particolare dell'obbligo dell'intermediario di agire nell'interesse del cliente, la Corte argomenta che per i contratti atipici assume rilevanza la valutazione della meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti (art. 1322 c.c.). Nel caso concreto le parti avevano inteso perseguire un'oggettiva funzione di copertura del rischio di innalzamento dei tassi di interesse per il cliente. Da qui l'applicazione della Determinazione Consob 26 febbraio 1999, n. DI/99013791 che esplicita i requisiti — sempre secondo la Corte — che un'operazione in strumenti finanziari deve possedere per essere considerata di copertura. In sostanza se l'operazione di copertura non presenta tutti i requisiti di seguito specificati per essere tale l'interesse oggettivo del cliente non potrà ritenersi soddisfatto e viene meno la meritevolezza della causa contrattuale.

Gli *interest rate swap* oggetto della controversia sono i seguenti: il 19 marzo 2003 le parti (Immobiliare Samuele S.r.l. e la banca) hanno concluso uno specifico contratto per la durata di cinque anni (scadenza 25 marzo 2008) con un capitale nozionale di euro 4.500.000 in base al quale il cliente doveva pagare un tasso fisso e ricevere un tasso variabile alle stesse scadenze. A quel tempo il cliente aveva in essere indebitamento finanziario a medio/lungo termine (a tasso variabile) con la stessa banca per euro 4.592.052. Leggendo le sentenze di primo grado (Tribunale di Lecco 21 ottobre 2008) e di secondo grado (Corte Appello Milano 29 ottobre 2012 n. 3454) non emergono altri dettagli relativi all'indebitamento del cliente.

Il giudice lecchese ha evidenziato che “la funzione del contratto di swap era appunto quella di cautelarsi contro la oscillazione dei tassi di interesse: in quel momento i tassi erano posizionati su livelli bassi e si prevedeva un loro rialzo per il futuro, il rialzo avrebbe avuto quale conseguenza un aumento degli interessi a debito della società nei confronti della banca. Il contenuto del contratto di swap fu impostato in base alla previsione del futuro andamento del mercato e dei tassi di interesse, nonché prendendo quali ulteriori parametri l'importo del finanziamento che la società doveva rimborsare ed il tasso pattuito per tale rimborso; grazie ai guadagni ricavabili dal contratto di swap si sarebbe “neutralizzato” l'effetto negativo che la probabile oscillazione dei tassi di interesse avrebbe avuto sul rimborso del finanziamento”.

In data 6 novembre 2003 il contratto in essere è stato sostituito con due contratti: uno dell'importo di euro 2.500.000 concluso sempre con la Immobiliare Samuele S.r.l. e l'altro dell'importo di euro 2.000.000 concluso con la Immobiliare Brugarolo S.r.l. appartenente allo stesso gruppo ed amministrata dallo stesso amministratore. I due contratti avevano la stessa durata del precedente e identiche condizioni.

Successivamente, poiché l'andamento del mercato e dei tassi si stava scostando dalle aspettative, i contratti di *swap* sono stati consensualmente risolti e sostituiti con altri: in data 18 novembre 2005 la Immobiliare Samuele S.r.l. ha concluso un contratto di *swap* con capitale nozionale di euro 3.500.000 e la Immobiliare Brugarolo S.r.l. un contratto con capitale nozionale di euro 2.750.000, entrambi di durata quinquennale.

Appare chiaro che si tratta di *plain vanilla interest rate swap* in base ai quali il cliente paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile che va a neutralizzare il tasso variabile che il cliente paga sul proprio indebitamento a tasso variabile.

Nel 2006 e nel 2007 vi sono stati alcuni pagamenti di differenziali a favore dei clienti. Dal 2008 i tassi di mercato sono crollati ed è ovvio che i differenziali sui derivati sono stati negativi per i clienti, i quali nel contempo hanno beneficiato della riduzione del costo del loro indebitamento bancario.

Per l'individuazione dei requisiti necessari al fine di considerare un contratto derivato di "copertura" si fa riferimento a diverse fonti: Direttiva 2001/65/CE, Direttiva 2003/51/CE, Direttiva 2013/34/UE, D. Lgs. 394/2003, D. Lgs. 139/2015, art. 2426, primo comma, n. 11-*bis*, secondo, terzo, quarto e quinto comma, c.c., art. 2427, primo comma, n. 1 e n. 2, ultimo comma, c.c., art. 2427-*bis*, primo comma, c.c., art. 2428, secondo comma, punto 6-*bis*, c.c. art. 2435-*bis* c.c., art. 2435-*ter*, primo comma, n. 1, secondo comma, c.c., nonché la citata Determinazione Consob. In particolare i citati articoli del codice civile fanno espresso riferimento ai *principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea*.

L'Organismo Italiano di Contabilità ("OIC"), fondazione di diritto privato riconosciuta con legge 11 agosto 2014, n. 116 che partecipa al processo di elaborazione dei principi contabili internazionali adottati in Europa, ha pubblicato il principio contabile OIC 32 che ha lo scopo di disciplinare i criteri per la rilevazione, classificazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati, nonché le tecniche di valutazione del *fair value* degli stessi e le informazioni da presentare nella nota integrativa al bilancio. Il principio si applica alle società che redigono il bilancio in base alle disposizioni del codice civile.

Il principio OIC 32 afferma che la relazione di copertura soddisfa i criteri di ammissibilità per la contabilizzazione delle operazioni di copertura se, e soltanto se, tutte le seguenti condizioni sono soddisfatte:

a) la relazione di copertura consiste solo di strumenti di copertura ammissibili ed elementi coperti ammissibili;

b) ai sensi dell'articolo 2426 comma 1, numero 11-*bis*, del codice civile "si considera sussistente la copertura in presenza, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura". Pertanto, all'inizio della relazione di copertura vi è una designazione e una documentazione formale della relazione di copertura, degli obiettivi della società nella gestione del rischio e della strategia nell'effettuare la copertura. La documentazione deve includere l'individuazione dello strumento di copertura, dell'elemento coperto, della natura del rischio coperto e di come la società valuterà se la relazione di copertura soddisfa i requisiti di efficacia della copertura (compresa la sua analisi delle fonti di inefficacia della copertura e di come essa determina il rapporto di copertura);

c) la relazione di copertura soddisfa tutti i seguenti requisiti di efficacia della copertura:

i. vi è una relazione economica tra l'elemento coperto e lo strumento di copertura. Ciò implica che il valore dello strumento di copertura varia al variare, in relazione al rischio oggetto della copertura, nella direzione opposta di quello dell'elemento coperto. Ci si deve pertanto attendere una variazione sistematica del valore dello strumento di copertura e del valore dell'elemento coperto in conseguenza ai movimenti della stessa variabile sottostante. La verifica di tale relazione economica può avvenire sia in termini *qualitativi* sia *quantitativi*;

ii. l'effetto del rischio di credito della controparte dello strumento finanziario derivato e dell'elemento coperto, qualora il rischio di credito non sia il rischio oggetto di copertura non prevale sulle variazioni di valore risultanti dalla relazione economica. Pertanto ci si attende che

il rischio di credito non incida significativamente sul *fair value* dello strumento di copertura e dell'elemento coperto;

iii. viene determinato il rapporto di copertura pari al rapporto tra le quantità di strumenti finanziari derivati utilizzati e le quantità di elementi coperti. Normalmente questo rapporto è 1:1 (uno strumento finanziario derivato copre esattamente l'elemento coperto) sebbene in alcuni casi possa essere differente. Il calcolo del rapporto di copertura deve essere tale da non determinare *ex ante* l'inefficacia della copertura (esempio copertura di un nozionale superiore di quello dell'elemento coperto).

La verifica della relazione economica avviene in via *qualitativa* quando gli elementi portanti dello strumento di copertura e dell'elemento coperto corrispondono o sono strettamente allineati. Sono elementi portanti: l'importo nominale; la data di regolamento dei flussi finanziari; la scadenza e la variabile sottostante. In tal caso è possibile concludere che il valore dello strumento di copertura evolve nella direzione opposta di quello dell'elemento coperto per effetto di uno stesso rischio e che, quindi, tra elemento coperto e strumento di copertura esiste una relazione economica non casuale. In ogni caso è necessario verificare la sussistenza del requisito di cui al punto *c)*, *ii)*, sopra citato.

Per una valutazione sotto il profilo *quantitativo* della relazione economica è possibile ricorrere a varie metodologie, anche statistiche, normalmente utilizzate in azienda nell'attività di *risk management*. L'esistenza di una correlazione statistica ⁽¹⁾ fra due variabili rappresenta un'utile indicazione che potrebbe esistere una relazione economica efficace tra lo strumento di copertura e l'elemento coperto.

In alcune circostanze, specialmente in presenza di variabili sottostanti differenti tra elemento coperto e strumento di copertura, può essere necessario corroborare la mera analisi statistica con altre valutazioni quantitative quali ad esempio le tecniche utilizzate per la determinazione del livello di inefficacia e la tecnica del derivato ipotetico o altre metodologie quali, ad esempio, studi di sensitività. La valutazione in via *quantitativa* della relazione economica può essere utilizzata per il calcolo della componente di inefficacia della copertura da determinare per le coperture dei flussi finanziari.

I principi contabili distinguono la copertura di *fair value* e la copertura di flussi.

La copertura di *fair value* può essere attivata solo se il *fair value* dell'elemento coperto, con riferimento al solo rischio oggetto di copertura, può essere valutato attendibilmente secondo le disposizioni e i criteri indicati nell'Appendice B dell'OIC 32.

La copertura di *fair value* è attivabile quando l'elemento coperto è un'attività o una passività iscritta in bilancio oppure un impegno irrevocabile.

La copertura di *fair value* lungo la sua durata deve essere contabilizzata come segue:

a) lo strumento di copertura (cioè lo strumento finanziario derivato) deve essere valutato al *fair value* e quindi rilevato nello stato patrimoniale come un'attività o una passività;

b) l'elemento coperto è valutato nei seguenti modi:

i. nel caso di un'attività o una passività iscritta in bilancio, il valore contabile è adeguato per tener conto della valutazione al *fair value* della componente relativa al rischio oggetto di copertura. L'adeguamento del valore contabile di un'attività avviene nei limiti del valore recuperabile;

ii. nel caso di un impegno irrevocabile, il *fair value* della componente relativa al rischio oggetto di copertura è iscritta nello stato patrimoniale come attività o passività nella voce di stato patrimoniale che sarà interessata dall'impegno irrevocabile al momento del suo realizzo.

In un'operazione di copertura dei flussi finanziari l'obiettivo strategico della direzione aziendale è di norma quello di stabilizzare i flussi finanziari attesi di un elemento coperto quale,

⁽¹⁾ Per correlazione statistica si intende una relazione tra due variabili statistiche tale che a ciascun valore della prima variabile corrisponda con una "certa regolarità" un valore della seconda. Non si tratta necessariamente di un rapporto di causa-effetto, ma semplicemente della tendenza di una variabile a variare in funzione di un'altra. Talvolta le variazioni di una variabile dipendono dalle variazioni dell'altra, talvolta sono comuni e talvolta sono reciprocamente dipendenti.

ad esempio, l'interesse variabile pagato periodicamente su un debito finanziario, un impegno all'acquisto o vendita di beni, oppure un'operazione programmata altamente probabile dalla quale scaturirà per esempio un acquisto o una vendita di beni.

Possono essere oggetto di copertura di flussi finanziari attività, passività, impegni irrevocabili, operazioni programmate altamente probabili o esposizioni aggregate.

In estrema sintesi, i principi contabili, recepiti dall'ordinamento civilistico tramite gli espliciti richiami sopra citati impongono un criterio oggettivo per misurare scientificamente ed oggettivamente la correlazione ed evitare che tale giudizio sia lasciato alle interpretazioni soggettive.

La Determinazione Consob citata dalla Cassazione nella sentenza che si commenta ripercorre questo approccio stabilendo che una operazione in strumenti finanziari per essere considerata di copertura deve possedere i seguenti requisiti: a) le operazioni 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 di interesse, tipologia, ecc..) dell'oggetto di 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.

Preliminarmente si noti che se lo scopo del contratto di *swap* è di perfetta copertura gli elementi essenziali dello strumento finanziario derivato (data di inizio, data di scadenza, ammontare nozionale, durata dei periodi di interessi e identità dell'indice di riferimento *Euribor*) devono coincidere con quelli dell'indebitamento il cui rischio di variazione dei tassi si vuole coprire. Ad esempio se il cliente vuole coprire il rischio di tasso di un mutuo ventennale a tasso variabile pagato trimestralmente (*Euribor*) il derivato finanziario per essere di perfetta copertura deve decorrere e terminare nelle stesse date del mutuo, deve pagare interessi alle stesse date trimestrali del mutuo, il parametro di riferimento del tasso variabile del derivato deve essere uguale a quello del mutuo ed il nozionale del derivato deve essere uguale a quello del mutuo (ad esempio se il mutuo ha un piano di ammortamento il nozionale del derivato deve risultare speculare).

Quanto sopra rappresenta l'ipotesi di perfetta copertura che nasce dalla *perfetta correlazione* tra il contratto derivato e l'indebitamento del cliente: in questo caso il test di correlazione mostra che alla variazione di valore dell'indebitamento corrisponde la stessa variazione (di segno contrario) di valore del derivato.

La realtà fattuale assolutamente più comune è rappresentata da finalità di copertura non perfetta. Gli operatori economici infatti possono preferire ad esempio di coprire soltanto una parte dell'indebitamento o di coprirlo per una durata temporale più corta. Al contrario possono preferire di coprirsi per un ammontare maggiore dell'indebitamento esistente al momento in cui si contrae il derivato in previsione dell'aumento del proprio indebitamento. Oppure possono preferire coprirsi per una durata superiore a quella dell'indebitamento esistente al momento in cui si contrae il derivato in previsione dell'aumento del proprio indebitamento. In questi casi si parla comunemente di strategia di *overhedging*.

Le differenze tra lo strumento derivato e l'indebitamento possono essere le più varie: le date di inizio e fine della copertura, le date di pagamento degli interessi, il periodo di calcolo degli interessi, parametro di riferimento per la determinazione degli interessi ecc.. Ad esempio è intuibile che la correlazione rimane quasi perfetta se il derivato nato lo stesso giorno del mutuo ventennale scade un mese prima del mutuo stesso.

Altri casi di perfetta copertura si possono avere anche quando lo strumento derivato presenta caratteristiche finanziarie che sono uguali alla media delle caratteristiche finanziarie di due o più debiti sottostanti. In questo caso il derivato non presenta alcuna caratteristica uguale a quella dei singoli debiti sottostanti, ma ciò non toglie che la copertura sia perfetta.

E assai comune ad esempio che una impresa abbia indebitamento derivante da aperture di credito in conto corrente (che sono per definizione a tasso variabile), da sconto o anticipo di fatture o altre forme di indebitamento valide a revoca o con scadenze brevi e spesso con banche diverse. La somma di queste forme di indebitamento può variare nel tempo, ma l'imprenditore

può considerare uno “zoccolo duro” medio al di sotto del quale il suo indebitamento di questo tipo non scende mai nel tempo. Uno sconto o un anticipo di fatture è un finanziamento tecnicamente a tasso fisso con durate generalmente brevi (pari alla vita residua del credito scontato e/o anticipato). La banca di norma mette a disposizione una apertura di credito per sconto o anticipo fatture ed ogni utilizzo avviene per singoli crediti con l'applicazione di un tasso fisso. Non c'è dubbio che il ripetersi degli utilizzi di apertura di credito espone l'accreditato al rischio di variazione dei tassi di interesse che — sebbene fissi — vengono applicati con alta frequenza temporale da risultare di fatto più variabili di un mutuo a tasso variabile il cui periodo di interessi e relativo parametro di riferimento sia l'*Euribor* trimestrale, semestrale o annuale.

In tal caso l'imprenditore riduce il rischio di innalzamento dei tassi di interesse del suo indebitamento — almeno sullo “zoccolo duro” dello stesso — attraverso un contratto derivato in base al quale paga un tasso fisso e riceve il tasso variabile di fatto coprendosi, seppur in maniera non perfetta, da tale rischio. Questa strategia è nota con l'espressione *cashflow hedging*.

Risulta molto comune l'approccio di copertura dell'indebitamento complessivo attraverso un contratto derivato finalizzato a perseguire *effettivamente* la copertura di una serie articolata di debiti distinti, con decorrenza, scadenza e remunerazioni diverse intercorrenti con diverse banche e finanziatori. In tal caso il contratto derivato non si confronta con singole e specifiche operazioni sottostanti con copertura commisurata in modo puntuale sul rischio inerente a singoli debiti.

L'*id quod plerumque accidit* nel mondo finanziario è l'utilizzo degli strumenti derivati a fini di copertura non perfetta. È assai comune infatti che una impresa che desidera coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi di interesse esegua coperture parziali e non perfette.

La flessibilità degli strumenti finanziari derivati, la variegata composizione dell'indebitamento dei clienti degli intermediari ha comportato la necessità di individuare un test oggettivo per misurare la correlazione tra derivato ed indebitamento di cui si presume la copertura.

Da qui la non condivisibilità dell'affermazione in assoluto della Corte di Cassazione che un contratto derivato a copertura di un indebitamento complessivo composto da una serie articolata di debiti distinti, con decorrenza e remunerazione diverse non può considerarsi di copertura in quanto non rispetta il requisito di elevata correlazione. Conseguentemente il derivato non supererebbe il giudizio di meritevolezza.

La meritevolezza del contratto derivato di copertura va misurata non solo alla luce delle prescrizioni di cui all'art. 21 TUF e all'art. 26 Reg. Consob *cit.*, ma anche in base alla verifica dell'effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la citata Determinazione. Tale verifica — in particolare l'*elevata* (e, si badi, non *perfetta*) correlazione — tra il derivato e l'indebitamento che si vuole coprire va eseguita in maniera oggettiva in ossequio alle norme del nostro ordinamento che richiamano i principi contabili e quindi i test di correlazione sopra descritti. In altre parole la elevata correlazione dovrebbe essere il risultato non di un giudizio soggettivo, ma di un test universalmente utilizzato.

In molti casi concreti per giudicare l'elevata correlazione sono necessarie notevoli competenze matematico finanziarie e data l'elevata complessità di misurazione del test contabile il giudice potrebbe avvalersi delle competenze di un CTU. Il giudizio sull'esistenza della elevata correlazione dovrebbe derivare dal rispetto delle soglie del test e non da altri parametri.

Affermare il principio che *a priori* manca l'elevata correlazione tra contratto derivato ed indebitamento complessivo significherebbe negare l'applicazione dei principi contabili e creerebbe un ulteriore indebolimento del nostro mercato finanziario inducendo gli operatori a scelte di legge e giurisdizione straniera, fenomeno tutt'altro che in disuso.

Un'ultima chiosa in merito alla sentenza in esame riguarda l'affermazione incidentale che i contratti derivati hanno il meccanismo del differenziale come base comune (punto 6 “*l'operatività in derivati in genere — e pure quella in derivati IRS in specie — si manifesta molto variegata, al di là della notazione (appena identificativa di una base comune, in fondo) che gli stessi si realizzano attraverso il meccanismo del differenziale*”).

L'esame delle strutture giuridiche dei numerosi e diversi contratti derivati, che in questa sede non è possibile eseguire, porta a riconoscere che tutti i contratti derivati sono riconducibili a cinque prototipi cioè a strutture negoziali che si ripetono sebbene utilizzando parametri di riferimento e *nomen* diversi. Uno solo di questi prototipi è riconducibile al contratto differenziale, a cui, peraltro, non appartiene l'*interest rate swap*.

Il primo prototipo è quello dello *swap di pagamenti*, cioè quel contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi. La causa è quella di scambio di obbligazioni di pagamento. Il valore positivo emerge dallo scambio in se stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è, appunto, lo scambio dei pagamenti, che ha ragion d'essere di per sé ed ha una sua positiva funzione sociale. Il contratto è pertanto commutativo, ed i motivi per i quali le parti contraggono sono irrilevanti ai fini della determinazione della fattispecie. Si tratta di un contratto atipico.

A tale prototipo sono riconducibili gli *swap* sugli interessi e sulle divise (*interest rate swap* o, in breve, "Irs" e *interest rate and currency swap* o, in breve, "Ircs"), i *total rate of return swap* tra i derivati di credito, i *total return equity swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement* ⁽²⁾, i *total return fund swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*. Inoltre, possono essere ricondotti a tale prototipo anche i *commodity swap* ed i *weather index swap* con pluralità di pagamenti, entrambi contratti che prevedono il pagamento di più differenziali nel tempo.

Il secondo prototipo è quello del contratto differenziale semplice, il quale può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e, contestualmente, l'altra parte si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto, in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto.

Sono riconducibili a questo prototipo gli *swap* domestici (*domestic currency swap*), i *fra* o *forward rate agreements*, i *financial futures* su indici, i *financial futures* su tassi di interesse, i *financial futures* su azioni, gli *equity forward* con *cash settlement*, i *fund forward* con *cash settlement*, i *commodity forward* con *cash settlement*, i *weather index swap* con singolo pagamento, i *forward* su indici economici e i *credit spread swap*.

In queste fattispecie appare evidente che la volontà delle parti è quella di effettuare un pagamento differenziale, e non sarebbe nemmeno possibile ricostruire diversamente la volontà contrattuale come modalità di esecuzione di un contratto di compravendita (nell'alveo del quale una dottrina ormai datata ha fatto ricadere il contratto differenziale semplice, togliendogli ogni autonomia giuridica). Si ricordi anche che lo *swap* domestico, tra l'altro, nasce dall'esigenza di superare un divieto normativo relativo alle compravendite a termine di divise.

Il terzo prototipo è quello del contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento (contratto di pagamento condizionato). Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio.

Sono riconducibili a questo prototipo i contratti di opzione sui tassi di interesse (*interest rate option*), i *commodity call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati meteorologici, i *credit default swap* tra i contratti derivati di

⁽²⁾ La differenza tra *cash settlement* e *physical settlement* consiste nel fatto che gli importi dovuti dalla parte tenuta ad eseguire la propria prestazione "possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti" alla relativa data di scadenza (in tal senso v. art. 1, comma 2, lett. d) del t.u.f.).

credito, le *economic call* o *put option* tra i derivati su indicatori economici ed i *catastrophe swap*.

Il quarto prototipo è quello tipico della *compravendita*, e cioè lo scambio di bene contro prezzo. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo i *financial futures* su titoli di stato e su titoli obbligazionari, i *financial futures* su merci, gli *equity forward* con *physical settlement*, i *fund forward* con *physical settlement* ed i *commodity forward* con *physical settlement*, quali i contratti derivati su metalli preziosi ed energie.

Il quinto ed ultimo prototipo è quello tipico del contratto di *opzione* (art. 1331 c.c.), e cioè quel contratto in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta. Alla controparte spetta il diritto di concludere, o meno, un secondo contratto, il quale può essere uno dei contratti elencati in precedenza. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo le opzioni su *swap*, su titoli, su divise, su indici, le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, i *credit spread options*.

Appare chiaro che i cinque prototipi presentano contratti con cause giuridiche diverse e, pertanto, non risulta corretto l'approccio di chi affronta questo tema cercando di offrire una definizione onnicomprensiva del "contratto derivato". Non esiste, infatti, un unico prototipo, e spesso si assiste a tale confusione quando si estendono o generalizzano considerazioni pertinenti ad un prototipo a tutti i contratti derivati. Non appare nemmeno condivisibile il recente orientamento minoritario che considera i contratti derivati come scommesse legalmente autorizzate, facendo rientrare nella causa del non meglio specificato contratto derivato anche le modalità di calcolo del *mark-to-market* e gli scenari probabilistici: elementi che in diversi contratti derivati non hanno nemmeno senso di esistere, e né si può pensare che possano essere oggetto di un accordo delle parti.

Per concludere su questo punto si deve evitare di cercare "a tutti i costi" di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà giuridiche tra loro diverse ⁽³⁾.

Appaiono pertanto metodologicamente incomprensibili ed errate le affermazioni "il contratto derivato è un contratto aleatorio[...]"; "il contratto derivato è un contratto commutativo[...]"; "la causa del contratto derivato è [...]"; "il contratto derivato è per sua stessa natura negozio ad alto rischio[...]"; ⁽⁴⁾ "il contratto derivato rientra nella categoria della scommessa legalmente autorizzata[...]"; ⁽⁵⁾ e simili. Tali affermazioni dovrebbero avere un soggetto più specifico in quanto potranno essere corrette solo se riferite a certe fattispecie di derivati ed errate se riferite ad altre. Semplicemente, non esiste una fattispecie giuridica di contratto derivato: essi si attuano attraverso cinque diverse strutture giuridiche: due tipiche e commutative (*compravendita* ed *opzione ex art. 1331 c.c.*), una atipica e commutativa (*swap* di pagamenti) e due atipiche ed aleatorie (*differenziale* e contratto di pagamento condizionato).

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

⁽³⁾ Vi è chi ha tentato di costruire una definizione giuridica del contratto derivato, ma tale tentativo si deve arrendere di fronte al fatto che non esistono sufficienti elementi giuridici comuni a tutte le fattispecie. Ad esempio, GIRINO, *I contratti derivati*, 2001, Milano, Giuffrè, 46 ss. e 141, "impone" caratteristiche comuni ai contratti che in realtà mancano in numerose fattispecie: il differenziale come oggetto del contratto o l'aleatorietà. Tale confusione porta paradossalmente ad escludere dal novero dei contratti derivati alcuni tra i principali contratti derivati che la prassi conosce e cioè il *credit default swap* ed il *total return swap* (*op. cit.*, 142). Oppure porta ad elaborare una definizione di alcuni contratti che non corrisponde alla realtà (ad esempio, l'*interest rate swap* viene "forzato" ad essere un contratto che ha per oggetto il differenziale tra due tassi di interesse, mentre il tipo contrattuale che il mondo finanziario conosce risulta essere ben diverso e sicuramente non un contratto per differenze).

⁽⁴⁾ Trib. Milano, 18 febbraio 2014.

⁽⁵⁾ Cass. 8 maggio 2014, n. 9996, in *N. giur. comm.*, 2014, 1099, con nota di BERTI DE MARINIS.