

ARTICOLO

La questione del *mark to market* negli *interest rate swap* alla luce della pronuncia delle Sezioni Unite n. 8770/2020

- A cura del Dottor Marco De Leonardis

Nell'immaginario collettivo, quando si parla di strumenti finanziari derivati si pensa a prodotti particolarmente complessi e rischiosi, destinati esclusivamente ad investitori esperti ed avvezzi al rischio.

Le analisi di mercato dimostrano, invece, che essi sono diffusi, anche in modo rilevante, tra i clienti cosiddetti *retail*.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono di recente intervenute con una pronuncia (sentenza n. 8770 del 2020) che mira a far chiarezza su alcuni aspetti rilevanti di questa particolare categoria di strumenti finanziari.

1. Una sintetica panoramica sui derivati: gli *swap* e il tasso di interesse

I derivati sono classificati fra gli strumenti finanziari nell'allegato I sez. C della direttiva Mifid II [1]. Il legislatore italiano ha recepito la disposizione europea [2] che ha modificato nello specifico l'art. 1 comma 2 TUF [3] il quale rimanda all'allegato I sez. C TUF, che richiama espressamente la predetta direttiva. I derivati, quindi, sono dei contratti atipici nominati, ossia non presentano una specifica disciplina nel Codice civile o in altre leggi speciali.

Sono state individuate le caratteristiche fondamentali di tali strumenti, i quali incorporano indici o posizioni di rischio, dando vita a flussi finanziari parametrati all'andamento di un sottostante al quale il derivato è indicizzato.

In particolare, tra i derivati ci si sofferma sullo *swap* definito dalla giurisprudenza di legittimità come quel contratto in cui due parti convengono di scambiarsi, in tempi prefissati, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri presi come sottostante, generalmente il tasso d'interesse o di cambio da applicarsi ad un medesimo capitale di riferimento, detto capitale nozionale [4].

[1] Direttiva n. 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

[2] D. Lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

[3] D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

[4] Corte Cass. Sent. 5114/2001; Corte Cass. Sent. 10598/2005.

Gli *interest rate swap* sono quei derivati strutturati con le seguenti caratteristiche:

- (i) devono avere come sottostante due tassi di interesse, l'uno fisso l'altro variabile con corrispettiva data di rilevazione del tasso suddetto;
- (ii) un capitale nozionale; devono individuare il lasso di tempo che intercorre fra due date di pagamento successive e devono individuare allo stesso modo le convenzioni di calcolo per la determinazione dei giorni utilizzati per il calcolo degli interessi.

Lo strumento, inoltre, può essere reso più complesso tramite l'aggiunta di ulteriori componenti derivate.

In merito a tali prodotti occorre sottolineare che essi nascono come "strumenti su misura", ossia costruiti per le specifiche esigenze del singolo investitore e perciò non sono standardizzati e negoziati su *trading venues*, si parla quindi di derivati OTC (*over the counter*).

2. La questione del *mark to market*

Il *mark to market* ("MtM") è un concetto di origine prettamente finanziaria ma, nonostante ciò, è richiamato, seppure in via indiretta, in alcune disposizioni normative, ovvero: l'art. 203 comma 2 TUF che rimanda all'art. 76 l. fall, il quale però non ne fornisce una specifica definizione.

La Corte di Cassazione [5] chiarisce che il MtM è il costo di sostituzione ovvero di chiusura anticipata di una posizione in un dato momento, ossia una tecnica di valutazione da contrapporsi al criterio del costo storico.

La giurisprudenza in materia di derivati, in caso di mancata indicazione del MtM, è sostanzialmente divisa in due filoni contrastanti:

- ▶ Il primo salda la carenza dell'informazione in materia di MtM alla violazione degli obblighi informativi. Si sostiene che la carenza dell'informazione su tale elemento sia da riconnettersi alla violazione dell'art. 21 comma 1 lett. a) TUF, ossia gli obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza nel rapporto intermediario - investitore, così da incardinare una tutela di natura risarcitoria, in sostanziale continuità con la giurisprudenza delle sentenze c.d. Rordorf [6].
- ▶ Altro filone ha come primo precedente una pronuncia della Corte di Appello di Milano [7]. Tale arresto muove da un assunto totalmente diverso rispetto al primo filone giurisprudenziale, ovvero, la razionalità dell'alea negli strumenti finanziari derivati. Questa si esplicita nella possibilità di prevedere il futuro andamento dello strumento. La carenza del MtM comporterebbe, secondo tale analisi, alla impossibilità di prevedere il futuro andamento dello strumento, con la conseguenza che il derivato diverrebbe una pura scommessa. Lo strumento sarebbe, quindi, privo di causa in concreto e di conseguenza nullo.

[5] Corte Cass. Sent. n. 9644/2016; Corte. Cass. Sent. n. 14059/2016.

[6] Corte Cass. Sez. Un. 26724/2007 e Corte Cass. Sez. Un. 26725/2007.

[7] Corte di Appello di Milano, Sent.3459/2013.

La ricostruzione della Cassazione [8] circa la validità di uno strumento finanziario derivato è stata operata, precedentemente, con riguardo alla finalità a cui lo strumento era preordinato: ossia *l'hedging* o il *trading*. Uno strumento nato con la finalità di *hedging*, ma privo delle apposite caratteristiche individuate dalla Consob [9] sarebbe stato da qualificarsi come prodotto di *trading*, perciò, nel caso di specie nullo per difetto di causa in concreto.

3. La sentenza delle Sezioni Unite 8770 del 2020

In materia di derivati si sono pronunciate di recente le Sezioni Unite risolvendo un giudizio tra una Pubblica Amministrazione e un intermediario bancario.

La sentenza è di grande rilievo, in quanto le Sezioni Unite per la prima volta hanno di fatto ricostruito la definizione di strumento finanziario derivato e hanno analizzato la valenza del MtM negli *interest rate swap*. Dalla pronuncia si può rilevare come il Supremo consesso dia rilievo non solo al MtM ma anche agli scenari probabilistici nel giudizio di validità del contratto. Il solo MtM rappresenta infatti una mera espressione di natura quantitativa dell'alea assunta dal contraente ed in quanto tale non esaurisce la valutazione a cui è chiamato, in ogni caso, il Giudice nella valutazione circa la validità del contratto.

Gli scenari probabilistici, invece, esplicherebbero un giudizio di natura qualitativa dell'alea assunta dai contraenti. L'effettiva valenza degli scenari probabilistici è alquanto dibattuta, non vi è infatti alcuna definizione unitaria nel nostro ordinamento di tale concetto finanziario; se ne registra solo un mero richiamo nella comunicazione della Consob [10] sui prodotti illiquidi nella quale è consigliato che, nella negoziazione di prodotti che includono rischi complessi, vada esplicito il possibile rendimento che gli investitori possono attendersi.

Nella lettura fornita dalla sentenza della Corte di Cassazione è del tutto assente una definizione di scenario probabilistico, perciò il concetto appare ancora indefinito. Si possono però provare ad evidenziare degli elementi: lo scenario probabilistico è da escludersi essere una previsione dell'andamento dell'investimento, ma al contrario esso apparirebbe come una mera stima delle varie possibilità di andamento dell'investimento.

Sotto tale aspetto si può evidenziare il legame fra scenari probabilistici e MtM. Essi sono valori operanti su piani diversi, rispettivamente l'uno qualitativo l'altro quantitativo ma legati alla dimensione degli obblighi di trasparenza, correttezza e buona fede nella contrattazione.

La violazione di tali norme farebbe ingenerare una responsabilità di natura obbligatoria in capo agli intermediari, ma non potrebbe cagionare la sanzione della nullità.

Si devono sottolineare, però, le conclusioni della Corte, la quale ha invece sottolineato che la carenza di MtM e degli scenari probabilistici è causa di nullità del contratto.

Non si deve allo stesso tempo tralasciare, però, la circostanza che la sentenza si riferisce ad

[8] Corte Cass. Sent. 19013/2017.

[9] Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999.

[10] Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009.

una fattispecie in cui è parte un soggetto pubblico sottoposto a particolari forme di vincolo [11].

4. Qualche riflessione conclusiva

La Cassazione ha certamente reso una importante sentenza, ma la forza espansiva esterna del principio enunciato è dubbia, soprattutto nel rapporto cliente *retail* – intermediario, tanto che l'ACF [12], con pronuncia successiva a quella delle Sezioni Unite, ha affermato che l'MtM non è elemento essenziale dei contratti derivati, come ribadito anche da una parte della giurisprudenza di merito [13].

In conclusione, non si può che attendere di esaminare come la giurisprudenza successiva intenderà risolvere il problema – ancora attuale - della tutela dell'investitore *retail*, questione che appare tutt'altro che conclusa e sulla quale torneremo sicuramente ad aggiornarvi.

[11] In base agli artt. 182ss. TUEL, le fasi di gestione della spesa dell'Ente locale sono l'impegno, la liquidazione, l'ordinazione ed il pagamento. L'impegno, che è la prima delle fasi di spesa, prevede che a seguito della nascita di un rapporto obbligatorio, con conseguente individuazione del soggetto creditore e della somma da corrispondersi, venga costituito un vincolo di spesa sul bilancio. I derivati, in quanto strumenti aleatori, di per sé non permettono una quantificazione precisa dell'impegno di spesa dal quale prevedere il vincolo in bilancio il quale dovrebbe, invece, avere carattere di certezza e precisione. Si evince, quindi, che i derivati risultano degli strumenti che non permettono una indicazione certa di spesa, perciò, sono difficilmente compatibili con la normativa sul bilancio della Pubblica Amministrazione.

[12] ACF, decisione 2678 del 16 giugno 2020.

[13] Trib. Milano Sent. 6224/2020; Corte Appello Milano Sent. 2003/2020.