

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Manipolazione dell'Euribor e nullità contratti di finanziamento a tasso variabile: “ci risiamo”!

SOMMARIO: 1. Ancora una sentenza della Cassazione sui rapporti tra *public* e *private enforcement* del diritto della concorrenza nel mercato bancario-finanziario – 2. Il caso “*Euro Interest Rate Derivatives*” e gli accertamenti condotti dalla Commissione – 3. Alcuni chiarimenti sul procedimento di *fixing* dell'Euribor e sui possibili rischi di manipolazione – 4. I finanziamenti a tasso variabile non sono “contratti a valle”, neppure se stipulati da banche aderenti al cartello: la manipolazione dell'Euribor non è l'oggetto dell'intesa, ma semplice mezzo per trarre un vantaggio sul mercato dei derivati – 5. L'impossibilità di predicare la nullità dei contratti di finanziamento a tasso variabile (così come dei contratti derivati) conclusi da banche non aderenti al cartello – 6. Le condotte manipolative come fatto illecito ai sensi dell'art. 2043 c.c.: il diritto al risarcimento dei danni verso le banche autrici della manipolazione come rimedio esperibile anche dai clienti di banche terze – 7. Perché nel caso della manipolazione dell'Euribor il rimedio risarcitorio è preferibile, a livello sistemico, rispetto alla declaratoria di nullità parziale dei tassi variabili influenzati dalla manipolazione.

1. Ancora una sentenza della Cassazione sui rapporti tra public e private enforcement del diritto della concorrenza nel mercato bancario-finanziario

In un saggio pubblicato nel 2006 Paolo Ferro-Luzzi rilevava come sia caratteristica, a suo giudizio «tutta italiana», che con una certa periodicità in ordine alla attività delle banche emergano «problemi, diciamo meglio contestazioni e rilievi critici, di rilevante portata pratica, ma spesso anche tecnico giuridica», per il cui esame l'impulso iniziale viene dalla magistratura, che, talora anche in funzione di supplenza del legislatore, si propone di «”fare giustizia” di reali o presunti torti e disfunzioni» subite dai clienti; problemi e rilievi critici che alimentano poi un enorme contenzioso, rispetto al quale manca tuttavia, alla fine, non solo un'analisi dei costi e benefici per il sistema delle soluzioni proposte ma anche un'analisi dell'utilità in concreto ritratta, alla conclusione del giudizio, da chi decida di affrontare tali iniziative giudiziarie. Una situazione, questa, pressoché ciclica e che in quell'occasione – si trattava, allora, del tema della rilevanza o meno della CMS ai fini del calcolo della soglia usura – lo indusse, con quel

misto di arguzia e disincanto che gli era consueto, a commentare: “ci risiamo”¹.

La riflessione e il caustico commento del Maestro mi sono entrambi subito tornati alla mente quando Filippo Sartori mi ha chiesto di intervenire a questo seminario. Mi è tornata in mente, innanzitutto, la riflessione generale: nella questione – ma in questo caso non solo italiana² – dell’incidenza che il provvedimento della Commissione UE che ha accertato il cartello tra alcune primarie banche europee finalizzato ad alterare la concorrenza sul mercato dei “*Derivati sui tassi di interessi in euro*”, e che si è manifestato principalmente (seppure non solo) attraverso comportamenti collusivi volti a manipolare il meccanismo di fissazione dell’*Euribor*, può dispiegare sui contratti di finanziamento a tasso variabile che stabiliscono il saggio di interesse rapportandosi a tale parametro si rintracciano, infatti, evidentemente alcune delle caratteristiche indicate, ossia di vicenda dalle rilevanti implicazioni pratiche non meno che di delicate questioni tecnico-giuridiche e generatrice di disfunzioni nello sviluppo dei rapporti bancari. Ma mi è venuto spontaneo anche pensare al caustico commento, giacché nella risposta che la Cassazione ha inteso dare con

¹ Così P. FERRO-LUZZI, *Ci risiamo. (A proposito dell’usura e della commissione di massimo scoperto)*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 671 ss.

² La questione si viene ponendo anche in altre giurisdizioni dell’Unione. Particolarmente sviluppato rispetto ai finanziamenti ipotecari è il contenzioso in Spagna, dove manca ancora, a quanto mi consta, una decisione del *Tribunal Supremo*. Le pronunce dei giudici di merito non sembrano esprimere, a tutt’oggi, un orientamento univoco in relazione ai presupposti in presenza dei quali può essere accolta la domanda dei prenditori: per una ricognizione degli orientamenti giurisprudenziali cfr. F. MARCOS FERNANDEZ, *Acciones indemnizatorias por la manipulación de los índices de tipos de interés en hipotecas referenciadas al EURIBOR*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2022, 125 ss.). Quel che, tuttavia, mi sembra costituire un dato costante nell’esperienza giurisprudenziale spagnola è la circostanza che l’unico rimedio considerato suscettibile di essere accolto è rappresentato dall’azione di risarcimento dei danni per aumento del costo del finanziamento sostenuto in ragione delle condotte di manipolazione, mentre si esclude – diversamente da quanto ha ritenuto la Cassazione nell’ordinanza del 13 dicembre 2023, e dalla cui analisi muove il presente contributo – la possibilità di considerare nulle le clausole determinative del tasso variabile rapportate ad un *Euribor* manipolato. Si tratta di un esito che è probabilmente conseguenza del fatto che nella riflessione giuridica spagnola la tesi della nullità del contratto a valle non sembra avere grande seguito: cfr. sul tema, per indicazioni riassuntive J. MARTÍ MIRAVALLS, *Nulidad y Derecho de la Competencia*, Pamplona, 2021.

l'ordinanza del 13 dicembre 2023 n. 34889 – con una accelerazione per certi versi imprevista, e che rasenta a ben vedere una forzatura rispetto alle stesse prassi di funzionamento interne della Corte³ – non solo si apre la strada a un contenzioso potenzialmente amplissimo, ma si ripropone anche meccanicamente, e addirittura spingendola a conseguenze estreme e dalle ricadute sistemiche non facilmente prevedibili, la tesi sostenuta dalle Sezioni Unite con la sentenza del 30 dicembre 2021 secondo cui l'esistenza di un'intesa restrittiva della concorrenza, là dove la sua attuazione abbia una qualche incidenza su rapporti contrattuali che si collocano a valle della stessa, ne determinerebbe una nullità parziale.

Sotto questo profilo la vicenda della manipolazione dei tassi *Euribor*, quali risultante all'esito del complesso procedimento svolto dalla Commissione⁴, e le cui conclusioni sono state, alla fine,

³ La questione del rapporto tra il cartello bancario – tradottosi anche in comportamenti collusivi implicanti la manipolazione dell'*Euribor* nel periodo 2007-2009 rilevati dalla Commissione nel caso AT. 39914 "*Euro Interest Rate Derivatives*" – e i finanziamenti a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro per la concretizzazione del tasso, e se si possa predicare la nullità dei secondi in conseguenza del cartello, era stata già sottoposta nel mese di giugno all'attenzione della Terza Sezione, ma in quell'occasione il Collegio – rilevando la «novità e importanza della questione» e la «indubbia valenza nomofilattica della decisione» – aveva ritenuto necessaria la fissazione della pubblica udienza (così Cass., 27 luglio 2023, n. 29946). Alla soluzione di rimettere la decisione in pubblica udienza si era orientata ancora la Terza sezione con l'ordinanza del 3 novembre 2023 n. 30601; ed in senso analogo, ossia per la opportunità della pubblica udienza, si era orientata, nel mese di maggio, anche la Procura Generale nell'ambito di un ricorso pendente in Prima sezione (lo si apprende dall'ordinanza 21 settembre 2023 n. 26991 che ha dichiarato l'estinzione del giudizio per la sopravvenuta rinuncia al ricorso). Sotto questo profilo, dunque, rispetto ad una giusta esigenza di vagliare in forma più meditata la questione attraverso il dispiegarsi ulteriore del contraddittorio assicurato dalla discussione in pubblica udienza, la frettolosa scelta dell'ordinanza n. 34889/2023 di pronunciare all'esito della camera di consiglio, poi ignorando l'orientamento assunto sul punto dalla sezione, appare davvero poco comprensibile.

⁴ Una delle peculiarità della vicenda è rappresentata dal fatto che la Commissione ha compiuto, in merito all'intesa, a cui aderivano sette banche, una valutazione scandita attraverso la consecuzione di due decisioni. A seguito dell'avvio dell'istruttoria – che è avvenuta su segnalazione di Barclays, che si è avvalsa delle disposizioni sui c.d. programmi di clemenza – Deutsche Bank, Société Générale e Royal Bank of Scotland hanno indirizzato alla Commissione proposte per definire per via transattiva, ai sensi dell'art. 10-bis del Regolamento 773/2004, le contestazioni rivolte nei loro confronti; ne è pertanto conseguita l'adozione, da parte della

definitivamente confermate anche dalla Corte di Giustizia⁵, si presenta particolarmente interessante. Come cercherò di illustrare, essa dimostra assai bene non solo la scarsa tenuta della tesi che pretende di individuare nell'intesa restrittiva della concorrenza una fattispecie invalidante, in tutto o in parte, i contratti che vi si collocano a valle, ma anche – e qui il discorso assume una piega più generale – quanto pericolosa sia la tendenza, sempre più diffusa, a volere estrarre dalle decisioni della Cassazione, specie quando si esprime a Sezioni Unite, delle regole di portata generale e astratta, senza tenere conto del fatto che ogni decisione, e dunque anche quella del giudice della nomofilachia, è sempre, e non può non essere, innanzitutto una regola del caso singolo, la cui appropriatezza (o se si preferisce la cui “giustizia”) non può prescindere da una puntuale analisi delle specificità del caso concreto che viene sottoposto al suo esame.

2. Il caso “Euro Interest Rate Derivatives” e gli accertamenti condotti dalla Commissione

Per inquadrare bene la questione e dimostrare – anticipo subito le mie conclusioni – come nella vicenda della manipolazione del tasso *Euribor* la soluzione della “nullità del tasso” dei contratti di finanziamento a tasso variabile che lo assumono come parametro non solo non regga, ma come il principio della nullità del contratto che si colloca a valle di un'intesa sia richiamato, a ben vedere, non del tutto a

Commissione, di una prima decisione in data 4 dicembre 2013, con cui è stata definita la posizione delle banche transigenti, e il successivo svolgimento del procedimento c.d. ordinario nei confronti delle tre banche restanti e non transigenti (Crédit Agricole; HSBC e JP Morgan), che è stato definito con la decisione del 7 dicembre 2016.

⁵ Cfr. C. Giust. UE sentenza 12 gennaio 2023 caso C-883/19 P, che pur parzialmente annullando la decisione del Tribunale di prima istanza (sentenza 24 settembre 2019- caso T-105/17), nel procedere all'esame nel merito delle censure sottese ai motivi di appello accolti (attinenti essenzialmente all'erroneo apprezzamento, da parte del Tribunale, dei profili di illegittimità sollevati con i motivi di ricorso, in particolare con riferimento al mancato esame del vizio di violazione della presunzione di non colpevolezza, conseguente allo svolgimento del c.d. «procedimento ibrido» e caratterizzato dal fatto che nella prima decisione – quella definita con la transazione nei confronti di alcuni dei partecipanti al cartello – sarebbero già stati esaminati fatti riguardanti le imprese che non avevano transatto optando per il procedimento ordinario) ha confermato le conclusioni raggiunte dalla Commissione.

proposito, ritengo necessario innanzitutto guardare più da vicino le peculiarità del cartello scrutinato dalla Commissione, e segnatamente ricostruire in maniera più puntuale, di quanto mi sembra usualmente avvenga⁶, non solo le caratteristiche dell'intesa sanzionata ma anche quello che è il meccanismo di formazione dell'*Euribor*.

Per quel che concerne il contenuto dell'accertamento condotto dalla Commissione quanto al modo d'essere e all'oggetto dell'intesa, due sono gli elementi che è essenziale, a mio avviso, tenere presenti.

Il primo aspetto attiene alle forme di manifestazione dell'intesa, che nel caso di specie si è connotata per essere priva di carattere negoziale, essendosi trattato di una concertazione realizzata per effetto di comportamenti che non conducono alla formalizzazione di alcun accordo tra i cartellisti. Quel che la Commissione ha accertato e sanzionato è stato, infatti, un reiterato scambio di informazioni tra banche, nell'ambito di rapporti in genere bilaterali ma assunti da ciascun cartellista nella consapevolezza dell'esistenza di una rete analoga di rapporti bilaterali tra altri cartellisti, e che riguardavano ora (i) le reciproche esigenze di fissazione di un certo livello dell'*Euribor* – al fine di ottimizzare, a determinate scadenze, il risultato delle posizioni detenute in relazione al portafoglio complessivo dei derivati – per poi di cercare di farle recepire in sede di meccanismo di definizione del medesimo (e su questo punto tornerò tra poco), ora (ii) più in generale di informazioni utili a rendere trasparenti e prevedibili i prezzi di negoziazione dei Derivati su tassi, i c.d. *EIRD*, rispetto ai quali le banche cartelliste operavano tutte anche come *market maker*⁷.

Il secondo aspetto, forse ancora più importante ai fini dell'analisi che occorre svolgere per la soluzione dei casi che si vengono portando all'attenzione della giurisprudenza, è l'individuazione dell'oggetto dell'intesa. Da questo punto di vista se si procede con la lettura integrale

⁶ Fa eccezione, tuttavia, la recentissima sentenza del Trib. Torino 29 gennaio 2024 (est. Astuni) il cui testo è disponibile su <https://dirittodelrisparmio.it>, che ricostruendo in maniera puntuale il contenuto essenziale delle decisioni della Commissione perviene a conclusioni difformi dall'ordinanza della Cassazione, e in linea con quelle sviluppate in questa sede.

⁷ Cfr. Commissione, decisione 7 dicembre 2016, Sezione 4, §§ 108-128.

del provvedimento⁸, senza dunque limitarsi alla sola sintesi di cinque pagine pubblicata in italiano sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea dell'8 aprile 2019, è agevole cogliere come l'oggetto della intesa non sia stato la manipolazione dell'*Euribor* in quanto tale: l'oggetto dell'intesa era ridurre, come detto, i fattori di incertezza nel posizionamento sul mercato degli *EIRD*, dove appunto tutte le banche cartelliste operavano quali *market maker*, e poi di ottimizzare i profitti a determinate scadenze tenuto conto della composizione del proprio portafoglio di derivati⁹.

Insomma, quel che è opportuno avere ben chiaro è che i comportamenti collusivi che la Commissione ha accertato, che si sono svolti a livello dei *trader* (ossia dei dipendenti che si occupavano della negoziazione dei derivati) e che si sono poi tradotti da parte delle banche cartelliste – che erano tutte anche componenti del più ampio *Panel* di istituti di credito che concorrono, con la trasmissione delle loro quotazioni dei tassi per i depositi a termine in euro sul mercato interbancario, a formare la base di calcolo su cui viene quotidianamente definito l'*Euribor* – nell'invio di valori per quanto possibile condivisi orientati ora verso il basso ora verso l'alto, in modo da provare a influire sul valore finale dell'*Euribor*, rilevava essenzialmente come *mezzo per poter ricavare un ritorno sulle posizioni in derivati complessivamente detenute*. Le banche cartelliste cercavano, in altri termini, di influenzare la formazione dell'*Euribor* non perché avessero come obiettivo di determinare il tasso di interessi sul mercato monetario in quanto tale, ma perché quella determinazione era strumentale ad un obiettivo più circoscritto che era di ottimizzare il profitto ritraibile dai derivati in portafoglio¹⁰. Il che spiega, allora, anche il motivo per cui alla base della manipolazione non vi era una strategia unica e sistematicamente preordinata in una specifica direzione – quale avrebbe potuto essere, invece, se l'obiettivo fosse stato, ad esempio, ottenere maggiori profitti nel mercato dei finanziamenti a tasso variabile, una strategia volta a

⁸ La decisione finale è disponibile, insieme con la *Settlement Decision*, nelle versioni in lingua inglese e francese sul sito <https://competition-cases.ec.europa.eu/cases>

⁹ Che nella prospettiva della decisione della Commissione il mercato del prodotto su cui l'intesa ha inciso sia quello dei derivati e dell'operatività in derivati emerge con chiarezza sin dalla sezione 2.2., §§ 4-48.

¹⁰ Decisione 7 dicembre 2016, cit., §§ 133-135.

spingere costantemente verso l'alto l'*Euribor* – ma vi erano strategie di volta in volta diverse, poi non necessariamente continuative ma concentrate in determinate giornate corrispondenti a particolari scadenze, caratterizzate dal tentativo talora di abbassare l'*Euribor*, talora di innalzarlo, giacché la soluzione di volta in volta elaborata dipendeva da come, all'interno del portafoglio complessivo dei derivati, si trovasse in prevalenza esposta la banca. Come nota bene la decisione della Commissione, attraverso un'analitica ricostruzione degli scambi di informazioni in diverse giornate del periodo oggetto di indagine¹¹, la strategia delle banche cartelliste era, infatti, nel senso di favorire l'invio di quotazioni che potessero spingere verso il basso il valore finale dell'*Euribor*, quando, nell'ambito dei derivati costituenti il portafoglio detenuto il quel momento, una o più di esse erano prevalentemente nella posizione di debitori di interessi determinati sull'*Euribor* e di creditori di interessi sul tasso fisso. La strategia risultava, invece, opposta, ossia cercare di influenzare verso l'alto la definizione dell'*Euribor*, qualora la posizione fosse stata inversa, vale a dire quando esse fossero state prevalentemente nella posizione di creditori di flussi finanziari determinati sul parametro variabile e di debitori di quelli determinati sul parametro fisso.

3. Alcuni chiarimenti sul procedimento di fixing dell'*Euribor* e sui possibili rischi di manipolazione

L'altro aspetto su cui è necessario richiamare l'attenzione riguarda il meccanismo che presiede alla determinazione dell'*Euribor*.

Come rammenta anche la decisione della Commissione, la misura dell'*Euribor* è la risultante di un articolato procedimento, che prende l'avvio con le quotazioni individuali dei tassi che ciascuna delle banche del *Panel* all'uopo istituito¹² ritiene che un'ipotetica banca primaria applicherebbe per i depositi a termine in euro a un'altra banca primaria.

¹¹ Si veda, in particolare, l'amplissima sezione 4.3. del provvedimento, descrittiva della "Cronologia degli eventi", §§139-341, dove vengono ricostruiti i colloqui e gli scambi di informazioni tra i dipendenti delle banche cartelliste, caratterizzati, nel periodo settembre 2006-maggio 2007, da una cadenza talvolta giornaliera e comunque mai eccedente i tre-quattro giorni.

¹² All'epoca dei fatti il *Panel* era composto da ben 44 banche. Oggi il numero delle banche aderenti è, invece, decisamente più ridotto, risultando pari soltanto a 19.

Più precisamente, secondo le previsioni del codice di condotta che ne disciplina il procedimento di formazione, ciascuna banca del *Panel* fornisce le quotazioni giornaliere per i 15 tassi di interesse dell'*Euribor* (uno per ciascuna delle scadenze – i c.d. *tenor* – che vanno da una settimana a dodici mesi); tali quotazioni vengono, quindi, comunicate, tra le 10.45 e le 11.00, ora di Bruxelles, ad una Agenzia indipendente¹³ incaricata, appunto sulla base delle comunicazioni ricevute dalle banche del *Panel*, di fissare definitivamente l'*Euribor*. L'operazione di determinazione da parte dell'Agenzia incaricata si sostanzia nella individuazione del valore medio rispetto ai tassi comunicati, ma previa, per così dire, normalizzazione del campione utilizzato, giacché la media viene determinata dopo aver escluso dal computo il 15% delle quotazioni ricevute rispettivamente più alte e più basse.

Il meccanismo è dunque strutturato in maniera tale da poter ridurre il rischio della tentazione delle banche aderenti al *Panel* di provare a orientare artificialmente la misura del tasso *Euribor*. La previsione della depurazione dal campione, da parte dell'Agenzia incaricata, di una certa percentuale delle quotazioni ricevute dovrebbe, infatti, indurre le banche ad astenersi dal comunicare delle quotazioni artefatte, e poi per l'esattezza eccessivamente ridotte o eccessivamente elevate, pena il rischio che le stesse non vengano prese in considerazione. E tuttavia queste previsioni se riducono il rischio di una manipolazione del tasso, non lo possono elidere del tutto.

Al di là del rilievo, emerso nella letteratura economica¹⁴, che a rigore già una singola banca presentando un tasso eccessivamente alto o eccessivamente basso finisce per incidere sul *fixing* finale – perché se anche la sua quotazione viene scartata, il suo comportamento comporta comunque uno spostamento della finestra di calcolo, cioè dell'insieme delle banche che contribuiscono alla media – gli è che la possibilità di contenere un simile rischio può essere ulteriormente vanificata al ricorrere di una serie di variabili, la più importante delle quali è rappresentata dal numero delle banche che poi in concreto comunicano le proprie quotazioni: dal momento che non sempre tutte le banche

¹³ All'epoca dei fatti Thomson Reuters; oggi invece Global Rate Set Systems Ltd.

¹⁴ Il rilievo si legge nello studio empirico di A. EISL-R. JANKOWITSCH- M. G. SUBRAHMANYAM, *The Manipulation Potential of Libor and Euribor*, 2015, 10, che è stato utilizzato anche della Commissione come base teorica di riferimento nella decisione finale (il paper è consultabile su <https://papers.ssrn.com>)

aderenti al *Panel* trasmettono le proprie proposte di tasso¹⁵ è evidente che il numero delle quotazioni scartate, proprio perché stabilito in misura percentuale rispetto a quelle ricevute, risulterà tanto meno significativo quanto minore è il numero delle quotazioni inviate. Sotto questo profilo è dunque evidente che la possibilità che una strategia volta alla manipolazione possa essere efficacemente realizzata è tanto maggiore non solo (i) quanto più elevato sia, in termini assoluti, il numero di banche aderenti al *Panel* che pongano in essere tra loro comportamenti coordinati al fine della comunicazione di tassi tra loro allineati¹⁶, ma anche (ii) quanto più elevato, in relazione alle singole determinazioni, sia il numero delle quotazioni inviate dalle banche che agiscono di concerto rispetto al numero delle quotazioni di volta in volta complessivamente trasmesse all’Agenzia incaricata.

In ogni caso – ed il punto mi sembra centrale – è evidente che in ragione delle regole che presiedono alla definizione dell’*Euribor*, la cui fissazione spetta all’Agente incaricato sulla base delle quotazioni ricevute un’eventuale intesa avente ad oggetto la manipolazione dell’*Euribor* se fosse configurabile, in tanto potrebbe essere considerata come volta alla fissazione, seppure, indiretta dei prezzi (nel caso del tasso di interessi sul mercato interbancario) solo ove ad essa aderisca un numero statisticamente significativo di banche.

4. I finanziamenti a tasso variabile non sono “contratti a valle”, neppure se stipulati da banche aderenti al cartello: la manipolazione dell’Euribor non è l’oggetto dell’intesa, ma semplice mezzo per trarre un vantaggio sul mercato dei derivati

Chiarito il contesto di riferimento, ed in particolare gli aspetti peculiari dell’intesa come accertata nelle due decisioni della Commissione, credo si possa impostare meglio l’analisi della questione su cui si è pronunciata l’ordinanza della Cassazione, e soprattutto ci si può rendere conto di come in questo caso – ancor più di quanto è

¹⁵ Come si sottolinea nell’analisi di A. EISL - R. JANKOWITSCH- M. G. SUBRAHMANYAM, *op.cit.*, 9, non tutte le banche trasmettono sempre le loro quotazioni, sebbene ai fini dell’attendibilità del *fixing* sia necessario che almeno il 50% delle banche aderenti presenti la propria quotazione.

¹⁶ In questo senso R. HERRERA - F. CLIMENT - A. MOMPALER - P. CARMONA, *Can Euribor be fixed?*, in *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2021, 2833 ss.

accaduto nella fattispecie considerata dalla sentenza delle Sezioni Unite del 2021 – la conclusione della “nullità” delle clausole che determinano il tasso variabile di una qualsiasi operazione di finanziamento (che si tratti di mutui, di leasing o di forme di credito al consumo) assumendo come parametro di riferimento l’*Euribor* proprio non regga ad un’analisi tecnico-giuridica.

La conclusione non regge già se si analizza l’eventualità che il contratto di finanziamento, il cui tasso venga determinato ancorandolo all’andamento dell’*Euribor*, sia stato stipulato proprio da una delle sette banche che hanno posto in essere la concertazione e sanzionate dalla Commissione nella sua veste di Autorità di tutela della concorrenza.

Nei miei precedenti interventi sul tema dei rapporti tra un’intesa restrittiva della concorrenza e i contratti che si pongono a valle della stessa, e che si conformano al piano di azione concordato a monte¹⁷, ho avuto modo di esprimere le ragioni che in via generale debbono indurre ad escludere – quando il coordinamento riguarda la definizione del prezzo di un bene o di un servizio offerto alla propria clientela – che il fatto di avere in concreto applicato proprio quel determinato prezzo oggetto della concertazione a monte non possa dare luogo ad un

¹⁷ Per maggiori riferimenti sia permesso rinviare a *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, già in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 67 ss. (ora in *Il mercato concorrenziale. Problemi e conflitti*², Milano, 2018); *I contratti a valle delle intese restrittive della concorrenza: qualche riflessione vingt ans après, aspettando le Sezioni Unite*, in *Corr. Giur.*, 2021, 1177 ss.; *Illecito concorrenziale, contratto e rimedi: notazioni critiche a margine delle Sezioni Unite sulla nullità dei “contratti a valle”*, in corso di stampa. È difficile riassumere la bibliografia sul tema, che oggi è estremamente estesa: limitandosi ai contributi più recenti, intervenuti a valle della sentenza delle Sezioni Unite del 30 dicembre 2021, e che, diversamente dalla mia posizione, sostengono, seppure con argomenti diversi, la soluzione della nullità cfr. F. SARTORI, *Fideiussioni omnibus e nullità delle clausole in deroga: tra efficienza del mercato e stabilità del sistema*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2022, 309 ss. e da ultimo M. MARTINO, *Intese anticoncorrenziali e contratti a valle: ripresa di un tema*, in questa *Rivista*, Supplemento aprile-giugno 2023, 1 ss. Per una critica, invece, alla soluzione della Cassazione, cfr. M. LIBERTINI, *I contratti attuativi di intese restrittive della concorrenza: un commento a Cassazione civile, sezioni unite, 30 dicembre 2021, n. 41994*, in *Orizzonti*, 2022, 13 ss. nonché – riprendendo la posizione già sostenuta in *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza*, Torino, 2003, 117 ss. – A. MIRONE, *I contratti d’impresa a ottant’anni dal codice civile: profili ricostruttivi a partire dall’esperienza giurisprudenziale in materia di contratti bancari e finanziari*, *ivi*, 2023, 85 ss. in specie 130 ss.

qualificazione in termini di nullità della clausola contrattuale che, nei singoli contratti conclusi a valle della stessa, quel prezzo recepisca. La clausola di un determinato contratto che stabilisca un certo prezzo per un determinato bene o servizio, anche ove la misura di quest'ultimo sia stata influenzata o direttamente orientata da un accordo di cartello, non si presta, infatti, ad essere qualificata come nulla – una clausola di determinazione di un prezzo non esprime, infatti, mai una regola di per sé illecita, salva ovviamente la sola ipotesi in cui essa applichi prezzi difformi da quelli normativamente imposti, nel qual caso opererà il meccanismo dell'integrazione *ex art.* 1339 c.c. Rispetto alla misura di un prezzo, quando la stessa sia stata fissata in base ad un cartello, si può solo dire, al massimo, che quel prezzo non è attendibile – o se si preferisce che è manipolato nella sua misura – perché è stato determinato in maniera non corretta, ossia disattivando qualsiasi possibilità di confronto concorrenziale sul punto tra gli operatori che offrono il bene o servizio cui esso si riferisce, sicché il problema della tutela dei contraenti che subiscono quel prezzo, quando esso risulti eccessivamente elevato, e dunque sotto questo profilo “iniquo” perché non correttamente formato, è da ricercare – se non si è disposti ad ammettere il rimedio della riduzione ad equità¹⁸ – tipicamente nella misura del risarcimento del danno. Lo dimostra, del resto, con chiarezza

¹⁸ Si tratta della soluzione che ho proposto, nel 1999, in *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, cit., 109 ss. La tesi è stata a suo tempo criticata da M. LIBERTINI, *Autonomia privata e concorrenza nel diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 433 ss., in specie 450, nt. 26, il quale tuttavia in anni più recenti – *Gli effetti delle intese restrittive della concorrenza sui c.d. contratti 'a valle'. Un commento sullo stato della giurisprudenza in Italia*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 378 ss. – nel ricostruire con grande cura le diverse soluzioni emergenti in altri ordinamenti ha mostrato di manifestare un certo apprezzamento, considerandola interessante (p. 390), per la posizione espressa da alcuni esponenti della dottrina statunitense che con riferimento all'incidenza delle violazioni della normativa antitrust sui c.d. *fruits contracts* individuano il rimedio ottimale nella «*rebalancing rule*», cioè nella riconduzione ad equità del contenuto del contratto, ravvisando altresì nel problema del contratto a valle più che una questione di politica della concorrenza un problema di giustizia contrattuale. Fa certamente piacere – a chi scrive – leggere questa rinnovata posizione di un Maestro come Mario Libertini, ancorché lo stimolo alla rimediazione del tema sia venuto solo dalla lettura di un saggio americano (M. GAL, *Harmful Remedies: Optimal Reformation of Anti-Competitive Contracts*, in *Cardozo L. Rev.*, 2000, 91 ss.) pubblicato in epoca successiva al mio lavoro in cui tale ragionamento era già stato compiutamente svolto.

la stessa disciplina dettata dalla direttiva in materia di *private enforcement*, che non solo individua il rimedio risarcitorio come mezzo normale di tutela nelle ipotesi di condotte in violazione delle norme *antitrust*, e poi in particolare di cartelli che alterino il prezzo di un bene e di un servizio, ma lo estende anche al di là dell'ipotesi di un acquisto diretto dall'impresa cartellista, legittimando alla sua proposizione persino l'acquirente finale, lungo la catena distributiva del prodotto e del servizio, che pure non abbia intrattenuto rapporti diretti con le imprese che hanno alterato il funzionamento del mercato¹⁹.

Nel caso in esame, tuttavia, non è neppure necessario, a ben vedere, insistere su questo argomento. Se si tiene presente la natura dell'intesa accertata dalla Commissione – che riguarda, come detto, l'*acquisizione* da parte delle banche cartelliste di un *vantaggio competitivo illecito sul mercato dei derivati*, e poi più specificamente orientata ad *ottenere un vantaggio rispetto alle proprie controparti in tali contratti*, giacché influenzando, con un comportamento manipolativo, il processo di *fixing* dell'*Euribor*, le banche cartelliste hanno spostato a loro favore gli equilibri di contratti derivati già conclusi – mi sembra emerga con chiarezza come non ci sia un nesso di consequenzialità tra l'intesa e i contratti di finanziamento a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro di riferimento neppure rispetto alle imprese che hanno realizzato il cartello.

La vicenda in esame si colloca, dunque, assai oltre lo stesso perimetro delineato dalla Suprema Corte, là dove individua la nullità del contratto a valle come rimedio necessario per il completamento della tutela del mercato pregiudicato dall'intesa nel suo corretto funzionamento. Gli è, infatti, che se la nullità deve essere ammessa – come già sottolinearono con *obiter dictum* le Sezioni Unite nella sentenza del 4 febbraio 2005, n. 2207, e come poi hanno ribadito con

¹⁹ Per un'analisi delle disposizioni della direttiva 2019/104/UE, e delle norme di recepimento dettate dal d.lgs. 19 gennaio 2017 n. 3, si veda in generale soprattutto E. CAMILLERI, *Il risarcimento per violazioni del diritto della concorrenza: ambito di applicazione e valutazione del danno*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 143 ss., che esprime preoccupazione per l'eccessiva ampiezza attribuita al rimedio, e soprattutto per il rischio di distorsione dell'elemento fondamentale di struttura della responsabilità civile rappresentato dal nesso causale. Con riferimento, invece, al tema della traslazione del danno sugli acquirenti indiretti e ai limiti entro cui la legittimazione all'azione viene oggi riconosciuta anche a questi ultimi cfr. F. MEZZANOTTE, *Il trasferimento del sovrapprezzo anticoncorrenziale*, ivi, 215 ss.

pienezza di motivazione nella sentenza del 2021 – perché il contratto a valle «*costituisce lo sbocco dell'intesa vietata, essenziale a realizzarne gli effetti*», l'implicazione che se ne deve trarre è che essa può operare solo assumendo tale locuzione in senso stretto²⁰, escludendola rispetto a quei contratti che, per quanto possano essere indirettamente condizionati da alcuni dei comportamenti attraverso cui si realizza l'intesa, non sono però funzionali in alcun modo all'attuazione del disegno anticoncorrenziale proprio del cartello che è indirizzato ad altro obiettivo. Insomma, quel che intendo dire è che se l'intesa sanzionata dalla Commissione riguarda il funzionamento del mercato dei derivati su tassi, è *solo rispetto ai contratti derivati* conclusi dalle banche aderenti al cartello, poi nel periodo di attuazione dello stesso, che si può, forse²¹, applicare *la qualifica di contratti che costituiscono lo «sbocco dell'intesa vietata»*, ma non anche ai contratti di finanziamento a tasso variabile, ancorché assumano l'*Euribor* come parametro per la sua determinazione, appunto perché tali contratti sono conclusi su di un mercato rilevante – quello dell'erogazione del credito – diverso da quello a cui l'intesa si riferisce e su cui dispiega i propri effetti.

Le considerazioni che precedono mi sembra valgano a chiarire, dunque, che per poter considerare i contratti di erogazione di credito a tasso variabile che assumono l'*Euribor* come parametro per la sua determinazione alla stregua di «contratti a valle dell'intesa» si dovrebbe

²⁰ Il carattere insidioso della locuzione “contratto a valle” è ben sottolineato da E. CAMILLERI, *Validità della fideiussione omnibus conforme a schema tipo dell'ABI e invocabilità della sola tutela riparatoria in chiave correttiva*, in *Nuova giur. comm.* 2020, 397 ss.

²¹ In realtà anche rispetto ai derivati conclusi in pendenza della manipolazione la qualifica di contratti attuativi dell'intesa può presentarsi, per certi versi, discutibile. Come si è provato ad illustrare, nell'accertamento compiuto dalla Commissione le condotte manipolative dei cartellisti non erano orientate a incidere sul *fixing* dell'*Euribor* per influenzare il valore di riferimento dei contratti da stipulare in futuro; essere erano, piuttosto, volte a ottimizzare il profitto (o a ridurre le perdite, a secondo di come la banca fosse esposta in termini di portafoglio complessivo) *di contratti derivati già conclusi*, e dunque *influire sulla loro esecuzione*. Anche da questo punto di vista si coglie, dunque, bene, a mio avviso, l'inadeguatezza di una soluzione – come quella che propone la Cassazione – che postula la nullità parziale dei contratti a valle dell'intesa quale rimedio di ordine generale, dimostrandosi invece come il sistema dei rimedi debba essere costruito quanto meno in funzione delle caratteristiche concrete dell'intesa e dei suoi modi di essere in rapporto ai comportamenti che gli aderenti attuano in relazione ad essa.

ridefinire questa ultima, e cioè assumere che l'oggetto dell'intesa sia rappresentato esclusivamente dalla manipolazione del procedimento di *fixing* dell'*Euribor*. Solo in questa prospettiva si potrebbe, infatti, affermare che anche i contratti di finanziamento sono uno degli sbocchi dell'intesa vietata, ossia necessario strumento per l'attuazione del programma anticoncorrenziale da essa definito. E tuttavia questa conclusione non è in linea con quanto si legge nei due provvedimenti della Commissione che individuano negli scambi di informazioni tra i *trader* delle banche, e nei loro tentativi di manipolare, in determinate occasioni e soprattutto in maniera randomica, la fissazione del tasso non già l'oggetto e neppure l'essenza dell'intesa ma solo uno strumento per realizzare il risultato di ridurre le incertezze sugli esiti dei contratti derivati. Ne consegue, pertanto, che l'eventuale giudizio instaurato a valere sulle decisioni della Commissione, ma avente ad oggetto i contratti di finanziamento a tasso variabile rapportato all'*Euribor*, qualunque sia il rimedio che si intenda azionare, non potrebbe in ogni caso configurarsi come un giudizio *follow on*, giacché in esso si assumerebbe una qualificazione della fattispecie intesa dai caratteri e dai contenuti diversi rispetto a quella accertata, e che si basa solo su alcuni degli elementi fattuali tra i molti esaminati in sede di *public enforcement*.

5. L'impossibilità di predicare la nullità dei contratti di finanziamento a tasso variabile (così come dei contratti derivati) conclusi da banche non aderenti al cartello

La soluzione della nullità parziale dei contratti di finanziamento a tasso variabile, quando rapportati ad un *Euribor* il cui *fixing* ha formato oggetto di condotte di manipolazione da parte delle banche aderenti al cartello sugli *EIRD*, in quanto contratti asseritamente attuativi dell'intesa appare poi davvero aberrante se applicata – come postula la Cassazione – anche rispetto ai contratti conclusi da banche terze, sia che si tratti di banche partecipanti al *Panel* ma non coinvolte nel cartello, sia da banche estranee persino al primo.

A questo riguardo non è dato comprendere come la nullità del contratto a valle – che le Sezioni Unite del 2021 affermano sulla base dell'argomento che l'illiceità del risultato perseguito con l'intesa e il disvalore proprio di quest'ultima non può non comportare un giudizio

di disvalore pure per le clausole dei contratti che consentono di realizzare gli obiettivi anticoncorrenziali nella loro dimensione propriamente negoziale – possa colpire anche contratti conclusi da chi non solo non era partecipe dell'intesa illecita ma non era neppure lontanamente consapevole della sua esistenza. Nella decisione di una banca terza di prevedere contrattualmente un tasso variabile rapportato all'*Euribor* – ossia ad un parametro che in ragione del meccanismo che presiede al suo *fixing* rappresenta non solo un criterio generale di riferimento per tutte le imprese bancarie nella determinazione del saggio di interesse, ma anche un parametro sulla cui correttezza ogni soggetto può legittimamente confidare, attesa la sua assoluta inconsapevolezza della manipolazione del relativo procedimento – non si può dunque ravvisare alcun disvalore che possa giustificare la sterilizzazione della relativa pattuizione.

All'esito della nullità della clausola contrattuale con cui una banca terza applichi un tasso variabile parametrato all'*Euribor* nel periodo in cui esso è stato influenzato dalle iniziative volte alla sua manipolazione, e poste in atto dalle banche cartelliste, non si può, d'altra parte, neppure pervenire attraverso le regole generali vevoli per le clausole che stabiliscono la misura del tasso di interesse nei contratti bancari dettate dall'art. 117, comma 6, TUB, e dunque evocando un'asserita indeterminatezza del tasso là dove si faccia riferimento ad un *Euribor* che si è accertato abbia formato oggetto di manipolazione.

Ad una simile proposta interpretativa si può, infatti, replicare osservando che in una clausola che stabilisca il saggio degli interessi rapportandolo all'andamento di un determinato parametro, il requisito della determinatezza è pienamente soddisfatto nel momento in cui è oggettivamente determinato il parametro di riferimento, a prescindere allora da ogni considerazione di quale sia il suo concreto valore. Insomma, quel che intendo sottolineare è che l'esigenza della determinatezza del tasso è soddisfatta dalla univocità del riferimento all'*Euribor* quale indice per il calcolo degli interessi dovuti; determinatezza che non può essere, allora, messa in discussione da un eventuale successivo accertamento che il valore che quel parametro di volta in volta esprime non costituisce sempre il "vero" prezzo del denaro sul mercato interbancario secondo la legge della domanda e dell'offerta, a causa di una condotta di manipolazione del suo processo formativo.

6. Le condotte manipolative come fatto illecito ai sensi dell'art. 2043 c.c.: il diritto al risarcimento dei danni verso le banche autrici della manipolazione come rimedio esperibile anche dai clienti di banche terze

Escludere che la nullità delle clausole di determinazione del tasso che abbiano fatto riferimento all'*Euribor* possa essere il rimedio da utilizzare dinnanzi a condotte di manipolazione del procedimento di *fixing* del medesimo poste in essere nell'ambito di un'intesa anticoncorrenziale e che abbiano finito per influenzare anche il mercato del credito, che pure non era l'obiettivo cui si indirizzava il cartello, non significa, tuttavia, negare per ciò solo la possibilità di attivare una qualsiasi forma di tutela per i contraenti dei contratti di finanziamento che subiscano anch'essi gli effetti pregiudizievoli derivanti dalla manipolazione. Significa solo che il rimedio da azionare va cercato altrove, e non può che essere rappresentato – come è poi normale dinnanzi a condotte che alterano i meccanismi di formazione dei prezzi (basti pensare a quanto accade nei mercati finanziari per le condotte che manipolano i corsi di borsa) – dall'azione di risarcimento del danno nei confronti di chi della manipolazione si è reso responsabile. Un'azione che tuttavia – se si tiene presente quanto poc'anzi osservato a proposito della connotazione dell'intesa – non può essere considerata un'autentica azione di risarcimento del danno per violazione di norme *antitrust*, ma sarà un'ordinaria azione di risarcimento dei danni da atto illecito – perché illecite restano le condotte manipolative dei *fixing* al di là della possibilità di qualificarle anche come fatti costitutivi di una autonoma intesa – nella quale tuttavia il contraente danneggiato potrà utilizzare pur sempre quanto rilevato in fatto nelle due decisioni della Commissione, e che dimostrano l'esistenza delle condotte manipolative, come elementi di prova dell'illecito, dal momento che pur non potendosi riconoscere sul punto il carattere vincolante dei provvedimenti, in quanto non si tratta di una azione *follow on* per il risarcimento del danno da violazione di norme *antitrust* ai sensi del d.lgs. 3/2017, si possono comunque egualmente invocare, in ragione della autorevolezza e della speciale competenza tecnica della Commissione, gli accertamenti in fatto da essa compiuti alla stregua di una prova atipica.

La configurabilità del diritto ad agire per il risarcimento dei danni – naturalmente là dove danno vi sia (e su questo ultimo aspetto ritornerò tra breve) – appare fuori discussione per quanti abbiano concluso proprio con le banche aderenti al cartello contratti di finanziamento a un tasso variabile determinato in rapporto ad un indice *Euribor* manipolato. In questo caso è di intuitiva evidenza l'esistenza di una relazione diretta tra la condotta illecita di manipolazione ed il danno sofferto dal cliente, e che naturalmente si manifesta là dove si possa affermare che la condotta è servita a rendere il finanziamento più oneroso, determinando un incremento degli interessi pagati sul medesimo.

L'esistenza del diritto ad agire per il risarcimento nei confronti dei cartellisti che hanno posto in essere condotte di manipolazione si potrebbe presentare, almeno in prima battuta, meno facile da affermare rispetto a quanti abbiano, invece, concluso contratti con banche terze, dunque estranee al cartello, ma che, utilizzando anche esse l'*Euribor* come termine di determinazione del tasso, pur senza sapere che tale indice era stato in qualche modo manipolato, hanno potuto beneficiare, quando le condotte di manipolazione ne abbiano spinto il valore verso l'alto, di interessi più elevati a carico del cliente. Gli è che in tali evenienze non solo manca una relazione diretta dei soggetti danneggiati con le banche cui si ascrive la condotta illecita, ma non si può nemmeno, a ben vedere, applicare, la regola prevista dall'art. 10 del d.lgs. 3/2017, attuativo della direttiva sul *private enforcement* del diritto della concorrenza e che riconosce il diritto di agire per il risarcimento dei danni nei confronti degli aderenti al cartello anche agli acquirenti indiretti. Anche a prescindere dal rilievo che l'azione di danni da condotte manipolative non si potrebbe configurare, come detto, quale azione di *private enforcement* dipendente dall'accertamento dell'esistenza di un cartello, ma sarebbe una ordinaria azione di danni da condotte illecite (orientate alla manipolazione del mercato), nel caso in esame non si versa neppure nella fattispecie cui la norma fa riferimento, ossia quella dell'acquisto di un prodotto da un soggetto diverso rispetto all'aderente all'intesa, che si pone tuttavia lungo la catena distributiva e che rivende il prodotto acquistato dai cartellisti traslando sull'acquirente finale il sovrapprezzo imposto dal cartello. Nella vicenda in esame si tratta, invece, di un diverso tipo di danno per così dire indiretto, e che dipende dal fatto che, alla luce del ruolo che

l'*Euribor* assume nel mercato del credito, anche le banche non aderenti al cartello che ha condotto alla manipolazione, e che ne ignorano completamente l'esistenza, hanno finito per giovare dell'alterazione del parametro determinativo del tasso.

L'assenza di una relazione diretta con i cartellisti non è tuttavia elemento sufficiente per escludere il diritto al risarcimento del danno nei confronti di questi ultimi anche da parte dei clienti delle banche terze. Nel caso di specie si versa, infatti, in un'ipotesi che si può per molti versi assimilare a quella dei c.d. *umbrella effects*: come avviene in tali fattispecie in cui, in presenza di un cartello di prezzo, le imprese non aderenti a quest'ultimo finiscono per fruire della possibilità di praticare prezzi più alti, che sono appunto quelli che si sviluppano all'ombra del c.d. prezzo guida fissato nel medesimo, così anche nel nostro caso le banche terze, in virtù della manipolazione del processo di *fixing* dell'*Euribor*, di cui pure ignorano l'esistenza, si trovano nella possibilità – grazie al ruolo di *standard* che tale indice assume nel mercato del credito – di allinearsi al prezzo manipolato. Ebbene, come la giurisprudenza della Corte di Giustizia ha già avuto modo di precisare nella Sentenza del 5 giugno 2014²², rispondendo a una richiesta di rinvio pregiudiziale del *OGH* austriaco, deve considerarsi in contrasto con il diritto eurounitario, e poi con il principio di effettività della tutela, una norma di diritto nazionale in tema di responsabilità civile che escluda, «*in termini categorici, per motivi giuridici, che imprese partecipanti ad un'intesa rispondano civilmente dei danni risultanti dai prezzi che un'impresa terza abbia fissato, in considerazione dell'operato dell'intesa, ad un livello più elevato rispetto a quello che sarebbe stato applicato in assenza dell'intesa medesima*». Più precisamente, secondo la Corte la vittima del c.d. prezzo guida o di protezione (*umbrella pricing*) può ottenere il risarcimento del danno subito ad opera degli aderenti ad un'intesa, ancorché non abbia intrattenuto vincoli contrattuali con questi ultimi, qualora si possa accertare, alla luce delle circostanze di specie e segnatamente delle peculiarità del mercato interessato, che detta intesa fosse tale da poter incidere sull'applicazione di un prezzo di protezione

²² Causa C-557/12 *Kone AG e altri c. ÖBB Infrastruktur AG*. La sentenza di si può leggere in *Corr. Giur.*, 2014, 1331 ss. con nota di L. CASTELLI, *Risarcibilità delle conseguenze dannose subite in virtù di "umbrella effects": si pronuncia la Corte di giustizia*.

da parte di imprese terze che agiscano autonomamente e, soprattutto, che tali circostanze e peculiarità non potessero essere ignorate dai membri dell'intesa medesima.

Com'è facile constatare, i presupposti di fatto indicati dalla Corte di Giustizia sono esattamente quelli che si riscontrano nel caso di specie. Anche nella vicenda della manipolazione del *fixing* dell'*Euribor* si può infatti affermare che le condotte attuative dell'intesa, alterando il processo di formazione dell'*Euribor*, erano in grado di incidere pure sul saggio di interesse dei finanziamenti a tasso variabile, atteso il ruolo di *standard* di mercato assunto oramai da tale indice anche in questa tipologia di operazioni creditizie. Ma soprattutto non si può seriamente dubitare del fatto che date le peculiarità che presiedono al funzionamento dei mercati del credito, e del ruolo giocatovi a vari fini dall'*Euribor*, le banche cartelliste non potevano ignorare le conseguenze a cascata delle loro condotte anche al di là dell'ambito delle operazioni in derivati, e che le stesse avrebbero influenzato le scelte di prezzo dei tassi dei finanziamenti anche da parte di banche terze.

Quanto precede mi sembra, dunque, sufficiente per fondare il diritto ad agire per il risarcimento dei danni nei confronti delle banche partecipanti all'intesa e che per attuarla hanno posto in essere condotte di manipolazione dell'*Euribor* anche da parte dei clienti di banche terze non aderenti al cartello: un esito, questo, che vale allora sia per i clienti di banche terze coinvolti in operazioni in derivati, il cui mercato è quello direttamente inciso dall'intesa, sia le controparti delle operazioni di finanziamento, che pur non essendo il mercato su cui l'intesa ha avuto luogo, è stato tuttavia pregiudicato nel suo corretto funzionamento dalle condotte manipolative tramite le quali l'intesa è stata attuata.

Se poi si vuole provare a fondare tale conclusione all'interno di una prospettiva di più ampio carattere sistematico²³, ed utilizzabile anche ove ci si muova secondo la linea di una ordinaria azione *ex art. 2043 c.c.*, credo che le ragioni che giustificano il riconoscimento della

²³ Così tentando di rispondere alle preoccupazioni paventate da Enrico Camilleri (*Il risarcimento per violazioni del diritto della concorrenza: ambito di applicazione e valutazione del danno*, cit., 153) che le esigenze di politica del diritto facciano premio «sul diritto positivo imponendone stravolgimenti ancor più che torsioni interpretative».

titolarità del diritto al risarcimento nei confronti delle banche autrici delle condotte di manipolazione anche ai clienti di altre banche non coinvolte nella stessa si debbano rintracciare in quegli stessi principii che sono sottesi alla dottrina – affermatasi oltreoceano con riferimento proprio alle condotte manipolative dei prezzi, seppure nell’ambito delle negoziazioni sul mercato secondario dei titoli azionari – della *fraud on the market*. Quel che connota in punto di vertice tale teoria²⁴ è, infatti, che in presenza di condotte illecite che incidono sull’integrità dei mercati e con cui si manipoli il normale, corretto processo di formazione del prezzo, il danno arrecato impersonalmente al mercato finisce per traslarsi, tramite quest’ultimo, su chiunque acquisti il bene o il servizio il cui prezzo è stato artificialmente alterato. In un simile contesto è allora coerente – nell’ambito di un giudizio introdotto ai fini del risarcimento dei danni, dove la caratterizzazione oggettiva e impersonale della fattispecie produttiva di danno derivante dalla lesione dell’integrità del mercato si deve necessariamente tradurre in una dimensione relazionale di tipo interindividuale – individuare i soggetti cui imputare la responsabilità in coloro che ledendo l’integrità del mercato hanno leso il legittimo affidamento di chiunque al mercato si rivolga sulla capacità del medesimo, là dove correttamente funzionante, di assicurare una corretta formazione del prezzo.

7. Perché nel caso della manipolazione dell’Euribor il rimedio risarcitorio è preferibile, a livello sistemico, rispetto alla declaratoria di nullità parziale dei tassi variabili influenzati dalla manipolazione.

Sono naturalmente consapevole che individuare nell’azione di risarcimento dei danni l’unico rimedio che è possibile attivare dinnanzi a condotte di manipolazione che hanno inciso sulla correttezza del procedimento di *fixing* dell’Euribor può risultare poco appagante, e soprattutto di difficile gestione non solo per l’attore ma anche e soprattutto per il giudice, perché richiede lo sforzo – evidentemente non

²⁴ Le notazioni che si svolgono nel testo traggono spunto dalla lettura della *fraud on the market theory* proposta da C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1 ss., provando ad applicarle al contesto delle condotte che alterano il corretto funzionamento dei mercati anche diversi da quello borsistico.

agevole²⁵ – di ricostruire su quali valori nel tempo del rapporto di finanziamento si sarebbe attestato tale indice in assenza della manipolazione. Individuare il rimedio nell'azione volta a far dichiarare la nullità della clausola di determinazione del tasso, facendola discendere dal disvalore delle condotte che ne hanno determinato la fissazione rende, invece, tutto più semplice²⁶, perché consente di

²⁵ E tuttavia non certo impossibile. Esistono oramai diversi studi in letteratura – su cui allora possono ragionevolmente basarsi le inevitabili consulenze tecniche – che attraverso modelli econometrici hanno provato a ricostruire l'influenza complessiva della manipolazione, sanzionata dalla Commissione per il periodo settembre 2005-maggio 2008, ma i cui effetti hanno finito poi per riflettersi sul valore dell'*Euribor* sino almeno al mese di aprile 2010, e le sue ricadute sul mercato dei finanziamenti a tasso variabile. In questo senso, ad esempio, A. RODRÍGUEZ LÓPEZ - H. FERNANDEZ ABASCAL - J.J. MATÉ GARCÍA - J.M. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ - J.L. ROJO-GARCÍA - J.A. SANZ-GÓMEZ, *Evaluating Euribor Manipulation: Effects on Mortgage Borrowers*, in *Finance Research Letters*, 2021, che movendo dall'analisi del valore dell'*Euribor* a 12 mesi, stabilito in base ai fondamentali economici e finanziari e risultante pari al 2,149%, hanno rilevato che nel periodo oggetto di indagine da parte della Commissione – pur in assenza di sostanziali variazioni di detti parametri almeno sino a settembre 2008, anno di avvio della crisi che ha travolto i mercati europei a seguito del *crack* Lehman – il tasso *Euribor* a 12 mesi si è attestato al 2,22% con un incremento di 7,05 punti base, suscettibile dunque di essere ragionevolmente considerato come effetto della manipolazione. Secondo lo studio in questione, pertanto, rispetto a un mutuo stipulato nel settembre 2005, per un capitale di € 100.000,00 a dieci anni e con piano di ammortamento alla francese un mutuatario avrebbe pagato maggiori interessi, a causa della manipolazione, per complessivi € 2.778 euro, di cui € 775 corrispondenti al periodo dal 2005-2008 oggetto dell'indagine, e € 2.003 per il successivo giugno 2008-aprile 2010 su cui si sono ancora riflessi gli incrementi di valore dell'*Euribor* determinati dalla manipolazione.

²⁶ Sul piano operativo occorre segnalare come la maggior efficienza del rimedio della nullità parziale possa essere messa in dubbio – almeno in una vicenda come quella in esame – se si guarda alla disciplina della prescrizione dell'azione di ripetizione delle somme indebitamente pagate rispetto al regime della prescrizione del diritto al risarcimento, come tratteggiata in materia dal d.lgs. 3/2017, con riferimento all'azione di risarcimento dei danni per violazione delle norme di concorrenza. L'azione di ripetizione di quanto indebitamente pagato in base a un contratto nullo decorre, infatti, per giurisprudenza costante della Suprema Corte, dalla data del pagamento della somma non dovuta, senza che assuma rilevanza – almeno secondo quelli che sono stati fino ad oggi gli orientamenti della Cassazione – la riconoscibilità, per chi agisce in ripetizione, della causa di nullità. Per quanto riguarda l'azione danni, invece, la situazione è diversa, alla luce delle previsioni dell'art. 8 d.lgs. 3/2017 che sanciscono la sospensione del termine in pendenza dell'accertamento *antitrust* e fissano il *dies a quo* di decorrenza del termine quinquennale dall'anno successivo alla

accedere, rispetto ai contratti di finanziamento, alla sostituzione del tasso *Euribor*, invalidamente pattuito come termine di riferimento del saggio di interesse, con il tasso nominale minimo dei buoni ordinari del Tesoro emessi nei dodici mesi antecedenti alla conclusione del contratto, ai sensi di quanto indicato dall'art. 117, comma 7, TUB, che mi sembra debba considerarsi quale norma generale di riferimento per l'integrazione dei contratti di finanziamento in presenza di qualunque tipo di nullità affligga le clausole determinative del tasso.

Ma la maggiore praticità di una soluzione sul piano operativo non basta certo a rendere legittima la sua adozione quando manchino i presupposti minimi per applicarla. Una considerazione, questa, che mi sembra debba a maggior ragione valere in un caso come quello che ci occupa, in cui le condotte delle banche che hanno partecipato alla manipolazione del *fixing* dell'*Euribor* non sono state orientate, come si è detto, da una logica unitaria, ma sono state randomiche, con iniziative che ora hanno cercato di spingere l'indice verso il basso ora verso l'alto, a seconda della maggiore convenienza, in determinati momenti di tempo, di un *Euribor* più o meno elevato in funzione della

definitività della decisione dell'Autorità. Nel caso in esame, dunque, per chi agisca allegando la violazione delle norme *antitrust*, ne consegue che rispetto all'azione di ripetizione fondata sulla nullità parziale del tasso per essere il contratto a valle lo sbocco dell'intesa il termine di prescrizione, per quanto decennale, decorrerebbe pur sempre dai singoli pagamenti dei ratei di interessi (o dalle singole regolazioni periodiche sul derivato), e dunque sarebbe in larghissima misura prescritta in relazione ai contratti conclusi nella pendenza dell'intesa; per chi agisca invece con l'azione del risarcimento dei danni il differenziale negativo complessivamente sofferto in esecuzione del contratto sarebbe ancora integralmente recuperabile, almeno nei confronti delle banche cartelliste che hanno aderito al procedimento ordinario, giacché quella decisione della Commissione è divenuta definitiva con la sentenza della Corte di Giustizia del 12 gennaio 2023, sicché la prescrizione ha iniziato a decorrere solo dal gennaio di quest'anno. La soluzione si presenta, ovviamente in termini leggermente differenti, se si assume la prospettiva qui proposta, ossia che l'azione di risarcimento del danno è una ordinaria azione *ex art. 2043 c.c.*: in questo caso l'attore non potrebbe giovare della disciplina speciale della prescrizione dettata dal d.lgs. 3/2017, ma vero è anche che nell'interpretazione consolidata della giurisprudenza il *dies a quo* di decorrenza del termine di prescrizione del diritto al risarcimento dei danni da atto illecito si identifica con quello in cui il danneggiato ha potuto avere conoscenza dell'illiceità della condotta in tutti i suoi elementi, il che allora consente di datarlo almeno nel momento in cui la decisione della Commissione sia divenuta definitiva.

composizione complessiva dei portafogli di derivati detenuti dalle banche cartelliste.

Si tratta di un aspetto che in conclusione di questo mio intervento mi sembra necessario rammentare, anche per provare a raccogliere il monito lasciatoci de Ferro-Luzzi, nel saggio che ho ricordato in principio, a non perdere mai di vista, nelle analisi delle vicende che attengono a «*reali o presunti torti*» di cui sono vittime i clienti rispetto all'attività delle banche, quali siano le implicazioni concrete di determinate soluzioni operative.

Accordare il rimedio della nullità delle clausole di tutti i contratti di finanziamento che hanno determinato il tasso variabile rapportandolo ad un *Euribor* influenzato dalla manipolazione, non solo coinvolgendo persino le banche che non hanno preso parte alla condotta collusiva ma anche quando la manipolazione ha addirittura determinato la riduzione dell'indice, e dunque nella prospettiva del contratto di finanziamento una riduzione della base del calcolo del saggio di interessi dovuti dal cliente, significa dare ingresso a una soluzione che riscrive indiscriminatamente l'equilibrio del contratto, oltretutto modificandone, a ben vedere, persino la struttura²⁷, anche a vantaggio di chi da quella manipolazione non ha avuto alcun pregiudizio, ma semmai un beneficio, e a carico di chi a quella condotta illecita neppure ha preso parte.

Ebbene, si tratta di un esito che non mi sembra possa dirsi economicamente razionale a livello sistemico, dal momento che se è vero che la tutela del mercato contro condotte anticoncorrenziali che ne minano l'integrità richiede, per essere effettiva, anche l'eliminazione dei pregiudizi che tramite il mercato alterato nei suoi normali meccanismi di funzionamento si sono generati nella sfera individuale dei clienti/consumatori, vero è anche che la funzione di ogni rimedio

²⁷ Se si accede alla soluzione che il parametro *Euribor* oggetto della manipolazione deve considerarsi invalidamente determinato, e quindi sostituito come base per il calcolo del saggio di interesse dal tasso dei buoni ordinari del tesoro vigente al momento della conclusione del contratto, secondo l'indicazione contenuta dall'art. 117, comma 7, TUB, l'esito sarebbe, infatti, una trasformazione del finanziamento da variabile a fisso, in quanto il saggio di interesse finale – dato dalla somma degli addendi costituiti dal tasso dei BOT, da un lato, e dallo *spread* indicato in contratto, dall'altro – sarebbe sempre il medesimo durante tutto il rapporto, attesa l'invarianza del tasso dei BOT, che costituisce l'indice base (che è appunto sempre quello vigente al momento della conclusione del contratto).

diretto a garantire il *private enforcement* del diritto della concorrenza dovrebbe limitarsi all'allocazione delle perdite dei clienti/consumatori che le hanno sofferte a carico delle imprese che con la loro condotta di alterazione del funzionamento del mercato le hanno provocate, senza trasformarsi in uno strumento di rinegoziazione forzata e generalizzata del contratto anche là dove non sia identificabile nessuno specifico pregiudizio contenutistico, quanto all'equilibrio complessivo e alla giustizia dello scambio, dipendente dalla non integrità del mercato.