

Francesco Caputo Nassetti

**CAUSA, ALEA,
MARK-TO-MARKET E UPFRONT
NEI CONTRATTI DI SWAP DI
PAGAMENTI E OPZIONI SUI TASSI
DI INTERESSE,**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

Arbitrato - Contratto di *interest rate swap* tra banca ed operatore qualificato - Oggetto del contratto - Nullità per mancanza di comunicazione del *mark-to-market* - Insussistenza - Dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato.

(Art. 1346 e 1418, comma 2° , c.c.; art. 21, t.u.f.).

Oggetto del contratto di interest rate swap è lo scambio dei flussi finanziari che vengono effettivamente corrisposti nel corso della durata del contratto dopo essere stati quantificati in base ai criteri contrattuali e non la valutazione degli stessi.

Il mark-to-market non è un elemento del contratto di interest rate swap, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell'alea del contratto.

Non esiste un obbligo di comunicare il valore mark-to-market di un contratto derivato tra banca ed operatore qualificato.

La mancata comunicazione del valore mark-to-market, delle commissioni e profitti dell'intermediario non solo non incide sulla validità del contratto, ma non concreta nemmeno la violazione dell'art. 21, t.u.f..

Il pagamento di un upfront con la finalità di rinviare una perdita di un precedente contratto derivato estinto anticipatamente e contestualmente ad un nuovo interest rate swap è lecito e non crea alcun vizio causale del contratto la cui funzione è di dilazionare la restituzione di una somma pagata upfront.

Le ridotte dimensioni della società, il limitato volume di affari, l'assenza di personale qualificato, il basso grado d'istruzione del titolare e l'assenza di precedenti contratti derivati non costituiscono la prova contraria in merito all'assenza dei requisiti di professionalità ed esperienza e della conoscenza e conoscibilità di tale carenza in capo alla banca (1).

(*Omissis*). — MOTIVI DELLA DECISIONE. — 1. Le intese fra le parti: caratteristiche, evoluzione e natura

1.1. *Il Contratto Quadro e gli IRS applicativi*

1. Prima di esaminare nel merito le domande e le eccezioni delle parti, il Collegio ritiene opportuno riepilogare i termini degli accordi intervenuti tra le medesime parti e l'evoluzione dei rapporti tra le stesse, per come sono emersi all'esito dell'istruttoria.

2. Le intese prendono avvio con la stipula in data 10 ottobre 2003 del Contratto Quadro, con il quale sulle premesse della qualifica di XYY in termini di operatore qualificato (premessa a) e della libera determinazione di XYY a concludere il contratto «basata sulla sua valutazione della propria situazione patrimoniale e, più in particolare, delle proprie posizioni debitorie e creditorie» - le parti hanno convenuto le condizioni per la stipula di «*contratti specifici di interest rate swap*» («IRS») (art. 1) da concludersi di volta in volta, definiti come aleatori con espressa menzione dell'elevato rischio di perdite (art. 4).

Il Contratto Quadro non qualifica la tipologia degli specifici «*interest rate swap*» (di seguito «IRS») che avrebbero potuto essere stipulati in applicazione del Contratto Quadro stesso; né è dichiarata una specifica finalità (di copertura o altro) degli IRS da stipulare.

3. Da notare che il Contratto Quadro è stato convenuto a tempo indeterminato; pertanto a ciascuna delle parti era riconosciuto il diritto di recedere in qualunque momento, ferma l'operatività delle condizioni previste negli specifici IRS già stipulati (art. 13).

4. In forza del Contratto Quadro sono stati stipulati n. 6 IRS, le cui caratteristiche si descrivono qui in appresso.

5. Gli IRS in questione hanno in comune (tenuto conto del collegamento fra i primi due di cui al successivo n. 6) il medesimo nozionale di riferimento (salvo che per l'ultimo IRS, nel quale è previsto un nozionale decrescente a partire dal dicembre 2008).

È stato con essi assunto dalle parti l'obbligo di scambiarsi, per un certo numero di anni, una somma di denaro derivante dalla differenza risultante, periodo per periodo, dagli interessi

calcolati sul predeterminato capitale nozionale di riferimento in base a diversi tassi d'interesse, prestabiliti a priori (in misura fissa o variabile) per tutta la durata del contratto o la cui concreta determinazione è condizionata al verificarsi di eventi futuri ed incerti (relazione CTU, p. 14). Sulla base della struttura del derivato, per ciascun periodo di rilevazione ove il tasso parametro assunto dalla Banca fosse risultato tale da superare il tasso assunto da XYY, questa avrebbe guadagnato il differenziale positivo a proprio favore; viceversa, ove il tasso parametro assunto dalla Banca si fosse trovato, tempo per tempo, al di sotto del tasso parametro assunto da XYY, questa avrebbe dovuto corrispondere alla Banca il relativo differenziale (relazione CTU, p. 15).

6. In data 10 ottobre 2003, la Banca e XYY stipulavano i primi due IRS (rispettivamente denominati «IRS direzionale 318451UB3» e «IRS direzionale 318449UB»), aventi ciascuno un nozionale di 5 milioni di Euro. Il tasso parametro con essi assunto dalla Banca era l'Euribor 3 mesi (che nell'ottobre 2003 era pari al 2,05% ed era in sostanza prossimo ai minimi storici fino ad allora registrati; la tabella costituente l'allegato 4 alla relazione CTU indica l'andamento dell'Euribor 3 mesi dal 1999 al 2007 rappresentando crescita e abbassamenti di tale tasso nel periodo di riferimento; la tabella suddetta evidenzia, come anche sottolineato dal CTU, un sostanziale stallo del valore dell'Euribor nel biennio 2004 e 2005 e una successiva crescita nel 2006).

La simulazione dei possibili risultati nel periodo di efficacia dei primi due IRS (14.10.2003-14.10.2006) è riportata nell'allegato 5 alla relazione CTU ed evidenzia, quanto al primo IRS, un differenziale di periodo sempre a favore di XYY e, quanto al secondo IRS, marginale e solo occasionale rilievo in termini di copertura del rischio in caso di rialzo dei tassi e flussi di pagamento a carico di XYY in caso di riduzione del tasso Euribor; tali obblighi di pagamento risultano per certo periodo neutralizzati per i primi tempi dalla operatività del coevo derivato e non coperti invece nell'ultimo periodo.

Gli approfondimenti peritali hanno rilevato che i primi due IRS erano idonei (se unitariamente considerati e nel caso in cui si fosse verificato un innalzamento del tasso assunto dalla Banca) a generare per XYY un effetto di parziale copertura del rischio d'innalzamento dei tassi di interesse variabili (relazione CTU, p. 24).

7. I primi due IRS sono stati risolti consensualmente in data 22 marzo 2004. A tale data il primo IRS presentava un MtM positivo per Euro 53.000,00 mentre il secondo IRS aveva un MtM negativo per Euro 147.000,00.

Sempre in data 22 marzo 2004, le parti concludevano un terzo IRS (denominato «IRS protezione attiva con clausola di crescita programmata») avente un nozionale di Euro 10 milioni, durata di 5 anni e versamento dalla Banca a XYY di un *up front* di Euro 124.000,00 (all. 3 alla relazione CTU).

Il tasso parametro base assunto da entrambe le parti, sia pure con riferimento a periodi diversi di rilevazione, è l'Euribor 6 mesi.

Le caratteristiche strutturali del terzo IRS sono descritte nell'allegato 6 alla relazione CTU, che anche evidenzia gli effetti che il medesimo avrebbe potuto produrre, periodo per periodo, in due distinti scenari di tasso Euribor 6 mesi crescente e in due ulteriori speculari ipotesi di tasso Euribor a 6 mesi crescente e decrescente di uno 0,3% annuo.

All'esito degli accertamenti peritali è risultato che il terzo IRS aveva natura speculativa, pur incidentalmente generando marginali effetti concreti di parziale copertura del rischio di innalzamento dei tassi d'interesse variabile (relazione CTU, p. 31).

Il derivato non ha peraltro evidenziato la sussistenza di un'alea unilaterale a carico di una delle parti, essendo il meccanismo tecnico finanziario sotteso al derivato suscettibile di generare flussi di pagamento in favore o contro ciascuna delle parti (relazione CTU, p. 31 s.).

8. In data 24 gennaio 2005, il terzo IRS veniva anticipatamente risolto. A tale data detto IRS presentava un MtM negativo per Euro 102.000,00 (all. 3 alla relazione CTU).

Sempre in data 24 gennaio 2005, le parti concludevano un quarto IRS (denominato «IRS Surfer Swap 12635UB»), con un capitale nozionale sempre di 10 milioni di Euro, durata di 3 anni e versamento dalla Banca a XYY di un *up front* di Euro 102.000,00 (all. 3 alla relazione CTU).

I tassi di riferimento assunti dalla Banca e da XYY sono rispettivamente l'Euribor 3 mesi e l'Euribor 6 mesi.

Le caratteristiche strutturali del quarto IRS sono descritte nell'allegato 7 alla relazione CTU, che ne rappresenta pure gli effetti prodotti, periodo per periodo, in due distinti scenari di rialzo parallelo dei tassi Euro a 3 e a 6 mesi e in due ulteriori ipotesi speculari di tassi crescenti e decrescenti dello 0,3% annuo.

All'esito degli accertamenti peritali è risultato che anche il quarto IRS aveva natura speculativa, in assenza peraltro di alea unilaterale (relazione CTU, p. 34 s.).

9. Il quarto IRS veniva anch'esso anticipatamente risolto, in data 17 gennaio 2006. A tale data detto IRS presentava un MtM negativo per Euro 233.900,00 (all. 3 alla relazione CTU).

Sempre in data 17 gennaio 2006, le parti concludevano un quinto IRS (denominato «IRS direzionale Libor Yen»), con capitale nozionale di riferimento di Euro 10 milioni, durata biennale e versamento dalla Banca a XYY di un *up front* di Euro 233.900,00 (all. 3 alla relazione CTU).

I tassi di riferimento assunti dalla Banca e da XYY sono rispettivamente l'Euribor a 3 mesi e il Libor JPY a dodici mesi.

Le caratteristiche strutturali del quinto IRS sono descritte nell'allegato 8 alla relazione CTU, che ne rappresenta pure gli effetti prodotti, periodo per periodo, in due distinti scenari di rialzo parallelo dei tassi di riferimento e in due ulteriori ipotesi speculari di tassi crescenti e decrescenti dello 0,3% annuo.

Anche il quinto IRS aveva natura speculativa, ma non presentava alea unilaterale (relazione CTU, p. 34 s.).

10. Il sesto e ultimo IRS (denominato «Swap 505800UB») veniva concluso il 12 ottobre 2006 (previa risoluzione anticipata in pari data del quinto IRS, che alla data registrava un MtM negativo per Euro 447.000,00 all. 3 alla relazione CTU), con nozionale sempre di Euro 10 milioni, soggetto ad ammortamento a partire dal 31 dicembre 2008, durata decennale e versamento dalla Banca a XYY di un *up front* di Euro 447.000,00 (all. 3 alla relazione CTU).

Le caratteristiche strutturali del sesto IRS sono descritte nell'allegato 9 alla relazione CTU, che pure descrive le conseguenze economiche sottese alle condizioni convenute, con esame svolto su diverse ipotesi di possibile andamento del tasso variabile assunto dalla Banca (Euribor a 6 mesi) rispetto alle tre predeterminate variazioni di tasso fisso assunto invece quale parametro da XYY.

Anche il sesto IRS ha natura speculativa, ma non presenta alea unilaterale (relazione CTU, p. 41s).

1.2. *L'evoluzione dei rapporti tra le parti*

11. Nell'atto introduttivo dell'arbitrato XYY ha dedotto che, secondo le rappresentazioni della Banca e per tener conto degli interessi di XYY, gli IRS da stipularsi avrebbero dovuto avere funzione di copertura contro il rischio tassi.

È risultato confermato all'esito dell'istruttoria che la funzione di copertura dal rischio di rialzi costituiva specifico interesse di XYY e, per ammissione della Banca, finalità pacificamente discussa all'inizio del rapporto (v. p. 7 conclusionale Banca). Tuttavia detta finalità, come detto (v. sopra n. 2), non è stata espressa sul piano delle intese contrattuali.

12. All'esito dell'istruttoria è anche emerso che gli IRS successivi ai primi due avevano finalità di evitare/ritardare l'esborso del risultato negativo che emergeva in applicazione delle regole di cui agli IRS per ciò anticipatamente risolti (emblematica al riguardo la relazione CTU, ma sul punto si tornerà in appresso).

13. L'istruttoria orale ha fatto emergere che le rinegoziazioni sono state precedute da vari incontri nei quali sono stati rappresentati i rischi connessi ai derivati in corso e le possibili diverse modulazioni dell'IRS (v. deposizione dei testi zzz1 e zzz2 in data 30 settembre 2013).

È risultato parimenti confermato che nel corso degli incontri che hanno preceduto le rinegoziazioni degli IRS, lo specialista della Banca ha rappresentato la rispondenza dei prodotti via via proposti come funzionali alla gestione dell'indebitamento di XYY, cui pure rappresen-

tava la posizione penalizzata di XYY rispetto ai nuovi perché gravata del carico accumulato dagli MtM negativi (v. deposizione del teste zzz2 in data 30 settembre 2013) e che tuttavia XYY prestava «scarsa attenzione ... alle tecnicità presentate dalla Banca» (v. deposizione del teste xxx1, in data 4 novembre 2013).

14. Il mutamento e l'evoluzione della funzione degli IRS (di copertura per i due originari, speculativa invece per gli IRS rinegoziati, secondo quanto già rispettivamente anticipato nei precedenti nn. 6-10) ha trovato conferma anche all'esito della CTU, ove pure si rileva che i contratti rinegoziati evidenziano la rispondenza di essi allo scopo specifico di evitare l'esborso da parte di XYY del differenziale negativo. Si legge, infatti, a p. 11 della relazione CTU: «i contratti IRS successivi ai primi due (e, quindi, quelli stipulati a partire dal terzo contratto IRS ...) sono stati tutti stipulati con l'evidente (e, nel caso dei contratti successivi al terzo, anche reciprocamente riconosciuto, cfr le dichiarazioni in calce alle rispettive conferme di contratto, i.e. docc. nn. 15 e 16 dell'Attrice e il doc. 22 della Convenuta) scopo di neutralizzare sotto il profilo finanziario il valore negativo di mercato (c.d. Mark to Market) dei contratti precedenti anticipatamente risolti».

15. Con le rinegoziazioni XYY ha in definitiva conseguito l'effetto di differire l'esborso di quanto di volta in volta dovuto a seguito dell'anticipato scioglimento di IRS con MtM negativo; di contro, per la concreta strutturazione del derivato la stessa XYY ha assunto una posizione di rischio più elevata (ciò, secondo il CTU, sarebbe evidenziato dalla progressiva crescita dei valori negativi del MtM; relazione CTU, p. 26 ⁽¹⁾).

2. Sulle domande preliminari di XYY

(*omissis*)

3. Sulle domande in via principale di XYY

16. In via principale XYY chiede sia accertato se la Banca abbia rispettato l'art. 23 t.u.f. nonché di accertare e dichiarare la nullità del Contratto Quadro, degli IRS applicativi e della dichiarazione autoreferenziale resa da XYY.

Di seguito per maggior chiarezza si trascrivono le conclusioni formulate in via principale da XYY:

In via principale:

— verificare se la banca abbia rispettato l'art. 23 del D. lgs. 58/1998 e se sussista un contratto quadro conforme a legge

— accertare e dichiarare la nullità del negozio normativo, delle conferme d'ordine di swap e della dichiarazione autoreferenziale per i motivi di diritto esposti in narrativa, oltre la ripetizione dell'indebitato ed il risarcimento dei danni per i motivi ed il valore indicati in narrativa.

3.1. *Non sussistono elementi per negare validità alla dichiarazione autoreferenziale resa da XYY.*

17. Ad avviso del Collegio, l'esame delle domande formulate in via principale da XYY deve prendere avvio dalla questione della validità della dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato resa da XYY in data 10 ottobre 2003: XYY ha dichiarato sotto la propria responsabilità, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 31 del Regolamento Consob 1 luglio 1998, di possedere «una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, anche derivati e negoziati fuori borsa (Over The Counter)» e che in ragione di tale circostanza «la prestazione dei servizi di investimento dalla stessa richiesti verrà resa in deroga alle disposizioni del suddetto regolamento Consob richiamate dal citato art. 31» (doc. 4 Banca).

18. Ritiene il Collegio di aderire ai principi sanciti dalla Suprema Corte con la pronuncia

⁽¹⁾ A seguito di osservazione del CTP di parte della Banca per cui la crescita del MtM non sarebbe espressione della crescita della natura speculativa del derivato il CTU aderisce al rilievo, ma evidenzia che a partire dal terzo derivato l'*up front* è sempre stato coincidente con il MtM, rilevando che il riconoscimento di un *up front* è senz'altro sintomatico di una valutazione *ex ante* della crescente rischiosità del contratto.

del 26 maggio 2009, n. 12138 ⁽²⁾, la cui massima così recita: «la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante di una società che ha compiuto un'operazione di *swap*, secondo cui quest'ultima dispone della competenza ed esperienza richiesta in materia di operazioni in valori mobiliari, in assenza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario finanziario, esonera l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e costituisce argomento di prova che il giudice può porre a base della propria decisione, in ordine al riconoscimento della natura di operatore qualificato e all'accertamento della diligenza prestata dall'intermediario»; in adesione a tali principi ritiene il Collegio che l'art. 31 Reg. Consob e la dichiarazione ivi prevista abbiano funzione di richiamare l'attenzione del cliente sull'importanza della dichiarazione e, al contempo, di svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere un accertamento sulla corrispondenza tra tale dichiarazione e la reale situazione dei fatti.

Ne deriva che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante, secondo cui la società dispone della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in strumenti finanziari, esoneri l'intermediario stesso dall'obbligo delle ulteriori verifiche sul punto. Dovendosi comunque tenere presente che, secondo quanto statuito dal Supremo Collegio, è sempre la parte interessata a dover dimostrare che i cennati elementi contrari fossero noti o conoscibili da parte dell'intermediario.

19. Tale dichiarazione costituisce pertanto una presunzione, superabile con la prova positiva dell'assenza di tali requisiti di professionalità ed esperienza e della conoscenza/conoscibilità di tale carenza in capo alla Banca.

In assenza di tale prova, che deve esser positivamente fornita dalla attrice, la dichiarazione può costituire argomento su cui fondare la convinzione della sussistenza in capo a XXX (all'epoca xxxxx S.p.A.) dei presupposti per il riconoscimento della natura di operatore qualificato.

20. Ritiene il Collegio che XXX non abbia in effetti dedotto né fornito prova di circostanze specifiche dalle quali desumere la conoscenza da parte della Banca della mancanza di detti requisiti in capo a XXX (all'epoca xxxxx S.p.A.).

21. Dell'assenza di tale requisito non v'è in primo luogo evidenza documentale.

22. Appaiono invero al riguardo inidonee la dichiarazione secondo cui il legale rappresentante di XXX sarebbe stato soggetto con un grado non sufficiente di istruzione e il generico richiamo ai bilanci della società e alla Centrale Rischi.

In particolare, quanto al livello di istruzione di legale rappresentante di XXX, la deduzione appare insufficiente in quanto il requisito in questione va riferito alla organizzazione costituita nella società attrice e non alla sola competenza del soggetto che ha sottoscritto la dichiarazione medesima.

Quanto ai bilanci, il generico riferimento ad essi appare inidoneo, tenuto conto in primo luogo che il bilancio relativo all'anno 2002 non risulta prodotto ⁽³⁾; né lo sono i bilanci relativi agli anni precedenti, in ipotesi disponibili al momento della stipula del Contratto Quadro.

Pertanto, ove anche tali bilanci in ipotesi contenessero indicazioni utili (ma nulla si legge nelle difese di XXX sulle concrete informazioni da essi ritraibili) all'apprezzamento da parte della Banca della assenza in XXX dei requisiti di operatore qualificato, manca in atti prova della esistenza di tali informazioni, e comunque della conoscenza di esse da parte della Banca.

Tale carenza in termini di deduzioni e prova è tanto più rilevante se si considera che l'obbligo di indicare in nota integrativa le operazioni in derivati è stato introdotto solo con il

⁽²⁾ Cui aderisce la giurisprudenza maggioritaria; v. *ex plurimis*, Trib. Rimini, 28 maggio 2010 e Trib. Forlì, 14 aprile 2010, entrambe in BBTC, 2011, II, 265; Trib. Milano, 19 aprile 2011, in BBTC, 2011, II, 748; Trib. Milano, 8 febbraio 2012; Trib. Ravenna, 8 luglio 2013.

⁽³⁾ Il doc. 6 di XXX denominato in elenco quale «bilancio di esercizio al 31.12.2002» riproduce il solo passivo dello stato patrimoniale del bilancio al 31 dicembre 2003 sia pur con colonna di raffronto 2002.

d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394 (art. 1, entrato in vigore a far data dal 1 gennaio 2005); ed infatti l'operatività in derivati non risulta segnalata ancora nel bilancio al 31 dicembre 2003, né in quello al 31 dicembre 2004 (allegati alla relazione CTU, *sub* 2), quando pacificamente erano stati stipulati tra le parti i primi IRS qui oggetto di contestazione.

Parimenti, il generico richiamo alle risultanze della Centrale Rischi non appare sufficiente, tenuto conto che l'obbligo di segnalazione della operatività in derivati è stato introdotto nel 2004, con apposita modifica della circolare n. 139 del 11 febbraio 1991.

23. Di scarso rilievo sul punto anche gli esiti della istruttoria orale.

All'esito di tale istruttoria è, infatti, emerso che XYY non aveva in precedenza concluso operazioni in derivati, ma che nella struttura organizzativa vi erano soggetti che avevano sviluppato pregresse esperienze e maturato competenze proprio in derivati (v. deposizione del funzionario della Banca, zzz1, all'udienza del 30 settembre 2013 sui capitoli *sub* 25 e 26 di XYY). Non si individua in sostanza una testimonianza del funzionario bancario in sostanziale contraddizione della dichiarazione autoreferenziale di XYY. Fermo restando che i derivati sono solo una delle tipologie di «*strumenti finanziari*» cui l'art. 31 Reg. Consob riferisce il requisito di esperienza e competenza di cui si discute.

Lo stesso responsabile amministrativo di XYY, che pure in sede di testimonianza ha dichiarato di non aver notizia di precedenti operazioni in derivati da parte di XYY (v. deposizione del teste xxx1 all'udienza del 4 novembre 2013, sul capitolo 25 di XYY), chiamato a rispondere sulla conoscenza da parte della Banca della inesperienza di XYY, non ha confermato tale circostanza, limitandosi a dichiarare che alla Banca erano stati mostrati i bilanci e fornite informazioni sugli affidamenti in essere (v. deposizione del teste xxx1 all'udienza del 4 novembre 2013, sul capitolo 26 di XYY).

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

24. Né la mancanza di competenza ed esperienza emerge *ictu oculi* da altre circostanze, cui pure ha attribuito rilievo parte della giurisprudenza; il riferimento è in particolare alle ridotte dimensioni della società, al limitato volume d'affari o all'assenza di personale e/o di mezzi ⁽⁴⁾. XYY era società per azioni svolgente attività di rilievo nazionale, con ricavi da vendite e prestazioni pari a quasi Euro 35 milioni nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2003, e con dotazione di persone e mezzi di indubbia rilevanza (i salari e gli stipendi corrisposti, sempre nel 2003, ammontano a quasi Euro 3 milioni e l'attivo circolante nel medesimo anno è superiore a 26 milioni di Euro) ⁽⁵⁾.

25. Le risultanze dell'istruttoria non consentono, pertanto, di superare la presunzione costituita con la dichiarazione autoreferenziale relativa al possesso di esperienza e competenza in materia di strumenti finanziari; ove anche si volessero in ipotesi considerare mancanti l'esperienza e competenza dichiarate, non risulta provato che di ciò fosse a conoscenza la Banca.

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

26. E, peraltro, la natura di operatore qualificato di XYY trova conforto anche nella decisione pronunciata tra le parti dal Tribunale di Milano nel procedimento di reclamo sulle

⁽⁴⁾ Il riferimento è in particolare a App. Milano, 18 settembre 2013 (su cui pure si tornerà anche nel prosieguo) che, nonostante la presenza di contraria dichiarazione autoreferenziale, ha escluso la validità della stessa in considerazione della natura (snc) e della piccola dimensione dell'investitore, operante nel commercio di gomme e del tutto priva di dipendenti/consulenti. Rilevante nella valutazione della Corte è stata poi la circostanza — pure assente nel caso qui esaminato — della esistenza di un primo contratto quadro tra le stesse parti che escludeva espressamente che il cliente rientrasse nella categoria degli operatori qualificati, salvo far comparire la diversa autocertificazione in nuovo contratto quadro stipulato a poco più di anno in sede di rinegoziazione del precedente.

⁽⁵⁾ Nel senso del rilievo di tali elementi ai fini della valutazione de qua si veda ancora Cass. Civ. 26 maggio 2009, n.12138.

istanze cautelari di XYY che hanno preceduto il presente arbitrato (doc. 38 Banca, ove espressamente si dà atto che nel caso di specie «si è avuta una negoziazione individuale con operatore qualificato»).

27. Da quanto sopra deriva che XYY deve essere considerato operatore qualificato, capace allora di assumere consapevolmente il rischio di operazioni aleatorie, in ipotesi anche speculative, come quelle in derivati.

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

3.2. *Non sussistono elementi per negare validità al Contratto Quadro e agli IRS applicativi.*

28. Fermo quanto sopra osservato in ordine alla portata della dichiarazione autoreferenziale sottoscritta da XYY, nella prospettiva dell'attrice vi sarebbero plurime ragioni — variamente dedotte negli scritti di causa — per dichiarare la nullità del Contratto Quadro e degli IRS applicativi. In particolare, essa sarebbe conseguenza:

a. di difetto genetico di causa (per essere stato il contratto venduto come una assicurazione, mentre invece si sarebbe trattato di derivati speculativi: v. p. 11 atto introduttivo; p. 3 prima memoria);

b. per la unilateralità dell'alea (p. 3 prima memoria);

c. della indeterminatezza dell'oggetto (per mancata indicazione del MtM e per l'esistenza di costi impliciti: v. p. 3 prima memoria);

d. per mancata indicazione e negoziazione di costi impliciti oltre che del MtM (p. 7 memoria conclusionale);

e. per violazione degli artt. 27, 28, e 29 del Reg. Consob e dell'art. 21 t.u.f. che comporterebbe l'invalidità (oltre che la risoluzione, profilo su cui si tornerà nel successivo § 4) dei contratti conclusi (v. pp. 2 ss. atto introduttivo e p. 5 ss. memoria conclusionale);

f. per mancato adeguamento alla normativa Mifid (p. 13 atto introduttivo).

29. Nella sua struttura basilica l'IRS è un contratto bilaterale che realizza lo scambio tra due prestazioni pecuniarie, esigibili a determinate scadenze periodiche, calcolate applicando due diversi tassi di interesse ad un capitale (nozionale) di riferimento. Tale contratto non risponde alla finalità di eliminare i rischi di variazione dei tassi, bensì — per così dire — trasforma il rischio, che rimane insito in ogni contratto di *swap*.

Così, ad esempio, con riguardo ad un certo finanziamento si possono rimodulare i rischi connessi alla variabilità del tasso, ma con gli *swap* non si elimina il rischio del tasso variabile godendo i benefici del tasso fisso.

30. Come visto (sopra ai nn. 2-10), sono stati stipulati tra le parti il Contratto Quadro e n. 6 IRS applicativi, i primi nell'ottobre 2003 e l'ultimo in data 12 ottobre 2006.

31. Il Contratto Quadro risponde ai requisiti e alle informazioni richieste per tale genere di contratto che sia stipulato con un operatore qualificato.

32. Non risulta provata documentalmente l'esistenza di una intesa fra le parti circa la funzione esclusivamente di copertura del rischio cui i derivati via via stipulati avrebbero dovuto conformarsi in ragione della causa concreta del contratto. Al contrario, come sopra già rilevato (v. n. 2), il Contratto Quadro non qualifica né delimita la tipologia di IRS da stipularsi tra le parti.

33. Anche all'esito dell'istruttoria orale non ha trovato sicura conferma l'affermazione di XYY secondo cui la funzione di copertura sarebbe assurda a causa concreta del contratto.

Il teste zzz1, funzionario della Banca, ha riferito che la funzione dei derivati era «*la gestione del rischio tasso*» (v. verbale del 30 settembre 2013, *sub* capitoli 5 e 6 della Banca e *sub* capitoli 7 e 8 sempre della Banca) e che in occasione degli incontri la Banca chiariva che essa «non assicurava alcunché e non si trattava di operazione di copertura del rischio, ma di gestione del rischio tasso. Dunque non era per effetto delle dichiarazioni degli esponenti di ZZ che XYY poteva maturare il convincimento di assicurare la copertura dei tassi di interesse» (v. verbale del 30 settembre 2013, *sub* capitoli 22 e 23 di XYY).

Non sufficienti, perché a tratti contraddittorie, paiono poi al Collegio le dichiarazioni rese

dal teste xxx1, responsabile amministrativo di XYY all'epoca dei fatti, il quale, chiamato a riferire su quanto era stato rappresentato dalla Banca circa la funzione degli *swap*, da un lato ha riferito che la Banca avrebbe assicurato alla società che l'operazione avrebbe avuto funzione di «coprire i rischi di tasso di altre operazioni finanziarie», ma, dall'altro, ha poi dichiarato di non ricordare «quanto venne illustrato all'epoca dalla Banca» (v. verbale del 4 novembre 2013, rispettivamente sui capitoli 22 di XYY e sul capitolo 4 della Banca).

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

34. Rispetto alle carenze probatorie sulla dedotta esistenza di una intesa sulla funzione di sola copertura dei prodotti, non soccorrono nel caso di specie neppure i — pur possibili in astratto — confronti con la natura dell'indebitamento di XYY che l'operazione sarebbe stata in ipotesi destinata a coprire: non v'è infatti indicazione né chiara evidenza di tale indebitamento. Nulla si legge anche su tale profilo nelle deduzioni delle parti.

Anche al riguardo vi sono solo indizi insufficienti nella CTU: il Consulente Tecnico d'Ufficio ha solo presunto un collegamento funzionale degli IRS con l'indebitamento di XYY derivante da mutui — e poi sviluppato le proprie indagini nei diversi possibili scenari di indebitamento a tasso variabile o tasso fisso — non essendo agli atti il tasso effettivo convenuto per tali mutui.

35. Il rappresentato interesse di XYY alla funzione di copertura non ha trovato riscontro in atti e comunque non si è tradotto in specifica causa e/o in limitazione espressa dell'oggetto del Contratto Quadro degli IRS applicativi ⁽⁶⁾.

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

36. Le caratteristiche dei negozi attuativi del Contratto Quadro (ossia gli IRS applicativi) sono descritte nella relazione CTU, che collegamento degli IRS con l'indebitamento da mutui; le risultanze della CTU paiono condivise dalle parti, che nulla hanno contestato nell'udienza appositamente fissata per eventuali osservazioni alla cennata relazione né hanno rilevato criticità nelle memorie conclusive.

37. Emerge allora che, alla luce degli accertamenti peritali, gli IRS inizialmente conclusi sono in linea con la finalità di copertura del rischio che la difesa dell'attrice assume perseguita dall'investitore, come si evince dal nozionale corrispondente all'indebitamento.

Il terzo IRS ha carattere speculativo, con marginale funzione di copertura.

Il quarto, il quinto ed il sesto IRS hanno invece funzione speculativa.

Nessuno degli IRS stipulati presenta alea unilaterale.

38. È pacifico che la rimodulazione degli IRS è conseguita alla specifica volontà di XYY di rinviare il pagamento del differenziale negativo, interesse che trova espresso riscontro, come anche evidenziato dal CTU, nel contenuto letterale degli IRS applicativi.

39. La successiva rimodulazione fino al sesto IRS, avente in effetti una struttura più complessa, ha comunque causa lecita, giacché la presenza di una componente speculativa non fa venire meno la validità del contratto derivato (Trib. Milano, 8.12.2012; nel senso del rilievo dell'interesse dell'investitore a differire l'esborso v. anche Trib. Verona, 10.12.2012 e Trib. Verona, 15.11.2012 ⁽⁷⁾).

⁽⁶⁾ Ciò che non consente di ritenere applicabili al caso esaminato i principi elaborati da certa giurisprudenza di merito (anche richiamate nelle difese di XYY) con riguardo alla nullità per mancanza di causa contratti dei contratti di *swap* stipulati in funzione di pacifica copertura (perché anche consacrato in apposita clausola negoziale o pacificamente riconosciuta), ma rilevatisi invece avere natura meramente speculativa. Il riferimento è, fra le altre, a Trib. Ravenna, 8 luglio 2013, App. Trento, 3 giugno 2013, App. Milano, 18 settembre 2013).

⁽⁷⁾ Che con riguardo alle rinegoziazioni degli *swap* evidenzia: «In questi casi quindi le parti estinguono il primo *swap* facendo così sorgere l'obbligazione di pagamento della perdita dallo stesso generata che contestualmente estinguono, facendo sorgere una nuova obbligazione in virtù di un nuovo titolo. È così che il nuovo *swap* assume una funzione che è necessariamente speculativa in

La componente speculativa, peraltro, rispondeva in fatto, come detto, a specifica richiesta di XYY di rinviare l'esborso del differenziale negativo.

40. Il derivato può in sostanza avere funzione più marcatamente di copertura (ossia, con estrema semplificazione, obiettivo di neutralizzare le conseguenze negative di variazioni avverse o inattese di tassi di interesse) ovvero di speculazione, così come una funzione mista variamente graduata.

In caso di rinegoziazione di un derivato per la «perdita» che si sia subita con riguardo al precedente, quand'anche si modifichi l'originaria logica economica del derivato, non si avrà per ciò solo nullità del contratto per vizio della causa, atteso che non v'è dubbio che i derivati anche speculativi sono contratti leciti.

Quanto sopra non contrasta — ad avviso del Collegio — con quegli orientamenti giurisprudenziali⁽⁸⁾ secondo cui, a prescindere dalla astratta legittimità dei contratti in derivati di natura speculativa, tali contratti possono essere considerati invalidi se conclusi con operatori inconsapevoli dell'alea cui il consumatore medesimo si espone. Nel caso qui esaminato si è infatti in presenza di un operatore qualificato, per ciò consapevole del rischio e delle opportunità dell'operazione e quindi capace di assumere, consapevolmente appunto, il rischio di operazioni aleatorie.

Va da sé che la vicenda potrebbe invece rilevare sul piano dell'annullamento per errore (ove l'investitore dia prova di aver male inteso la nuova funzione del contratto e che l'intermediario abbia potuto avvedersi di tale circostanza) o per dolo (ove l'investire dia prova di artifici e raggiri posti in essere dall'intermediario), ove ne sussistano i presupposti.

41. Né sussiste l'unilateralità dell'alea, pure invocata da XYY, essendo rimasta smentita tale pretesa unilateralità all'esito della CTU, in merito alla quale — come si premetteva — neppure le parti hanno mosso analitiche contestazioni critiche. Ed invero proprio la Relazione peritale ha escluso che le caratteristiche dei vari contratti in astratto, e nel loro contenuto concreto, siano tali da integrare le patologie negoziali che certa giurisprudenza ha avuto occasione di prendere in esame pure di recente.

3.3. *Sono conseguentemente rigettate le domande formulate in via principale da XYY*

42. Alla luce delle considerazioni che precedono il Collegio ritiene non sussista nel caso di specie il vizio di nullità per difetto genetico di causa e per unilateralità dell'alea (l'alea insista in ogni contratto di *swap* induce il Collegio ad aderire a quegli orientamenti che ritengono che solo in presenza di alee unilaterali acclamate possa eventualmente sussistere un vizio invalidante il contratto di *swap*).

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

43. Quanto alle dedotte nullità per mancata indicazione del MtM e dei costi impliciti, per violazione dell'art. 21 t.u.f. e degli artt. 27, 28, e 29 Reg. Consob, e per mancato adeguamento alla normativa Mifid, le circostanze in fatto poste da XYY a base della dedotta nullità sono le medesime poste a fondamento degli specifici inadempimenti asseritamente addebitabili alla Banca e suscettibili di rilievo ai fini della domanda di risoluzione avanzata in via subordinata da XYY. Dette circostanze di fatto saranno esaminate nel successivo § 4 e per economia di trattazione in quella sede sarà pure trattata la questione della nullità di cui qui sopra detto. Si

quanto è diretto a ridurre o a differire nel tempo il concreto realizzarsi della perdita provocata dallo swap precedente».

(8) V. in partic. Trib. Cosenza 18 giugno 2014, Trib. Torino, 17 gennaio 2014 e App. Trento 3 giugno 2013, che hanno dichiarato la nullità del contratto stipulato tra la banca ed un operatore non qualificato, per aver esse stipulato strumenti finanziari marcatamente speculativi (in spregio della convenuta funzione di copertura) e, talvolta addirittura, unilateralmente aleatori. Parimenti non in termini è App. Milano, 18 settembre 2013, pure relativa ad operazione conclusa tra la banca ed un consumatore, dichiarata nulla per l'irrazionalità dell'alea (intesa nel senso della non misurabilità della stessa con riguardo ad un derivato stipulato con funzione di copertura, ma rivelatosi di natura speculativa).

anticipa solo che detta pretesa nullità non sussiste, per le ragioni di cui in appresso appunto si dirà.

44. Deve infine osservarsi che appare inammissibile, per genericità, la richiesta di accertare se la Banca abbia rispettato l'art. 23 t.u.f. Nulla si legge nelle memorie di XYY circa pretese violazioni dell'art. 23 t.u.f., su cui anche solo fondare l'interesse all'accertamento richiesto.

45. Per l'ipotesi — invero non creduta, atteso che il richiamo al suddetto art. 23 t.u.f. si ripete nelle conclusioni formulate da XYY nell'atto introduttivo del giudizio, nella prima memoria e nel foglio di precisazione delle conclusioni — che il riferimento sia frutto di errore di battitura e debba intendersi all'art. 21 del t.u.f., l'eventuale incidenza in termini di nullità del contratto delle violazioni degli obblighi in esso previsti sarà trattata nel successivo § 4, cui pertanto il Collegio rinvia.

46. In conclusione, il Collegio rigetta tutte le domande formulate in via principale da XYY, come sopra trascritte.

4. Sulle domande formulate in via subordinata da XYY

(omissis)

4.1. *Non sussistono elementi comprovanti gravi inadempimenti dell'art. 21 t.u.f., anche in ordine a pretese omissioni informative della Banca in merito alla natura speculativa degli swap, alla specifica natura dei singoli derivati ed al conflitto di interessi*

47. Quanto alla violazione dell'art. 21 t.u.f. essa, nella prospettiva dell'attrice (secondo quanto si legge a p. 2 dell'atto introduttivo del presente procedimento) si ricollega, in primo luogo, a generiche deduzioni circa il fatto che:

a. i derivati sarebbero stati «unilateralmente propinati» (p. 3) dalla Banca;

b. nessun operatore della Banca avrebbe rappresentato a XYY «in particolare all'inizio del primo swap e a ridosso della scadenza delle prime operazioni» (p. 3), il tipo e gli effetti dell'operazione.

48. Le circostanze di cui sopra risultano smentite dalle risultanze istruttorie, che hanno confermato l'esistenza di incontri e negoziazioni tra le parti (v. dichiarazioni del teste zzz1 all'udienza del 30 settembre 2013 e del teste xxx1 all'udienza del 4 novembre 2013, che confermano gli incontri e i colloqui fra le parti sin dall'origine del rapporto poi sfociato nella stipulazione dei derivati).

49. La violazione dell'art. 21 t.u.f. si ricollega poi, nelle deduzioni di XYY, al dovere dell'intermediario di non agire in conflitto di interessi, di agire con trasparenza e di informare il cliente sulla natura della operazione, in quanto le operazioni sarebbero state improntate a finalità esclusivamente speculative mentre venivano rappresentate come prodotto di copertura, senza alcuna informazione sui rischi che gli strumenti comportavano. La violazione dell'art. 21 t.u.f. si ricollega poi, nella medesima prospettiva, alla mancanza di procedure interne idonee ad assicurare l'efficiente e corretta prestazione del servizio (violazione che XYY ricollega all'avvicinarsi degli interlocutori per conto della Banca). In memoria conclusionale XYY richiama anche la violazione da parte della Banca degli artt. 27 (conflitto di interessi), 28 (valutazione propensione al rischio e adeguatezza delle informazioni) e 29 (operazioni inadeguate) del Reg. Consob (p. 5s).

50. La Banca convenuta ha contestato gli addebiti, rilevando che XYY era un operatore qualificato, pertanto a conoscenza degli strumenti finanziari di cui si discute, ed aggiungendo di aver rappresentato la natura aleatoria dei contratti e di aver offerto prodotti in linea con le esigenze rappresentate da XYY (v., in particolare, memoria conclusionale, pp. 5-7).

51. Ritiene il Collegio che l'autocertificazione resa da XYY circa la natura di operatore qualificato senz'altro non esime la Banca dal rispetto degli obblighi di cui all'art. 21 t.u.f. (né dal rispetto degli obblighi di cui all'art. 26 Reg. Consob); obblighi che nei derivati *over the counter* (ossia quelli in cui la banca assume il duplice ruolo di intermediario e di parte), come sono pacificamente quelli oggetto di causa, assumono particolare rilievo per la posizione astrattamente conflittuale della banca (Trib. Milano, 19.4.2011; App. Milano, 18.9.2013).

52. È ormai pacifico, a seguito della pronuncia di Cass. Sez. un. 19 dicembre 2007, n.

26724, che l'eventuale violazione di norme comportamentali da parte dell'intermediario nella fase della negoziazione e/o della attuazione del rapporto, pur non potendo determinare la nullità dei contratti, può incidere sul piano della responsabilità dell'intermediario, qualora risulti pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto. Ove il comportamento scorretto attenga alla fase della negoziazione, il risarcimento del danno deve essere commisurato al minor vantaggio ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che sia dimostrata l'esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale diretto; la violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione può assumere connotati di vero e proprio inadempimento o non esatto adempimento che, oltre ad ingenerare obblighi risarcitori, può condurre anche alla risoluzione del contratto ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c.

53. Ritiene il Collegio che dall'istruttoria non sia emersa prova di violazione da parte della Banca degli obblighi di cui all'art. 21 t.u.f. e 26 Reg. Consob e, comunque, non siano nel caso di specie ravvisabili inadempimenti connotabili in termini di gravità tali da comportare la risoluzione del rapporto per inadempimento.

54. All'esito della CTU è risultato che i derivati rispondevano alle esigenze via via manifestate da XYY.

Premesso che ai fini della valutazione della sussistenza in termini di gravità dell'inadempimento della Banca deve innanzitutto tenersi conto della natura di operatore qualificato di XYY, v'è da dire che non v'è prova che la Banca abbia indotto XYY alla stipula di contratti diversi da quelli che la predetta società intendeva stipulare.

Sul punto le rappresentazioni di XYY appaiono, invero, generiche e non supportate, atteso che — come detto — manca ogni deduzione (oltre che prova) circa la concreta esposizione (in termini di indebitamento e di relativi tassi applicabili) che in tesi avrebbe dovuto costituire parametro rispetto al quale valutare l'adeguatezza del prodotto. Il Collegio non può allora che fare proprie le conclusioni formulate dal CTU circa la funzione di copertura dei primi IRS e assumere, in assenza di elementi contrari, che all'epoca detta funzione rispondesse all'interesse di XYY; fermi restando i margini di aleatorietà insiti nell'operazione — non confondibile con una assicurazione contro il rischio di tasso — divenuti certo evidenti al momento della risoluzione anticipata dei primi due IRS (allorquando, decorso poco meno di un anno, si registrava un differenziale negativo netto di poco inferiore all'1% del nozionale).

Non ha trovato conferma, all'esito dell'istruttoria, la rappresentazione di parte XYY secondo cui la Banca avrebbe imposto a XYY la rinegoziazione dei derivati (così si legge a p. 3 s. dell'atto introduttivo di XYY), essendo invece al contrario emerso che la Banca ha rappresentato via via a XYY, per tener conto dell'interesse di questa a non pagare i saldi negativi, nuove ipotesi che la stessa XYY si è poi autonomamente determinata a stipulare.

55. Il teste zzz2, specialista in derivati della Banca, sentito sui contratti in essere dal 2005 (ossia successivi allo scioglimento dei primi due), ha riferito che la stipula di ciascun IRS era stata preceduta da incontri presso XYY nel corso dei quali erano state a quest'ultima illustrate le caratteristiche dei prodotti, anche con simulazioni; lo stesso ha altresì riferito che il responsabile presente agli incontri per conto di XYY si presentava quale soggetto che conosceva il funzionamento dell'IRS anche perché poneva domande pertinenti (v. deposizione teste zzz2 del 30 settembre 2013); le circostanze sono confermate anche dal teste zzz1 sentito in occasione della medesima udienza). Lo stesso teste zzz2 ha riferito, ancora, che il terzo ed il quarto IRS avevano funzione di gestione dell'indebitamento, mentre il quinto IRS aveva funzione di copertura del rischio di un possibile aumento dei tassi (tasso variabile contro tasso fisso; tasso fisso penalizzato rispetto al mercato perché gravato dal carico accumulato come MtM). Lo stesso teste zzz2 ha altresì chiarito che XYY è sempre stata libera di mantenere l'IRS in corso, per il quale la Banca non richiedeva l'estinzione anticipata o il pagamento del MtM (v. verbale udienza del 30 settembre 2013).

Alla XYY veniva lasciato anche del materiale illustrativo ed esplicativo e XYY medesima

dopo qualche giorno dagli incontri assumeva le proprie determinazioni (così è stato confermato dai testi zzz1 e zzz2, v. verbale udienza 30.9.2013).

Lo stesso teste xxx1 ha chiarito che in sede di rimodulazione dei derivati l'interesse principale di XYY era evitare il rimborso della perdita realizzata con il precedente derivato (v. verbale udienza del 4 novembre 2014).

56. Sul punto v'è un ulteriore profilo che il Collegio ritiene rilevante nella valutazione della condotta delle parti.

Si rammenta che il rapporto di cui si controverte ha avuto origine nel 2003 e si è articolato nella stipula di ben 6 contratti derivati, di cui all'esito della CTU è risultata confermata la funzione di copertura quanto ai primi due e una funzione speculativa quanto agli altri 4 (leggermente attenuata per il terzo IRS). Si aggiunge che XYY ha rinegoziato con la Banca i contratti derivati e che non sono emersi in sede di istruttoria elementi sicuri in ordine ad una non equa gestione del conflitto di interessi e/o ad omissioni in termini di trasparente informazione sulle operazioni e sui rischi.

La CTU ha confermato che i primi due IRS applicativi rispondevano a esigenze di copertura discusse tra le parti, fermo restando che la copertura del rischio manteneva margini di aleatorietà di cui XYY non poteva non essere consapevole, atteso che l'aleatorietà è evidenziata *per tabulas* nel Contratto Quadro.

L'alea riguardava peraltro entrambe le parti ed anche di questo XYY non può non aver avuto consapevolezza, atteso che già nel corso dei primi due IRS era emerso (sicuramente al momento della anticipata scioglimento) un credito di XYY con riguardo al primo IRS ed un debito di XYY stessa con riguardo al secondo IRS.

È pacifico che la rinegoziazione dei primi due IRS è avvenuta nella comune consapevolezza che essa serviva a rinviare il pagamento del differenziale negativo netto maturato; ma per il tramite di una operazione parimenti aleatoria, ancora una volta senza però realizzare alcuna alea unilaterale o anche soltanto «irrazionale» da percepirsi ovviamente *ex ante*, sul piano oggettivo.

Del resto il fatto che i contratti derivati poi stipulati tra le parti fossero caratterizzati dalla corresponsione di *up front* a favore di XYY rappresenta un indice segnaletico della circostanza che i predetti rapporti negoziali, rispetto agli scenari attesi, incorporavano una aspettativa negativa che dunque era stata assunta — sempre sul piano oggettivo — come razionalmente sussistente *ex ante*.

In tale situazione XYY ha, quindi, consapevolmente scelto di proseguire nei rapporti con la Banca.

Ebbene, riguardo a tale scelta non emergono elementi a sostegno dell'assenza della necessaria consapevolezza da parte di XYY. Se alla rimodulazione XYY si è determinata senza prestare attenzione al rischio connesso all'aleatorietà dell'operazione (allora già toccata con mano in sede di scioglimento dei primi due IRS) ed ha considerato solo i vantaggi, nella prospettiva del momento, del rinvio del pagamento del saldo negativo, l'effetto economico finale di tutto ciò non pare addebitabile alla Banca.

57. Quanto alle dedotte violazioni delle norme regolamentari, deve rilevarsi che nel caso di specie non trovano applicazione le disposizioni di cui agli artt. 27, 28, 29 del Reg. Consob di cui XYY invoca la violazione per sostenere la natura *contra ius* e pertanto l'invalidità o la risoluzione contrattuale per grave inadempimento della Banca (v. conclusionale XYY, p. 5 s.). Nel caso di specie non trovano applicazione le norme dettate per l'offerta fuori sede (art. 36 Reg. Consob), che non si applica agli operatori qualificati (v. art. 36, comma 3, Reg. Consob).

4.2. *Non sussistono elementi per ritenere che la mancata indicazione del MtM e dei costi impliciti comporti la dedotta nullità dei contratti o integri grave inadempimento della Banca*

58. Nell'atto introduttivo del procedimento arbitrale XYY rappresentava che nella negoziazione relativa ai contratti di *swap* la Banca avrebbe agito occultando le commissioni e omettendo di informare adeguatamente XYY, fra l'altro, sui costi dell'operazione (p. 6). La Banca avrebbe poi omesso di fornire qualsivoglia informazione sul MtM, impedendo a XYY di effettuare scelte consapevoli di disinvestimento (p. 3 prima memoria). Da tali considerazioni

XYY fa derivare la nullità dei contratti derivati poi stipulati e, in subordine, il grave inadempimento della Banca su cui fonda la richiesta di risoluzione contrattuale e, ancora in subordine, la richiesta di annullamento per errore o dolo.

59. Quanto alla consistenza di tali costi impliciti, deduce XYY che «La ZZ ha potuto occultare al cliente la negoziazione di opzioni ottenendo il beneficio di non corrispondere il dovuto valore economico dei premi delle operazioni acquisite» (p. 6). A p. 8 della comparsa conclusionale XYY afferma che «La banca, infatti, non indica nei propri moduli l'esistenza di commissioni, costi, spese che dovranno essere liquidate al momento dello scambio dei differenziali» (p. 8) e che sarebbe stato occultato «il compenso dell'intermediario rappresentato dai c.d. costi impliciti» (p. 9). XYY ha poi articolato un capitolo di prova per testi (capitolo sub 20) avente ad oggetto la circostanza per cui la Banca non avrebbe informato XYY «del calcolo delle operazioni, dei costi delle operazioni, del mark to market».

60. Sin dalla sua prima difesa la Banca — correttamente, non essendovi indicazione di altri elementi suscettibili di integrare costi impliciti — ha ritenuto che la cennata doglianza si riferisse ai margini di intermediazione che essa avrebbe dovuto sostenere per coprire l'operazione sul mercato, secondo le normali prassi operative delle banche e di cui essa stessa, secondo quanto dedotto dalla Banca, ha tenuto conto nella determinazione dei parametri per lo scambio dei differenziali: «tali margini sono ottenuti attraverso l'imposizione di specifici parametri all'operazione. Parametri che, è il caso di sottolinearlo, per evitare i fraintendimenti in cui cade controparte, sono tutt'altro che impliciti, essendo indicati in modo palese sul singolo ordine e poi riflessi nel calcolo dei flussi periodici» (prima memoria Banca, p. 30). La circostanza è stata confermata all'esito dell'istruttoria dal teste zzz2, verbale udienza 30.9.2013); il teste xxx1 ha invece riferito che il costo delle operazioni, non meglio precisato, sarebbe stato appreso da XYY al momento della chiusura delle operazioni, riferendo di non ricordare se esso venisse definito in anticipo (v. verbale udienza 4.11.2013).

61. I contratti non contengono in effetti indicazione dei margini di intermediazione.

62. Ritiene il Collegio che tale circostanza in un contesto in cui nessuna norma imponeva alla Banca di esplicitare tale componente e la prassi bancaria non conteneva tale specifica indicazione non sia tale da comportare la nullità dei contratti, tanto meno sotto il profilo della mancanza e/o della illiceità della causa.

63. Ritiene il Collegio che nel caso di specie non possano trovare applicazione i diversi principi elaborati dalla Corte d'Appello di Milano 18.9.2013 (richiamata da XYY), in un caso in cui peraltro si controverteva di derivati stipulati con un operatore non qualificato. Le valutazioni della Corte d'Appello vanno allora adattate alla differente capacità dell'operatore qualificato di comprendere ed apprezzare i termini dell'operazione e — ad esempio quanto al MtM o agli scenari probabilistici del contratto — determinarne la misura e la prognosi anche se non esplicitata nel contratto. Pur a seguire la tesi della Corte d'Appello di Milano secondo cui il criterio di valutazione della liceità dei derivati deve incentrarsi sulla razionalità delle alee, è innegabile che nella valutazione di tale razionalità non si possa e non si debba prescindere dalle caratteristiche (professionali) dei soggetti interessati.

Del resto, l'art. 32 del Regolamento Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007 (c.d. Mifid) ha introdotto l'obbligo specifico di informare e indicare separatamente costi e commissioni con riguardo ai clienti al dettaglio (ossia il cliente non professionale o controparte qualificata; art. 26, comma 1, *sub e*) e non invece con riguardo a tutti i clienti, come invece sarebbe certamente accaduto se il profilo dei costi di intermediazione dovesse ritenersi attenersi al profilo causale nei contratti con gli operatori qualificati. Questi ultimi hanno evidentemente minori esigenze informative, avendo di contro competenze proprie che loro consentono un miglior apprezzamento dei rischi e dei termini dell'alea, che può dipendere da una serie di variabili tecniche influenzabili anche dalla qualità dei soggetti contraenti (per esempio dal rischio di credito di controparte).

La valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

64. Non pare condivisibile il richiamo contenuto nella cennata sentenza della Corte

d'Appello di Milano alla nullità del contratto di mandato per mancato espresso accordo sulla misura del compenso. Ai sensi dell'art. 1709 c.c., in mancanza di pattuizione il compenso è determinato secondo le tariffe professionali e/o secondo gli usi.

Ad ogni modo, nel caso di specie, ove anche voglia ritenersi applicabile l'art. 23, comma 2, t.u.f. che sanziona con la nullità le pattuizioni di rinvio agli usi per la determinazione dei corrispettivi dovuti dal cliente e degli oneri a suo carico, la sanzione sarebbe non già la nullità del contratto, ma solo l'assenza qualsivoglia debito verso Banca (ma sul profilo non ci si sofferma oltre, attesa l'assenza di domande delle parti a riguardo).

65. Il Collegio ritiene in definitiva che la mancata indicazione dei cennati margini e compensi non assuma rilievo sul piano della nullità dell'accordo, ma configurandosi in ipotesi in termini di violazione degli obblighi di trasparenza e correttezza (oltre che di inadeguatezza della operazione per conflitto di interessi), assuma al più rilievo sul piano della responsabilità della Banca per il caso in cui la violazione dei cennati obblighi si connoti in termini di gravità (Trib. Terni, 8.2.2012, Trib. Verona, 10.12.2012 ⁽⁹⁾).

Per quanto osservato al precedente numero 63, la valutazione del Collegio di cui al presente numero non è condivisa dall'Arbitro Avv. Pietro Picozzi, il quale al riguardo dichiara il proprio dissenso.

66. In assenza di contrarie deduzioni di parte XYY, ritiene il Collegio che tale gravità possa escludersi tenuto conto che il CTU incaricato ha rilevato che *«Tutti i contratti stipulati dopo la risoluzione consensuale dei primi due IRS hanno dunque avuto la specifica funzione di generare l'accredito da parte della banca di un Up-Front che azzerasse, sotto il profilo finanziario, il Mark to Market del contratto risolto»* (CTU, p. 12). Profilo sul quale nessuna delle parti ha mosso rilievi in occasione dell'udienza appositamente fissata per le osservazioni alla CTU. L'assenza di contestazioni sul punto anche nelle memorie conclusive conforta il convincimento del Collegio circa l'assenza di sproporzione dei costi impliciti tali da comportare un grave inadempimento della Banca e uno sbilanciamento dell'operazione a danno del cliente.

67. Ed in tal senso conforta anche la considerazione — emersa all'esito della istruttoria testimoniale — che l'esistenza di tali costi impliciti (ove anche potesse considerarsi esistente e non conosciuta da un operatore qualificato) è certamente divenuta nota al momento della negoziazione del terzo IRS, e nessuna osservazione, contestazione e/o richiesta di chiarimento è stata su essa formulata da XYY, che pure ha successivamente sottoscritto ulteriori n. 3 IRS (il teste xxx1 ha infatti dichiarato che *«il costo delle operazioni veniva appreso dall'azienda al momento della chiusura delle operazioni stesse»*, v. verbale udienza del 30.9.2013).

68. Per le medesime ragioni deve essere altresì respinta la domanda di XYY di nullità del contratto per mancata indicazione del MtM i cui parametri di pricing la Banca avrebbe rifiutato di fornire nel corso del rapporto. Il MtM non costituisce oggetto del contratto; si tratta di un valore che viene dato al contratto derivato in un determinato momento della sua vita, sulla base di stime previsionali che di per sé non comportano una perdita monetaria né un obbligo di pagamento per le parti. Ogni contratto derivato continua a produrre i suoi effetti, fino a quando

⁽⁹⁾ Ove si legge: «È evidente, poi, come tale margine lordo di intermediazione non comporti, né al momento della conclusione dello swap né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto da parte del cliente ma consista nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi [...] Solo nel caso in cui il contratto di swap giunga alla sua naturale scadenza o venga risolto anticipatamente il cliente è tenuto a corrispondere all'istituto di credito il c.d. costo di uscita del derivato, comprensivo anche del margine di intermediazione. L'entità di tale voce è tanto maggiore quanto più elevato è il numero delle rinegoziazioni che il contratto di swap abbia subito, poiché in ciascuna di esse la banca effettua delle operazioni di copertura, con le caratteristiche sopra descritte, maturando in relazione a ciascuna di esse un margine di intermediazione, dato dalla differenza tra il *mark to market* e la somma riconosciuta al cliente a titolo di *up front*. Le considerazioni sin qui svolte consentono quindi di affermare che l'esistenza del margine lordo non è di per sé segno di patologia dell'operazione ma anzi del tutto fisiologia, a meno che l'importo sia eccessivo comportando uno sbilanciamento dell'operazione a danno del cliente».

le parti, che non dispongono di alcuna facoltà di recedere, non decidono di risolverlo consensualmente, su basi evidentemente da concordarsi volta per volta e tenuto conto, appunto, del valore attuale dei flussi a venire relativi all'operazione anticipatamente chiusa.

69. Si osservi per inciso che il Contratto Quadro non rimette all'arbitrio della Banca la determinazione del MtM essendo invece previsto che «1. la rilevazione dei tassi di interesse e di ogni altro parametro indicato per ciascun contratto, così come ogni calcolo dei relativi importi e degli interessi, spese ed oneri accessori verrà effettuato dalla Banca. 2. Le rilevazioni ed i conteggi effettuati dalla Banca in buona fede, valgono come determinazione definitiva degli importi dovuti e fanno prova piena a tutti gli effetti, salvo il caso di errore» (art. 7 Contratto Quadro).

70. Ne deriva che XYY ha sempre avuto la possibilità di interloquire sull'entità del MtM proponendo, ove mai, un proprio conteggio alterativo o chiedendo alla Banca di voler esplicitare i calcoli ritenuti errati.

Ciò che non risulta sia mai stato fatto, neppure — lo si ribadisce — in occasione dello scioglimento per mutuo consenso degli IRS in vigore.

(1) Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse.

SOMMARIO: 1. I contratti oggetto del lodo: a) *interest rate swap*. — 2. (segue): b) opzioni sui tassi di interesse. — 3. L'alea unilaterale e bilaterale. — 4. Collegamento negoziale tra *swap* e opzione. — 5. Il contratto misto tra *swap* e opzione. — 6. Il *mark-to-market* e la differenza tra prezzo e valore del contratto derivato. — 7. Sul concetto di pagamento *upfront*. — 8. La dichiarazione di operatore qualificato.

1. *I contratti oggetto del lodo*: a) *interest rate swap*. — Dalla lettura del lodo non è dato comprendere in dettaglio la struttura dei contratti oggetto della controversia se non il fatto che si tratta di sei contratti di *interest rate swap* succedutisi nel tempo, i primi due dei quali definiti dal CTU come contratti di «(parziale) copertura» e gli altri di «natura speculativa ma privi di alea unilaterale». Da ciò si deduce che i quattro *interest rate swap* aventi natura speculativa contenessero elementi opzionali, come si evince anche dalle contestazioni mosse dal cliente alla banca. La relazione tecnica ha evidenziato che il meccanismo tecnico finanziario di questi ultimi quattro contratti era suscettibile di generare flussi di pagamento in favore o contro ciascuna delle parti e, conseguentemente, l'alea non può considerarsi unilaterale.

I primi cinque contratti sono stati estinti anticipatamente con un *mark-to-market* negativo (in un caso positivo) pagato dal cliente e contestualmente a ciascuna estinzione anticipata è stato concluso il contratto successivo con l'erogazione di una somma *up-front* pari al *mark-to-market* negativo del contratto estinto.

Nel corso del procedimento è emerso che i contratti rinegoziati rispondevano allo scopo specifico di evitare l'esborso da parte del cliente del differenziale negativo e di neutralizzare sotto il profilo finanziario il *mark-to-market* negativo dei contratti precedenti anticipatamente risolti.

Il Collegio ha ritenuto pacifico che la rimodulazione degli *interest rate swap* conseguiva dalla specifica volontà del cliente di rinviare il pagamento del differenziale e l'inserimento di tale elemento nel contratto derivato lascia immutata la liceità della causa del contratto, giacché la presenza di una componente speculativa non fa venire meno la validità del contratto derivato ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Nello stesso senso Trib. Milano, 8 dicembre 2012; Trib. Verona, 10 dicembre 2012; Trib. Verona, 15 novembre 2012.

Il Collegio definisce il contratto di *interest rate swap* come un contratto bilaterale che realizza lo scambio tra due prestazioni pecuniarie, esigibili a determinate scadenze periodiche, calcolate applicando due diversi tassi di interesse ad un capitale (nozionale) di riferimento. Tale contratto non risponde alla finalità di eliminare i rischi di variazione dei tassi, bensì trasforma il rischio, che rimane insito in ogni contratto di *swap*.

Il Collegio afferma correttamente che l'oggetto del contratto di *interest rate swap* è lo scambio dei flussi finanziari che vengono effettivamente corrisposti nel corso della durata del contratto dopo essere stati quantificati in base ai criteri contrattuali e non la valutazione degli stessi.

Lo *swap* di pagamenti si presenta in forme tecniche diverse: la forma più comune è quella nella quale una parte si obbliga a effettuare una serie di pagamenti calcolati su un importo nozionale con un tasso variabile e l'altra parte si obbliga a effettuare una serie di pagamenti calcolata sullo stesso importo con un tasso fisso. Tale fattispecie è nota come *interest rate swap* ed è quella oggetto del lodo in esame. I pagamenti possono essere denominati in qualsiasi divisa (sebbene tutti i pagamenti sono denominati nella stessa divisa) e la durata può essere assai breve o particolarmente lunga.

Altrettanto comune è lo *swap* che prevede pagamenti in divise diverse, noto con l'espressione *interest rate and currency swap*. In tale caso vi sono due importi nozionali, espressi in divise diverse di equivalente controvalore, che vengono scambiati al momento della conclusione del contratto e nuovamente allo scadere dello stesso. Su tali importi vengono calcolati gli interessi dovuti da ciascuna parte all'altra.

Ma vi sono molteplici altre variazioni e combinazioni nelle quali non è necessario lo scambio di capitali iniziale e/o finale, in quanto questo elemento può mancare in diverse ipotesi, prima tra tutte negli *interest rate swap* e negli *annuity swap* (in questi ultimi una parte si obbliga ad effettuare una serie di pagamenti predeterminati o determinabili e l'altra esegue un solo pagamento, iniziale o finale).

In alcuni casi possono anche mancare i pagamenti intermedi per uno o entrambi i contraenti come in quegli *swap* nei quali gli interessi vengono pagati anticipatamente (o posticipatamente) e, pertanto, tra il primo e l'ultimo scambio di capitali non è dovuta alcuna prestazione. Questi contratti sono noti con l'espressione *zero coupon swap*.

La caratteristica che accomuna tutte le fattispecie descritte, nonché le altre figure intermedie che possono sorgere dalla combinazione dei flussi di pagamento e che il mondo finanziario continuamente crea, è lo *scambio di pagamenti*.

La combinazione dei pagamenti scambiati può essere la più varia: uno scambio di capitali iniziale e finale con vari pagamenti intermedi predeterminati o determinabili (*interest rate and currency swap*), una serie di pagamenti predeterminati o determinabili in base a certe variabili senza scambio di capitale iniziale e finale (*interest rate swap* e *annuity swap*), uno scambio di capitali iniziale e finale senza pagamenti intermedi (*double zero coupon swap*) solo per citare le principali.

La definizione che appare comprendere tutti i tipi di *swap* di pagamenti è la seguente: *lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi* ⁽²⁾.

(2) Si vedano i miei precedenti scritti *I Contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 56 ss.; *Id.*, voce *Strumenti finanziari derivati*, in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 2013; *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 80; *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, 325-326. Nello stesso senso MORI, *Swap — una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, Cedam, 1990, 25, 318-320, 325-326; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia del terziario*, 1992, 416; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, Giuffrè, 1999, 39, 41, la quale bene descrive che la difficoltà della dottrina nel ravvisare nello *swap* uno scambio *sub specie iuris* nasce dal fatto che le obbligazioni oggetto del contratto sono entrambe pecuniarie e descrivono una struttura che nulla ha in comune con lo schema della consegna e restituzione dei contratti di credito (*op. cit.*, 27). L'Autrice sottolinea anche che la difficoltà di comprendere la finalità spiccatamente finanziaria

Gli elementi di questa definizione sono *a*) il sinallagma tra le due prestazioni, *b*) la pluralità dei pagamenti e *c*) il fatto che questi siano determinati su basi diverse.

La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l'obbligo di una parte trova ragione di essere nella controprestazione dell'altra.

La pluralità di pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. Nella normalità dei casi si hanno due flussi di numerosi pagamenti reciproci, ma l'ipotesi limite è lo *zero coupon interest rate swap* nel quale una parte paga in via anticipata (o in via posticipata) il valore attuale (o il valore futuro) di una serie di pagamenti. In questo caso un contraente è obbligato ad effettuare *un solo* pagamento, mentre l'altro è obbligato ad una serie di pagamenti. Non è più *swap* quel contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente *un* pagamento il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi ⁽³⁾.

I pagamenti possono essere denominati in divise diverse tra loro.

La terza caratteristica che emerge dalla definizione è che i pagamenti siano determinati in base a parametri diversi.

Non si è definito lo *swap* come lo scambio di pagamenti *diversi* in quanto ciò avrebbe comportato l'esclusione degli *swap* in cui le prestazioni sono quantitativamente identiche, ma sono dovute in tempi diversi: Alfa si impegna a pagare 100.000 euro l'ultimo giorno di ogni mese per tre anni e Beta, in cambio, si impegna a pagare la stessa cifra il giorno quindici di ogni mese.

Il termine *parametro* va inteso in senso lato tale da ricomprendere non soltanto un dato fisso o una qualsiasi variabile che viene utilizzata nel determinare la quantità della prestazione dovuta dai contraenti, ma anche l'elemento temporale dell'esecuzione dell'obbligazione.

Il parametro che serve per determinare il *quantum* dovuto può essere assai vario: può consistere in un tasso di interessi indicato regolarmente su un quotidiano o su un particolare mercato (Londra, New York, ecc.) per certi periodi di tempo (ad esempio il tasso di interessi per depositi di un mese, tre mesi, ecc.); può essere un tasso di interesse variabile riferito ad una moneta diversa da quella in cui è denominato il contratto di *swap* ed in cui si debbono eseguire i pagamenti (fattispecie nota con il termine *quanto swap* ⁽⁴⁾).

Dalla esaminanda definizione di *swap* non emerge — volutamente — *quando* questa determinazione deve essere fatta. In altri termini non è necessario che il *quantum* delle prestazioni sia determinabile sempre a posteriori. Si hanno comunemente *swap* nei quali l'ammontare dovuto da ciascuna parte è determinato inizialmente e non è soggetto ad alcuna successiva modifica o integrazione: Alfa si impegna a pagare il 10 per cento ogni anno su 1 milione di dollari e Beta si impegna a pagare il 15 per cento ogni anno su 500.000 sterline.

Il meccanismo della determinazione delle prestazioni delle parti si può esaurire al momento della conclusione del contratto.

Si può, pertanto, affermare che scopo tipico immanente (cioè la causa) del contratto di *swap* è lo *scambio di pagamenti*, il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

La ragione e funzione economico sociale di questo negozio risulta essere meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari: consente una maggiore liquidità nei mercati finanziari e favorisce lo sviluppo dei commerci

degli accordi di *swap*, unitamente all'assenza di una *res* o di un diritto precisamente identificabili come oggetto dell'accordo, impedisce all'interprete di ravvisare il significato economico di quelle prestazioni di denaro presenti nello *swap* (*op. cit.*, 53).

⁽³⁾ Il *double zero coupon swap* prevede due pagamenti per parte.

⁽⁴⁾ Un esempio ricorrente è dato dallo *swap* nel quale una parte paga in euro il tasso fisso calcolato su di un nozionale in euro e riceve gli interessi pagati in euro calcolati in base al tasso variabile del dollaro americano.

rendendo possibile — attraverso lo schema contrattuale — gestire il rischio di interessi e di cambio (siano essi utilizzati ai fini di copertura che a fini speculativi).

La nozione di causa è una materia tra le più insidiose ⁽⁵⁾ ed esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo esaminare l'abbondante letteratura sul tema. Ci si limita a ricordare che il concetto tradizionale di causa intesa come la funzione economico sociale del contratto appare in crisi ⁽⁶⁾ ed è ritenuta da molti ormai insufficiente. Si ritiene che sia necessaria anche una indagine sulla c.d. causa concreta, ossia la realtà viva di ogni singolo contratto e cioè gli interessi reali che di volta in volta il contratto è diretto a realizzare al di là del modello tipico adoperato ⁽⁷⁾. Ciò non significa, beninteso, che i motivi individuali — che rimangono nella sfera individuale di ciascuna parte — rientrino nella causa del contratto ⁽⁸⁾.

La causa concreta del contratto di *swap* in esame può specificarsi nello scambio di pagamenti destinato alla gestione del rischio finanziario: questa funzione tipica si attua attraverso i parametri di riferimento che determinano le prestazioni. Sono proprio queste variabili, quali i tassi di interesse, di cambio, il tempo dell'esecuzione delle prestazioni, che consentono alle parti di gestire i rischi finanziari, posizionandosi in funzione delle proprie necessità o aspettative di mercato.

La difficoltà principale che l'interprete incontra in questa materia è comprendere la *ratio* dello scambio delle obbligazioni pecuniarie determinate o determinabili in funzione di parametri diversi. L'errore può derivare dal fatto di considerare le obbligazioni pecuniarie come mere obbligazioni omogenee di consegnare somme di denaro fungibile, senza dare la giusta rilevanza ai parametri di calcolo delle stesse, che vengono a determinarsi in funzione delle variazioni dei tassi di interesse e di cambio nel tempo, elementi ovviamente al di là del controllo delle controparti. È stato messo bene in evidenza che i parametri di calcolo delle prestazioni assumono una fondamentale rilevanza in quanto consentono il realizzarsi della funzione del contratto e cioè la gestione del rischio finanziario: il parametro scelto assume alla scadenza del contratto l'effetto di una molteplice e imprevedibile gamma di variabili ⁽⁹⁾. L'obbligazione pecuniaria va considerata come una grandezza finanziaria, diversa in relazione ai parametri di riferimento, alla struttura dei pagamenti e al metro monetario nel quale sono espresse le somme oggetto delle prestazioni ⁽¹⁰⁾. La dematerializzazione del denaro richiede una costruzione giuridico-sistematica nuova del fenomeno non essendo più adeguata a spiegare il debito pecuniario l'obbligazione di dare cose generiche ⁽¹¹⁾.

Lo scopo perseguito dalle parti appartiene generalmente ad una delle seguenti ipotesi: lo *swap* è utilizzato al fine di proteggersi da una variazione dei tassi di interesse e/o di cambio oppure lo *swap* è utilizzato per speculare su tali variazioni. Entrambe le parti possono usarlo come copertura dei rischi suddetti o per speculare avendo vedute opposte sull'andamento dei tassi, oppure una parte specula e l'altra contemporaneamente cerca protezione. Il motivo, sia esso di copertura, speculazione, arbitraggio, ecc., non incide sul tipo contrattuale né sulla sua causa, rimanendo indifferente rispetto alla struttura negoziale ⁽¹²⁾.

⁽⁵⁾ ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, Giuffrè, 2001, 51.

⁽⁶⁾ FERRI, *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, Giuffrè, 1966, 98; SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. impr.*, 2003, 106-109; SPADA, *Cautio quae indiscrete loquitur: lineamenti funzionali e strutturali della promessa di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 712; SACCO, *Il contratto*, t. 1, in *Trattato Sacco*, Torino, Utet, 1993, 635; GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistica*, Milano, Giuffrè, 1955, I, 57.

⁽⁷⁾ BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, 3, Milano, Giuffrè, 2000, 425.

⁽⁸⁾ BIANCA, (nt. 7), 434.

⁽⁹⁾ CAPALDO, (nt. 2), 146, 193, 199, 205.

⁽¹⁰⁾ CAPALDO, (nt. 2), 200.

⁽¹¹⁾ INZITARI, voce *Moneta*, in *Digesto*, IV ed., vol. XI Civile, Torino, Utet, 1995, 399.

⁽¹²⁾ In questo senso MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, 205; CAPALDO, (nt. 2), 145, che sottolinea, riferendosi non solo al contratto in esame ma anche ad altre fattispecie di *swap*, quali gli *equity swap*, i *domestic currency swap*, ecc. [...], che la funzione

Alla luce di quanto sopra, appare determinabile la natura commutativa del contratto di *swap*.

Il punto chiave risiede nel rilievo che non è affatto incerta l'esistenza di una o entrambe le prestazioni, né il loro ammontare. Dalla ricostruzione delle caratteristiche della fattispecie dello *swap* (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*) risulta chiaramente che le parti si scambiano due flussi di pagamenti determinati o determinabili in base a parametri di riferimento ed è certo chi sia obbligato.

Il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio, né si pone come causa dello scambio. Il rapporto tra l'entità del vantaggio (= scambio in sé) e la qualità del rischio è noto in partenza ad entrambe le parti.

La variazione dei tassi di cambio e di interesse, pur incidendo genericamente sulla reciproca posizione dei contraenti, non riesce tuttavia a penetrare nella struttura del contratto, ossia non partecipa allo scambio operato dalle parti. Le prestazioni delle parti sono determinate all'inizio del contratto ed ogni parte conosce quali vantaggi otterrà dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò comporti. Non manca chiaramente un fattore di incertezza economica e l'utile finale dipenderà da circostanze future, ma ciò è comune ad ogni altro contratto a termine. È sufficiente rilevare che la dottrina prevalente configura l'alea nei contratti aleatori tipici come un momento essenziale del sinallagma che lo condiziona *ab initio* ⁽¹³⁾. L'alea normale del contratto si caratterizza, invece, quale momento esterno alle determinazioni poste in essere dalle parti per dare una concreta realizzazione al loro assetto di interessi, e a seguito della presenza di un simile tipo di alea non si produce una vera e propria trasformazione in senso causale del negozio ⁽¹⁴⁾.

Non si dimentichi che è assai comune che *swap* di pagamenti abbiano tutte le prestazioni determinate al momento della conclusione del contratto. Si dovrebbe sostenere che esistono due fattispecie di *swap* di pagamenti: una con tutte le prestazioni determinate (e quindi commutativa) ed una con tutte o parte delle prestazioni da determinarsi (e quindi aleatoria). Focalizzarsi sul fatto che le prestazioni basate su parametri di riferimento diversi siano determinate o determinabili fa perdere di vista la causa che li accomuna e cioè lo scambio dei pagamenti.

Sostenere che lo scambio dei *rischi* — e non dei pagamenti determinati o determinabili — sia la causa del contratto di *swap* significa svilire la vera causa del contratto facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie ⁽¹⁵⁾.

Nessuno dubiterebbe della natura commutativa di una permuta con numerose consegne differite (Alfa permuta 100 chilogrammi di oro da consegnarsi in rate di 10 chilogrammi all'anno in cambio di 1.000 barili di petrolio da consegnarsi in rate di 100 all'anno): quale differenza esiste dal punto di vista dell'alea con uno *swap* in base al quale Alfa paga 100.000

realizzata dallo *swap* è sempre la gestione del rischio derivante dalla variabilità nel tempo di tassi di interesse e di cambio, delle quotazioni delle azioni o dei prezzi delle merci. La versatilità della tecnica in parola consente di perseguire, nell'ambito di quella funzione, una pluralità di finalità, sinteticamente ricondotte a copertura, speculazione e arbitraggio, ma che comprendono tutte le svariate modalità attraverso le quali è possibile incidere sulla esposizione al rischio finanziario. L'indagine svolta sul dato materiale fa emergere la pluralità di variabili idonee ad influenzare il rischio, di cambio, di interesse o di prezzo e, di conseguenza, le molteplici possibilità offerte all'investitore di intervenire sulla conformazione di questi rischi. Questa varietà di fini non si riflette sulla struttura contrattuale, né informa la funzione negoziale, rimanendo indifferente rispetto alla ricostruzione del tipo.

⁽¹³⁾ NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enc. del dir.*, I, Milano, Giuffrè, 1958, 1029; TARTAGLIA, *Eccessiva onerosità ed appalto*, Milano, Giuffrè, 1983, 112.

⁽¹⁴⁾ GABRIELLI, *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, 720; Id., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 573.

⁽¹⁵⁾ Condivide questa affermazione PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno, Gabrielli, Torino, Utet, 2004, tomo II, 1086.

dollari all'anno per cinque anni ed in cambio riceve da Beta 75.000 sterline all'anno? Nessuno dubita della natura commutativa del mutuo e se due parti erogassero due mutui una all'altra in modo tale da avere il risultato economico e finanziario uguale a quello di uno *swap* non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori (16).

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine (17) (mentre più incerta è la natura di quello a premio) (18). La dottrina prevalente esclude, infatti, la natura aleatoria della compravendita a termine di titoli di credito. Nella più recente prospettazione di questa tesi si afferma che il rischio di oscillazioni di prezzo, con conseguente variazione dei titoli, è comune a questo contratto come a qualsiasi altra compravendita ad esecuzione differita, e che la sua rilevanza è circoscritta al mero profilo economico dell'operazione, in quanto collegata e collegabile soltanto al particolare oggetto del contratto e non alla sua funzione economico-sociale. Nella pratica quotidiana degli affari è del resto dato riscontrare ipotesi di compravendita a termine dettate da intenti puramente speculativi e con oggetto più rischioso di quello relativo alla negoziazione dei titoli di credito (19). La causa del contratto è sempre lo scambio dei titoli contro il loro prezzo e, rispetto ad essa, il rischio di ampie e brusche oscillazioni del corso dei titoli non modifica lo scambio delle prestazioni tra le parti in quanto le oscillazioni di prezzo non rendono la prestazione di uno dei contraenti per sua natura incerta rispetto alla prestazione oggettivamente certa della controparte (20).

Entrambe le parti hanno un interesse economico alla conclusione del contratto e cioè sanno che — comunque vadano le cose — hanno ottenuto il valore positivo che volevano raggiungere, valore che consiste nello stesso scambio.

Se una parte ha contratto allo scopo di proteggersi dalla variazione dei tassi di interesse e/o di cambio, la protezione rimane, indipendentemente dal fatto che se non la avesse fatta si sarebbe trovata in una posizione migliore. In altre parole: se non fosse stata prudente nel proteggersi avrebbe guadagnato di più.

Se una parte ha contratto con l'aspettativa che ciò che si impegna a pagare avrà in futuro un valore economico inferiore a ciò che riceve, a nulla rileva il successivo evolversi dei prezzi se non ai fini economici personali del soggetto contraente.

Se una parte specula attraverso lo *swap* e l'altra, invece, non specula, non si vede perché lo scopo di una soltanto delle parti debba essere tale da definire il contratto come aleatorio (21).

(16) BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952, 81 ss., 186.

(17) App. Genova, 9 maggio 1984, in *Foro it.*, 1985, I, 266; AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 173; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 453; DALMARTELLO, *Adempimento ed inadempimento del contratto di riporto*, Padova, Cedam, 1958, 352, nota; MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1968, tomo I, 780; SCALFI, *Corresponsività e alea nei contratti*, Milano-Varese, Istituto Editoriale Cisalpino, 1960, 142; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, Giuffrè, 1964, 84; BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* fondato da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1971, 384-385; SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, 454.

(18) Opta per la natura aleatoria MESSINEO, (nt. 17), 779. Opta per la natura commutativa la dottrina dominante tra cui GABRIELLI, *Contratti di borsa* (nt. 14), 577; BIANCHI D'ESPINOSA, *Aspetti giuridici delle operazioni di borsa a premio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1965, I, 137; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 435 ss.; AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 173; MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, Giannini, 1979, 47; DALMARTELLO, (nt. 17), 332. Così anche la giurisprudenza più recente (CASSAZIONE 4 agosto 1988 n. 4825, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1990, 306).

(19) GABRIELLI, *Contratti di borsa*, (nt. 14), 578.

(20) SERRA, (nt. 17), 453.

(21) Nello stesso senso PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1995, 80, il quale argomenta ex art. 1935 c.c. che la sussistenza di un interesse meritevole di tutela in capo ad almeno una delle parti preclude la possibilità di sollevare l'eccezione di gioco.

Del pari se un soggetto acquista un immobile con lo scopo speculativo di rivenderlo in seguito ad un prezzo superiore nessuno sosterrà che si tratti di un contratto aleatorio.

Il valore positivo emerge dallo scambio in se stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto.

Lo scopo perseguito dalle parti — sia esso di protezione o di speculazione, nonché di prestito o di deposito — viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé. È ben noto che i moventi subiettivi e psicologici, che hanno spinto le parti a stipulare un accordo contrattuale, non si identificano col requisito essenziale della causa di esso e non hanno, di regola, rilevanza giuridica⁽²²⁾. Gli operatori sui mercati si possono distinguere — sulla base delle ragioni economiche che li spingono a contrarre — in *hedgers*, che perseguono finalità di copertura rispetto a rischi preesistenti; *speculatori*, che non hanno posizioni scoperte da coprire e *arbitraggisti*, che speculano sulle differenze di prezzo tra diversi mercati. È evidente che la distinzione tra le tre figure di operatori poggia sui motivi del contratto: riguarda cioè le ragioni che hanno spinto le parti a concludere il contratto. Ciò che muta non è lo schema dell'operazione, ma la modalità con cui tale operazione si inserisce nell'economia individuale delle parti. Le finalità per le quali gli operatori concludono tale operazione non possono costituire la causa del contratto, altrimenti si avrebbe non un solo contratto, ma tre diversi contratti (e chissà quanti altri ancora, non potendosi limitare a priori i motivi delle parti) tra loro autonomi e con causa differente. La conseguenza sarebbe paradossale: se un *hedger* stipulasse un contratto con un arbitraggista, in realtà non vi sarebbe consenso sul contratto, ma ciascuno intenderebbe concludere un negozio differente. Validi contratti sarebbero solo quelli tra operatori che perseguono finalità analoghe (sebbene opposte). In sostanza, descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione da un punto di vista unitario⁽²³⁾.

Anche qualora si volesse dare rilevanza ai motivi, non si comprenderebbe la discriminazione verso il motivo speculativo, posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito⁽²⁴⁾, ma è presupposto dell'attività imprenditoriale⁽²⁵⁾. Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo, tanto da non aver bisogno di dimostrazioni⁽²⁶⁾. La letteratura economica⁽²⁷⁾, nonostante alcuni ricorrenti interventi politici e giornalistici in

⁽²²⁾ CASSAZIONE 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina PERRONE (nt. 21, 85) critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi, che inducono le parti a stipulare, al fine di determinare la natura giuridica e sottolinea che più correttamente si devono considerare gli interessi che il contratto è diretto oggettivamente a soddisfare. L'Autore, peraltro, in apparente contraddizione, ammette l'applicazione dell'art. 1933 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. ROSSI, il quale afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di swap (*Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 612; Id., *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Edibank, 1993, 87, 90); CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre - Dicembre 1998, n. 6, 16; BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in questa *Rivista*, 1996, I, 597 e 599; MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2002, 205. In tema di contratti di opzione, di cui ci occuperemo nel paragrafo successivo, GALASSO esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie (*Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, 1292).

⁽²³⁾ Nel testo si è riportato quasi integralmente un argomento utilizzato dal Comitato degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano, *I contratti futures. Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, Il Sole 24 ore, 1988, 86-87.

⁽²⁴⁾ BOCHICCHIO, (nt. 22), 599.

⁽²⁵⁾ ASCARELLI, *Lo speculatore professionale è imprenditore commerciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, 157.

⁽²⁶⁾ CAPALDO, (nt. 2), 594.

⁽²⁷⁾ CHEROENROOK, HAZEN, *A study of market-wide short-selling restrictions*, Working paper,

occasione di ogni crisi finanziaria che cercano nella speculazione un capro espiatorio ⁽²⁸⁾, ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore positivo della speculazione ⁽²⁹⁾, la quale consente di ridurre il differenziale tra la domanda e l'offerta, rende più liquidi ed efficienti i mercati e tende a correggere i prezzi in caso di anomalie. È stato anche messo in evidenza e dimostrato che la speculazione riduce i costi finanziari delle operazioni finanziarie ⁽³⁰⁾.

Il contratto di *swap* che ci occupa esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e *la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è proprio lo scambio dei pagamenti*, causa che di per sé ha ragion d'essere e che ha una sua positiva funzione sociale.

Sarebbe errato far rientrare nella causa lo scambio dei rischi della variazione dei tassi, la quale è addirittura inesistente in certe ipotesi di *swap* (sotto questo profilo non si potrebbe distinguere lo *swap* dalle opzioni sul tasso di interesse, la cui causa è lo scambio del rischio di variazione del tasso contro pagamento di un premio) ⁽³¹⁾ ⁽³²⁾.

Gennaio 2005, in <http://ssrn.com/abstract=687562>; DEMSETZ, *The cost of transacting*, in *Quarterly Journal of economics*, 1968, 33-55; DUFFIE, *In defence of financial speculation*, in *Wall Street Journal*, febbraio 2010, 24; FLOOD, *An introduction to complete markets*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Marzo-aprile, 1991, 32-57; GRAHAM-DODD, *Security analysis*, New York, McGraw-Hill, 1934; GROSSMAN-MERTON, *Liquidity and market structure*, in *Journal of finance*, 1978, n. 43, 617-733; JONES-OWEN, *Short-sale constraints and stock returns*, in *Journal of financial economics*, 2002, n. 66, 207-239; O'HARA, *Market microstructure theory*, Malden Blackwell Publishing, 1995; MENGLÉ, *The economic role of speculation*, Isda Research notes, n. 2, 2010.

⁽²⁸⁾ La crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale a partire dal 2007 ha dato voce a coloro che vedono nella speculazione la causa della crisi. Ad esempio, è stato invocato il divieto di vendite allo scoperto di titoli di stato di paesi in difficoltà finanziarie — ad esempio, la Grecia — o la negoziazione di *credit default swap «naked»*, cioè senza posizione sottostante da proteggere. A ben vedere, la speculazione non può essere la causa della crisi e — al di là del *clamor foris* che queste voci suscitano —, le analisi che ne conseguono non sono in grado di supportarne la fondatezza (BOEHMER, JONES-XIAOYAN, *Shakling short sellers: the 2008 shorting ban*, Working paper, Cornell University, Johnson School Research paper, Serie n. 34-09, 25 settembre 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1412844>; BOEHMER-WU, *Short selling and price discovery process*, Working paper, 4 maggio 2010, in <http://ssrn.com/abstract=972620>; MOSHINSKY-KIRCHFELD, *Naked swap crack down rings hollow without Washington*, Bloomberg, 11 marzo 2010).

⁽²⁹⁾ La speculazione è stata definita come «*the assumption of considerable business risk in expectation of commensurate gain*» (GRAHAM-DODD, nt. 27). Altri hanno definito la speculazione come l'assunzione di rischi in anticipazione di favorevoli mutamenti di prezzi che non sono il risultato delle azioni intraprese dallo speculatore (WORKING, *Financial results of the speculative holding of wheat*, *Wheat studies of the food research Institute*, vol. VII, 1931, Stanford University, ripubblicato in *Selected writings of Holbrook Working*, Vol. I, Chicago Board of Trade, 1977).

⁽³⁰⁾ HARRIS, *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*, New York, Oxford University Press, 2003.

⁽³¹⁾ Condivide questa affermazione PAGNONI, (nt. 15), 1086.

⁽³²⁾ Nella dottrina che si è occupata di *interest rate swap* ed *interest rate and currency swap* alcuni Autori si sono espressi per la natura aleatoria del contratto in esame. INZITARI, (*Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, 612); AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 123-125; CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, 792; Id., *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 359; PERRONE, (nt. 21), 86; Id., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, 38; ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 204; DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. credito*, I, 2004, 403, nota 42. È stato acutamente rilevato (ROSSI, nt. 22, *Aspetti legali*), 90, che le divergenti opinioni dottrinali sulla causa del contratto di *swap* vanno probabilmente imputate al diverso peso che viene attribuito a taluni elementi del contratto che possono ritenersi accidentali, neutri o comunque ininfluenti ai fini della sua qualificazione: ad esempio l'eccessiva importanza che viene da taluno attribuita al duplice scambio degli importi capitali, oppure la circostanza che le obbligazioni reciproche possono risolversi in quella di una sola parte per il pagamento del solo differenziale, oppure ancora la variabilità dei parametri applicabili alle reciproche obbligazioni pecuniarie o, infine, l'eccessiva rilevanza annessa all'esistenza o meno di contratti sottostanti, di prestito o di altro genere. CAPALDO ha correttamente evidenziato l'equivoco

Il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto di *swap*, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale.

L'alea normale è stata definita come quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità: rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto ⁽³³⁾.

Non varrà, pertanto, la sola dichiarazione delle parti che qualifica questo contratto come aleatorio — se il contratto non è aleatorio — per escludere l'applicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità. Un contratto non diventa aleatorio — se non lo è — soltanto perché le parti lo definiscono tale ⁽³⁴⁾. Se lo scopo delle parti è di evitare l'applicazione dell'istituto citato (art. 1467 c.c.), basterà un'espressa previsione *ad hoc* mirante a rimuovere il diritto dei contraenti a far ricorso a tale norma ⁽³⁵⁾. Il problema della risoluzione per eccessiva onerosità del contratto di *swap* che qui ci occupa si presenta a questo punto di facile soluzione. La risoluzione ex art. 1467 c.c. non è applicabile non perché il contratto è aleatorio, ma perché la variazione dei tassi di interesse o di cambio non può considerarsi un avvenimento straordinario e nel contempo imprevedibile. Anzi, è proprio la variabilità degli stessi, a monte della causa negoziale, che giustifica lo scambio delle obbligazioni di pagamento determinate o determinabili in base a tali parametri. Il carattere della straordinarietà è di natura obiettiva e qualifica un evento in base alla valutazione di elementi suscettibili di misurazione, quindi tali da consentire, attraverso analisi quantitative, classificazioni quanto meno di ordine statistico. I mercati dei capitali presentano paesi con elevata inflazione e conseguentemente con elevati tassi di interesse — anche a tre cifre! — e hanno assistito ripetutamente a crisi valutarie e a periodi di iperinflazione al punto da non potersi ritenere statisticamente «straordinario» quasi nessuno scenario. In particolare, la risoluzione per eccessiva onerosità resta esclusa con riguardo ad eventi che risultano espressamente o implicitamente contemplati dalle parti ⁽³⁶⁾ ⁽³⁷⁾ ⁽³⁸⁾.

dovuto alla confusione tra due profili diversi, l'interesse delle parti e il peculiare meccanismo di determinazione delle prestazioni. Il fine speculativo non incide, modificandolo, in alcun modo sul criterio di determinazione delle prestazioni (*Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 599 ss.; *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 600). Tra la dottrina che si è espressa per la natura commutativa si ricorda, oltre a ROSSI, (nt. 22), MORI, (nt. 2), 337-344; CAPUTO NASSETTI, (nt. 2, *Profili legali*) 85 ss.; CAPALDO, (nt. 2), 188 ss.; Id., *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 599 ss.; CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 49 sebbene in tema di *domestic currency swap*, ma le argomentazioni addotte sono a maggior ragione applicabili agli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 41, limitatamente agli *interest rate and currency swap*; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2001, 169 ss. e 254; PAGNONI, (nt. 15), 1086-1089; BOCHICCHIO (nt. 22), 597.

⁽³³⁾ BOSELLI, (nt. 16), 175.

⁽³⁴⁾ SCALFI, voce *Alea*, in *Digesto discipline private, Sezione civile*, I, Torino, 1987, 259; FERRARINI, (nt. 32), 42; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, n. 3, 29. Non sembra aver compreso il punto GIRINO, (nt. 32), 251 nel commentare questo passaggio apparso per la prima volta nel mio precedente contributo *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*: è vero che le parti possono attribuire natura aleatoria ad un titolo negoziale, ma per fare ciò è necessario introdurre un elemento di assoluta incertezza, che non può certo essere la mera dichiarazione delle parti a considerarlo aleatorio. Peraltro, in un altro punto della trattazione l'Autore perviene alla stessa affermazione e cioè che «la prassi negoziale, consistente nell'includere una clausola che, ex art. 1469, conferisca esplicita natura aleatoria all'accordo, per certi versi è superflua e per altri financo contraddittoria con la natura stessa del negozio» (nt. 32), 255.

⁽³⁵⁾ Raggiunge lo stesso risultato della non applicabilità dell'art. 1467 c.c. — sebbene con un percorso non completamente condivisibile — FERRARINI, (nt. 32), 40 e ss., il quale, analizzando la categoria dei contratti derivati in generale afferma che la norma citata non dovrebbe trovare applicazione vuoi perché il singolo strumento abbia natura aleatoria (come il *fra*), vuoi perché, pur avendo il singolo contratto natura commutativa, lo stesso presenti una alea normale illimitata.

⁽³⁶⁾ Cass. 16 marzo 1984, n. 1799.

⁽³⁷⁾ Merita porsi il quesito se eventuali provvedimenti degli organi di controllo, che incidono-

2. (segue): b) *opzioni sui tassi di interesse*. — Le diverse fattispecie di opzioni sul tasso di interesse (*cap, floor, collar, corridor, interest rate guarantee*, ecc. ...), sebbene soddisfino esigenze diverse e presentino differenze dal punto di vista finanziario, si basano sulla stessa struttura giuridica e cioè sulla promessa del «venditore» dell'opzione di pagare una somma di denaro, qualora il tasso di interesse oggetto dell'opzione vari al di sopra, al di sotto o entro certi limiti.

Tutte le fattispecie, infatti, possono essere ricondotte alla seguente definizione del contratto: *l'opzione sul tasso di interesse è il contratto col quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una o più somme di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse* ⁽⁵⁹⁾.

Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio.

La definizione fornita appare *prima facie* simile a quella del contratto di assicurazione, con il quale ha alcuni punti in comune (ma da questo si distingue per i motivi in seguito evidenziati): l'assicurazione è il contratto col quale l'assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, (... *omissis*...) (art. 1882 c.c.).

Nell'opzione, però, appare irrilevante l'esistenza di una effettiva posizione da proteggere in capo al compratore. Infatti, l'esistenza di un'attività o passività o, più in generale, di un rischio da eliminare in capo al compratore dell'opzione non è necessaria e non fa parte della fattispecie contrattuale. Il compratore, infatti, può acquistare l'opzione al solo fine di lucro.

Questo aspetto è particolarmente importante in quanto distingue la fattispecie in esame dal contratto di assicurazione contro i danni, il quale è nullo se, nel momento in cui

sero sul risultato economico del contratto di *swap*, possano essere fonte di risoluzione per eccessiva onerosità. Il problema si è posto in passato in merito ai contratti di borsa a premio quando la Consob nel 1981 introdusse il deposito obbligatorio per limitare le operazioni allo scoperto, rendendo più onerose le contrattazioni comportando un esborso finanziario non previsto al momento della stipulazione del contratto a premio. La Corte di Cassazione ha negato il rimedio della risoluzione affermando che gli interventi delle autorità di controllo devono ritenersi prevedibili proprio per le caratteristiche del sistema in cui operano e delle sue evidenti superiori necessità' (Cass., 25 febbraio 1993, n. 2538, in *Foro it.*, 1993, I, 2192; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Foro it.*, 1989, I, 415). In altre parole, l'intervento dell'organo di controllo, anche in condizioni normali di mercato, è da ritenersi comunque prevedibile e ordinario, nel senso che è possibile in quanto statisticamente frequente.

⁽⁵⁸⁾ Il Tribunale di Ascoli Piceno ha statuito che difetta del *fumus boni iuris* la domanda cautelare volta ad ottenere la sospensione degli effetti di un contratto *swap* prospettandone la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta in conseguenza dell'andamento sfavorevole dei tassi di interesse (14 ottobre 2004, in www.ilcaso.it).

⁽⁵⁹⁾ In dottrina si sono occupati di questa fattispecie ABRAMI, *Gli strumenti finanziari e creditizi innovativi*, Padova, Cedam, 1998, 31 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: cap, floor, corridor, collar, PRA e opzioni su FRA*, in *Dir. comm. int.*, 1993, 873; CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 375; CLARIZIA, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, Bancaria, 1993, 119; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, Bancaria, 1993, 125; FANTOZZI, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors e collars*, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, 547; FERRARINI (nt. 32), 27; FERRARO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, cit., 399; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1992, 629-648; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001; IRRERA, voce *Options e futures*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, Utet, X, 1994, 366; MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, Utet, 2000, 301 ss.; MORI, *Swap*, Padova, Cedam, 1990, 73 ss.; PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, Egea, 1997; PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, 26. ID., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171; VECCHIO, *Contabilizzazione e regime contabile delle options*, in *Corr. trib.*, 1991, n. 50, 3721; ID., *Il contratto di interest rate cap*, in *Corr. trib.*, 1991, n. 36, 2666; VECCHIO-VITALI, *Profili civilistici e fiscali delle options*, in *Boll. trib.*, 1990, n. 13, 965. Concordano con la definizione del contratto descritta nel testo FERRARINI, (nt. 32), 35; CLARIZIA, *op. cit.*, 121; CORTI, *op. cit.*, 128 ss.

l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art. 1904 c.c.) (ad esempio, se il bene assicurato è distrutto prima della conclusione del contratto di assicurazione). Più in generale, mentre la causa dell'assicurazione è il *trasferimento* del rischio, dietro corrispettivo di un premio, dall'assicurato all'assicuratore, la causa del contratto di opzione è l'*assunzione* del rischio di variazione del tasso dietro corrispettivo di un premio.

Inoltre, la diminuzione o l'aggravamento del rischio assicurato sono causa di mutamenti del premio o, perfino, di recesso dal contratto di assicurazione (artt. 1897-1898 c.c.). Nel caso del contratto di opzione, invece, qualsiasi variazione del rischio — come meglio vedremo in seguito — non ha alcun effetto sulle obbligazioni delle parti contraenti ⁽⁴⁰⁾.

L'opzione si distingue anche dalla scommessa per diversi motivi ⁽⁴¹⁾.

L'esito della scommessa può dipendere, oltre che da un evento futuro e incerto, da un evento passato, mentre l'opzione non può che far riferimento ad un evento futuro e incerto.

La scommessa può avere come oggetto una unica posta che le parti si obbligano reciprocamente a pagare (in altre parole le obbligazioni che le parti assumono sono uguali), mentre nell'opzione le obbligazioni che le parti assumono sono sempre diverse: il compratore si obbliga a pagare il premio e il venditore a sopportare il rischio della variazione dei tassi di interesse e da questo evento può scaturire l'obbligo di pagare una somma, il cui ammontare è determinabile *ex post*. In genere nella scommessa la prestazione di entrambe le parti consiste in un *pati* (bilateralità dell'alea), nel sopportare cioè il rischio dell'eventuale perdita ⁽⁴²⁾, mentre nell'opzione soltanto il venditore sopporta il rischio della perdita.

L'opzione può apparire simile alla scommessa nella quale una parte, acquistando un biglietto o facendo una puntata, può ottenere una vincita cospicua di gran lunga superiore al valore economico del biglietto o della puntata. Anche in questo caso entrambe le parti sopportano il rischio della perdita sebbene la relativa entità sia diversa per ogni parte. La distinzione risiede nella diversa causa delle fattispecie in esame.

La scommessa consiste nella promessa (reciproca) di una prestazione patrimoniale fondata non su una causa meritevole di tutela, ma sulla sorte cioè sulla sfortuna altrui ⁽⁴³⁾ e può essere fatta per ragione di gioco *causa ludica* o per ragione di contrasto di opposti pareri: *la causa è la sfida*. La causa della scommessa comprende *anche* l'elemento di lucro, ma determinante è che il lucro è messo in palio solo per sfida in base alla sorte o a un determinato gioco o alla affermazione sulla verità di un fatto ⁽⁴⁴⁾. L'elemento di lucro nella scommessa non fa venir meno, assorbendola, la causa principale, che sta nella creazione artificiale dell'alea per sfida e nell'affidare l'esito alla sorte ⁽⁴⁵⁾.

La causa dell'opzione consiste, invece, nella assunzione del rischio (del verificarsi di un

⁽⁴⁰⁾ Non appare condivisibile l'opinione espressa dal Servizio Studi della Banca d'Italia in *La tassazione e i mercati finanziari*, secondo la quale i contratti in esame sembrano avere la causa tipica di assicurazione e cioè quella di garantire ad un soggetto (l'Assicurato) il risarcimento del danno eventuale e di provvedervi se e quando il sinistro si verificherà. Per una critica a tale interpretazione si veda VECCHIO, *Il contratto di interest rate cap*, in *Corr. trib.*, 1991, n. 50, 2667). Respingono la natura assicurativa INZITARI, (nt. 32), 597; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impresa*, 1988, 393.

⁽⁴¹⁾ Nel senso che i *cap, floor*, ecc. non siano assimilabili alla scommessa cfr. PREITE, (nt. 39), 171-182.

⁽⁴²⁾ Secondo un'opinione minoritaria la reciprocità dell'assunzione del rischio non è essenziale in quanto è concepibile anche la scommessa gratuita: scommetto cento contro nulla. In questo senso FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile italiano* diretto da Vassalli, Torino, Utet, 1956, 59; D'AMELIO, *Commentario D'Amelio-Finzi, Del giuoco e della scommessa*, 360, nota 2. La maggiore dottrina sostiene l'essenzialità dell'alea bilaterale in difetto della quale il contratto sarebbe nullo. V. per tutti VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da Cicu e Messineo, 1986, Milano, Giuffrè, vol. XXXVII, tomo 2, 38.

⁽⁴³⁾ FUNAIOLI, (nt. 42) 46.

⁽⁴⁴⁾ FUNAIOLI, (nt. 42) 45.

⁽⁴⁵⁾ FUNAIOLI, (nt. 42) 50.

evento finanziario futuro ed incerto) per fine di lucro. Quest'ultimo, infatti, guida entrambe le parti: il venditore dell'opzione, nel fissare l'ammontare del premio in funzione delle possibilità di perdita, mira ad incamerare il premio senza subire esborsi (o esborsi inferiori al premio); il compratore mira ad ottenere una somma di denaro superiore al premio pagato. Naturalmente entrambe le parti non possono veder soddisfatto contemporaneamente il proprio fine, in quanto il profitto di una parte corrisponde alla perdita dell'altra. Il fatto che il compratore di una opzione *floor* o *cap* possa essere esposto al rischio di variazione dei tassi di interesse — avendo un credito o un debito a tassi variabili — o voglia semplicemente speculare sulla variabilità dei tassi al fine di trarne profitto, non rileva ai fini della definizione della causa dell'opzione. Questi elementi psicologici rientrano nel motivo per cui una parte conclude un contratto di opzione e non fanno parte della causa tipica della fattispecie.

Inoltre, l'eventuale motivo speculativo di uno dei contraenti non basterebbe a qualificare il contratto come scommessa, essendo necessario in tal senso che esso permei la fattispecie e, quindi, sia comune ad entrambe le parti. Ma si dà il caso che normalmente la banca pone in atto operazioni di copertura per le opzioni che vende alla clientela, la quale può essere motivata da intento speculativo.

Più che una diversità di struttura tra le ipotesi in esame, è la diversità dell'*animus* che distingue le fattispecie: la causa di sfida della scommessa si contrappone a quella di lucro dell'opzione. La prima, pur avendo un fine di lucro intimamente legato alla sfida e un contenuto economico, è considerata atto essenzialmente improduttivo economicamente e perciò non meritevole di piena e incondizionata tutela giuridica. Al contrario nell'opzione manca la leggerezza caratteristica di chi punta sui cavalli o sulla contraddizione della parola altrui, essendo l'interesse economico proprio del negozio — il lucro — meritevole di piena tutela giuridica. Il problema della applicabilità o meno dell'art. 1933 c.c. all'opzione non dovrebbe porsi.

Vale anche la pena di citare che il contratto di opzione non è annoverabile tra la discussa categoria dei contratti differenziali.

Ad esempio nella fattispecie tipica del contratto di opzione sul tasso di interesse manca la reciprocità dell'obbligazione di pagare la differenza tra un valore stabilito in contratto ed il valore futuro del momento dell'esecuzione. Non esiste neppure una prestazione futura di entrambe le parti da potersi compensare con quella della controparte al fine di regolare la differenza tra il valore delle due prestazioni: mancano, in altre parole, le due prestazioni con pari scadenza, né vi è l'incertezza su quale parte grava l'obbligazione di pagare una differenza ⁽⁴⁶⁾.

Il contratto di opzione ricorda, sebbene da questa rimanga distinto, la *emptio spei* ⁽⁴⁷⁾. Essa ha come oggetto attuale la speranza che il prodotto venga ad esistenza, speranza che ha valore economico indipendentemente dal risultato, ed il prezzo è dovuto anche se il prodotto non viene ad esistenza, perché pattuito per la speranza del prodotto e non per il prodotto. Si distingue dalla *emptio rei speratae* (vendita di cosa futura) in quanto quest'ultima ha come oggetto il prodotto futuro onde il contratto dà luogo a reciproci obblighi di consegna del prodotto e del prezzo soltanto se il prodotto viene ad esistenza. La causa della *emptio spei* rimane quella tipica della vendita — scambio di cosa contro prezzo —, ma il particolare oggetto fa sì che il contratto sia da considerarsi aleatorio. A fronte della possibilità di poter incamerare

⁽⁴⁶⁾ In senso contrario PREITE, (nt. 39), 174, (nt. 10), 183 ss. Le argomentazioni addotte dall'Autore sulla differenziazione tra scommessa ed i nuovi contratti finanziari, la possibilità di poter concludere e negoziare tali contratti fuori borsa, nonché la critica alla Comunicazione Consob 12 novembre 1990, n. 6538 sono da condividere. Risulta, però, indimostrata la riconducibilità del contratto di opzione sul tasso di interesse alla fattispecie del contratto differenziale. Ugualmente contrario FERRARINI (nt. 32), 35 che non dà rilevanza all'aspetto strutturale tipico dell'opzione sul tasso di interesse e cioè che, una volta pagato il premio, vi è una sola determinata parte obbligata ad effettuare prestazioni.

⁽⁴⁷⁾ La stessa similitudine è stata colta da PREITE, (nt. 39), 36 e in (nt. 39), 184 e da App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1957.

il prezzo in cambio di nessuna prestazione, il venditore assume il rischio di dover consegnare un prodotto il cui valore può essere di gran lunga superiore al prezzo incassato.

Similarmente nel contratto di opzione, a fronte della possibilità di incamerare il premio in cambio di nessun esborso, il venditore assume il rischio di dover effettuare pagamenti di ammontare di gran lunga superiore al premio incassato.

Il rapporto esistente tra la *emptio rei speratae* e la *emptio spei* è in parte analogo a quello tra i contratti di *interest rate swap*, *fra* o *futures* da un lato e le opzioni sui tassi di interesse dall'altro. Mentre nei primi le parti si obbligano reciprocamente ad effettuare uno o più pagamenti a seconda del posizionarsi di un certo tasso di interesse preso a riferimento, nell'opzione il compratore, dietro pagamento del premio, ha il diritto di ricevere uno o più pagamenti qualora il parametro di riferimento si posizioni al di sopra, al di sotto o entro certi limiti. Nel primo caso esistono obbligazioni di pagamento reciproche, mentre nel secondo una sola parte paga il premio e l'altra potrebbe non pagare nulla se non verificano gli eventi dedotti in contratto.

In altre parole si potrebbe dire che la causa dell'opzione sta nello scambio del premio contro la speranza di ricevere pagamenti in misura superiore o, altrimenti, nello scambio tra premio e assunzione del rischio di dover effettuare dei pagamenti in funzione della variabilità di un tasso di interesse.

L'opzione va distinta poi dal negozio condizionato. In ambedue si ha riguardo all'influenza di un evento futuro ed incerto, ma nel secondo si fa dipendere l'efficacia stessa del negozio dal verificarsi o meno della condizione. Nel primo caso, invece, il negozio è sempre pienamente efficace sin dal momento della stipulazione del consenso, solo che dal verificarsi dell'evento dipende il sussistere della prestazione oggetto dell'obbligazione di pagamento del venditore.

L'opzione in esame va, infine, distinta dall'opzione *ex art. 1331 c.c.* ⁽⁴⁸⁾. Quest'ultima è un contratto inteso a rendere irrevocabile la dichiarazione (così già manifestata) di una delle parti relativa ad un contratto da concludere in un tempo futuro. Il secondo contratto cui l'opzione si riferisce si conclude con la semplice accettazione ed acquista efficacia *ex nunc*. Essa rappresenta un caso di rinuncia convenzionale al diritto di revoca della proposta del negozio, che potrà nascere con la sola manifestazione della volontà di accettare espressa dall'altra parte. Nell'opzione in esame non vi è un secondo contratto da concludersi e non è necessaria una successiva accettazione (o manifestazione di volontà) del compratore dell'opzione affinché il venditore sia tenuto ad effettuare i pagamenti dovuti; il contratto è definito con la promessa di pagare una o più somme al verificarsi di certe variazioni del parametro di riferimento.

Da notarsi che l'opzione che ci occupa non rientra nella definizione data dalla lettera *g*, dell'art. 49 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991, che recita «si intende per opzione negoziabile il contratto derivato standardizzato che attribuisce ad una delle controparti, dietro pagamento di un corrispettivo detto premio, la *facoltà* (corsivo del redattore) di acquistare o vendere determinate attività finanziarie ad un certo prezzo entro un dato termine o alla scadenza di esso.

A questo punto si può tentare di determinare se il contratto di opzione in esame sia riconducibile ad un contratto nominato oppure concreti una ipotesi di contratto atipico e, in questo caso, se esso sia meritevole di tutela giuridica.

In precedenza abbiamo visto che non può essere considerato un contratto di assicurazione in quanto questo presuppone necessariamente — a pena di nullità — l'esistenza di un rischio che viene trasferito all'assicuratore (causa di trasferimento del rischio). La variazione di tale rischio dà adito a mutamenti nel rapporto tra assicuratore e assicurato. Nell'opzione, invece, la causa consiste nell'assunzione di un rischio (del verificarsi di un evento finanziario futuro ed incerto) che non deve necessariamente preesistere in capo al compratore dell'opzione. Le

⁽⁴⁸⁾ Nello stesso senso CLARIZIA, (nt. 39), 121; CORTI, (nt. 39), 131; VECCHIO, VITALI, (nt. 39), 965; IRRERA, (nt. 39), 366; GIRINO, (nt. 32), 87 ss.

variazioni del rischio sono ininfluenti sul rapporto contrattuale (nel senso che, pur determinando il *quantum* delle prestazioni, non possono alterare il sinallagma).

Si distingue, inoltre, dalla scommessa in quanto questa si può basare anche su un evento passato, mentre la prestazione del venditore dell'opzione non può che dipendere da un evento futuro incerto. La principale differenza risiede nella causa dei due contratti: la causa della scommessa sta nella creazione artificiale del rischio per sfida (seppur intimamente legata al lucro), mentre la causa dell'opzione consiste nella assunzione del rischio (di variazione del parametro di riferimento) verso il corrispettivo di un premio.

La fattispecie in esame si differenzia dal negozio condizionato (in quanto il contratto è immediatamente efficace), dal contratto differenziale (in quanto non esiste una prestazione futura di entrambe le parti), dalla *emptio spei* e dalla opzione *ex art. 1331 c.c.* per i motivi poc'anzi descritti. Alla luce di quanto sopra sembra che il contratto in esame non sia riconducibile a nessuna fattispecie tipica e che, pertanto, concreti una ipotesi di contratto innominato ⁽⁴⁹⁾.

Si tratta di determinare ora se sia esso diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

Secondo la prevalente dottrina ⁽⁵⁰⁾ l'indagine sulla meritevolezza degli interessi si svolge non solo in senso negativo, cioè accertando che il contratto non sia contrario alla legge, all'ordine pubblico ed al buon costume, ma anche verificando che soddisfi un interesse meritevole di tutela ⁽⁵¹⁾.

Per quanto riguarda l'opzione in esame, da un lato sembra potersi escludere che il contratto realizzi interessi privi di rilevanza giuridica, quali quelli ludici o di sfida, di didattica, e dall'altro sembra potersi affermare che esso non consegua interessi contrari a specifici divieti o a principi generali dell'ordinamento.

La causa dell'opzione è lo scambio del premio con l'assunzione del rischio del verificarsi di un evento finanziario futuro ed incerto, scambio che risulta meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o *emptio spei*.

Il requisito delle meritevolezza, inoltre, si deve ritenere implicito e positivamente risolto dall'ordinamento giuridico che li ha previsti in diversi provvedimenti legislativi ⁽⁵²⁾.

Ammettendo la meritevolezza di tutela del contratto di opzione ne consegue l'applicabilità delle norme generali sul contratto (art. 1323 c.c.). Pertanto, troveranno applicazione le norme sulla interpretazione del contratto (art. 1362-1371 c.c.), sulla responsabilità precontrattuale (art. 1337 c.c.), sull'integrazione del contenuto del contratto in base agli usi (art. 1340 c.c.), sulla nullità (art. 1418-1424 c.c.), annullabilità (art. 1425-1446 c.c.) e risoluzione (art. 1453-1469 c.c.).

Oggetto del contratto è il rischio di variazione del parametro di riferimento finanziario in senso sfavorevole al venditore dell'opzione. La variazione in senso a lui favorevole non comporta alcun beneficio se non la possibilità di incamerare il premio senza dover effettuare esborsi. Questa considerazione, unitamente a quanto detto in tema di causa contrattuale, porta ad escludere che si tratti di un contratto a causa commutativa ⁽⁵³⁾.

⁽⁴⁹⁾ Nello stesso senso VECCHIO, (nt. 39), *Il contratto di interest rate cap*.

⁽⁵⁰⁾ Vedi BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto civile*, Milano, Giuffrè, 1987, 432; MESSINEO, (nt. 17), 681 ss.; CATAUDELLA, *I contratti*, Torino, Giappichelli, 1994, 45. In senso contrario FERRI, (nt. 6), 406 ss., che assimila il concetto di meritevolezza con quello di liceità.

⁽⁵¹⁾ Il giudizio sulla meritevolezza dell'interesse non può prescindere dalla scelta costituzionale nel senso che l'iniziativa privata è libera ma non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, BIANCA (nt. 50), 432.

⁽⁵²⁾ PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 87.

⁽⁵³⁾ In senso conforme PREITE, (nt. 39), 184. In senso contrario CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 375-380, il quale, pur sottolineando che il tasso di interesse non è oggetto del contratto, ma è il criterio assunto per determinare le prestazioni delle parti, non dà il giusto peso all'elemento rischio che in realtà domina

L'obbligazione fondamentale del venditore consiste in un *pacti*, nel dover sopportare, cioè, il rischio di un movimento a lui sfavorevole del parametro di riferimento. Il contratto in esame è aleatorio in quanto il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto del contratto, nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi se non in funzione del rischio ⁽⁵⁴⁾. In questa fattispecie, infatti, non è noto né certo il rapporto tra l'entità del vantaggio del venditore (premio) e l'entità del rischio cui si espone contraendo: quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma l'esistenza stessa delle prestazioni ⁽⁵⁵⁾.

Né si potrebbe sostenere che l'opzione rappresenti una fattispecie ad alea economica normalmente illimitata: questa dipende dall'esistenza del termine che rende aleatorie le prestazioni, mentre nell'opzione l'aleatorietà non dipende soltanto dal differimento, bensì e soprattutto dall'oggetto stesso dello scambio: premio contro speranza. Valgono le stesse argomentazioni per le quali la compravendita a termine rimane commutativa, sebbene ad alea illimitata, mentre la *emptio spei* è considerata aleatoria.

La principale conseguenza pratica della natura aleatoria del contratto di opzione è l'applicazione dell'art. 1469 c.c. che esclude la risoluzione per eccessiva onerosità. Se, ad esempio, il tasso di interesse variabile superasse in misura notevole il livello del *cap* a causa di una non prevedibile inflazione a tassi elevatissimi, come accade in periodi di forte crisi economica, il venditore sopporterebbe una perdita enorme e del tutto sproporzionata se paragonata *ex post* con il valore del premio ricevuto. Ma questo è esattamente il rischio che si è assunto e, pertanto, non potrà invocare la eccessiva onerosità della prestazione al fine di risolvere il contratto.

Il premio è elemento essenziale della fattispecie costituendo la controprestazione del compratore per l'assunzione del rischio da parte del venditore dell'opzione ⁽⁵⁶⁾. L'ammontare del premio non necessariamente deve essere determinato al momento della conclusione del contratto, come accade nella normalità dei casi: può essere, infatti, determinato in un momento successivo. Il momento del pagamento del premio è lasciato alla libera determinazione delle parti. Nella prassi commerciale viene normalmente pagato subito dopo la conclusione del contratto, ma è possibile concordare termini diversi (ad esempio, pagamento a rate).

3. *L'alea unilaterale e bilaterale.* — In giurisprudenza vi sono stati pronunciamenti che hanno dichiarato la nullità del contratto derivato in quanto l'alea è stata considerata unilaterale ⁽⁵⁷⁾.

A ben vedere tutti i casi analizzati riguardano contratti di *interest rate swap* collegati a contratti di opzione. Come visto in precedenza il contratto di opzione finanziaria (da non confondersi con il contratto di opzione *ex art.* 1331 c.c.) è un contratto aleatorio, la cui causa è assimilabile — pur essendo diversa — a quella dell'*emptio spei*.

La fattispecie dell'opzione in generale è sostanzialmente, intrinsecamente e profondamente diversa dallo *swap* di pagamenti che è contratto a causa di scambio — non di scommessa —, commutativo non aleatorio, non differenziale.

Analizziamoli separatamente dal punto di vista dell'alea. Nel paragrafo successivo affron-

la fattispecie contrattuale. L'Autore considera la fattispecie come una compravendita, *rectius* una somministrazione di denaro dato che esiste uno scambio di premio contro altre somme di denaro. In via ipotetica ammettendo anche che si tratti di compravendita, questa dovrebbe essere riconducibile alla *emptio spei*, e pertanto l'aleatorietà del contratto andrebbe confermata.

⁽⁵⁴⁾ BOSELLI, (nt. 16), 472; ID., *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952; MESSINEO, (nt. 17), 774.

⁽⁵⁵⁾ PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, Cedam, 1952, 72; ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Ambrosiana, 1942, 341.

⁽⁵⁶⁾ In teoria è concepibile anche una opzione gratuita nella quale cioè il venditore — con *animus donandi* — non riceve alcun compenso per l'assunzione del rischio.

⁽⁵⁷⁾ App. Milano, 18 settembre 2013, Trib. Cosenza, 18 giugno 2014; Trib. Torino, 17 gennaio 2014; Trib. Salerno, 2 maggio 2013; Trib. Ravenna, 8 luglio 2014, tutte reperibili su www.ilcaso.it.

teremo l'impatto del collegamento negoziale tra i due contratti o la fattispecie del contratto misto.

Orbene, applicando i principi generali e consolidati qualora un contratto di scambio aleatorio non presenti in concreto alcuno scambio si ha un vizio della causa. Si pensi ad una compravendita tipicamente aleatoria quale l'*empio spei* che prevede il pagamento di un prezzo fisso predeterminato del pescato al pescatore che è a conoscenza che il quello specifico lago non esiste alcun pesce o che usi reti bucate.

Ugualmente se in un contratto di opzione l'intermediario, dietro versamento di un premio, si è impegnato ad eseguire un pagamento a fronte di eventi che non hanno alcuna possibilità di avverarsi il contratto sarà nullo per vizio della causa concreta. In tal caso si evidenzia correttamente che l'alea è unilaterale.

Se poi tale contratto è collegato a un *interest rate swap* la nullità si estenderà anche a quest'ultimo contratto.

Se però il pagamento dell'intermediario dipende da eventi improbabili, ma possibili non si può escludere che esista un'alea bilaterale. Ovviamente più remota è la probabilità che l'evento accada minore è il rischio per l'intermediario e minore dovrebbe essere il premio ricevuto dalla controparte. La valutazione della bilateralità o unilaterale dell'alea è rimessa al giudice di merito.

In questo senso si è espressa anche la criticabile giurisprudenza che sostiene che lo *swap* sia una scommessa lecita: «l'eventuale sbilanciamento delle alee, ossia una sproporzione tra il rischio assunto dal cliente rispetto al rischio assunto dalla banca, non incide sulla struttura del contratto e quindi sulla validità, purché ciascuna delle parti, scommettendo, si assuma un grado (anche sbilanciato) di rischio» (58).

Il Collegio del lodo che si commenta in questa sede aderisce a tale orientamento affermando che «solo in presenza di alee unilaterali acclamate possa eventualmente sussistere un vizio invalidante il contratto» (59).

Approccio diverso va preso in merito agli *swap* di pagamenti, la cui causa è lo scambio commutativo di pagamenti. In tal caso non si potrà parlare di unilaterale dell'alea in quanto esterna alla causa del contratto. Come noto anche gli scambi antieconomici sono leciti. Ciò è vero fintanto che vi è uno scambio (anche antieconomico): qualora venisse meno lo scambio si crea un vizio invalidante nella causa.

Pertanto, l'*interest rate swap* che presenti lo scambio dei pagamenti anche se squilibrati non potrà essere dichiarato nullo per difetto di causa. Se così non fosse dovremmo sostenere che qualsiasi *plain vanilla interest rate swap* concluso in questo prolungato momento storico nel quale il tasso variabile più comunemente utilizzato — l'*euribor* — è negativo, cioè inferiore a zero (60), è nullo in quanto il cliente (o la banca) pagatore del tasso variabile negli anni futuri non potrà che pagare di più in quanto è assai più probabile che l'*euribor* cresca piuttosto che cali ulteriormente o rimanga negativo.

Supponiamo di concludere oggi un *interest rate swap* della durata di trenta anni nel quale una parte riceve il tasso fisso del 0,7% (il tasso di mercato a marzo 2015 per uno *swap* a trenta anni) pagabile trimestralmente e contestualmente paga l'*euribor* a tre mesi (attualmente negativo). Il pagatore del tasso variabile riceve ovviamente un flusso positivo. Oggi la maggioranza delle persone può pensare che nei prossimi trenta anni l'*euribor* cresca al di sopra di 0,7%, fatto oggettivamente più che probabile, ma il pagatore del tasso variabile può avere una diversa opinione e ritenere che l'*euribor* non cresca mai al di sopra di tale livello a causa del prolungarsi delle difficoltà economiche. Se la maggioranza ha ragione e l'*euribor* dopo qualche anno sale significativamente in seguito, ad esempio, ad una ripresa economica inflazionistica il

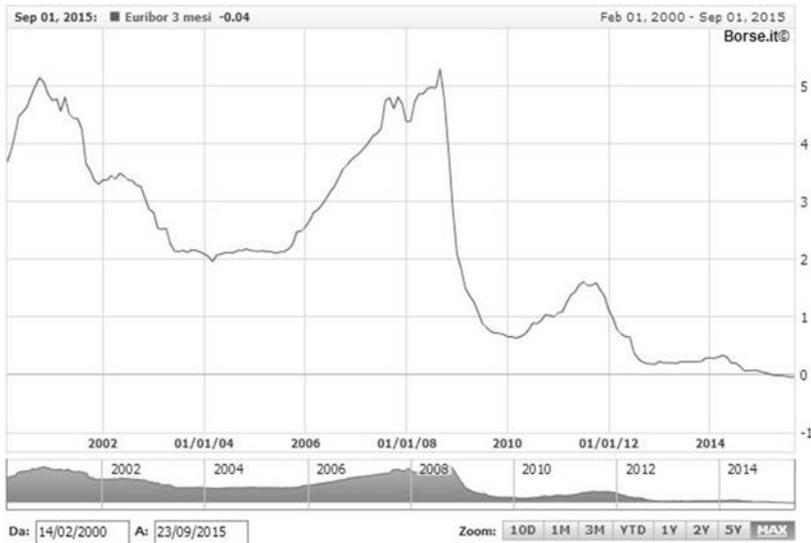
(58) Trib. Milano, 15 giugno 2015, in www.ilcaso.it

(59) V. pagina 37 del lodo.

(60) L'*euribor* a un mese è diventato negativo dal 2 marzo 2015 e quello a tre mesi dal 29 aprile 2015 (v. <http://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>).

pagatore del tasso variabile subirà significative perdite: dobbiamo considerare nullo il contratto perché la probabilità che ciò accadesse era elevata? Ovviamente la risposta è negativa.

In maniera non dissimile molti clienti di intermediari finanziari hanno concluso negli anni 2004-2008 *interest rate swap* per coprirsi dal rischio del rialzo dei tassi di interesse: in quel periodo le aspettative erano per una crescita dei tassi di interesse: fino alla fine del 2005 l'*euribor* a 3 mesi era stabile attorno al 2%; dal gennaio 2006 è iniziata una graduale costante crescita fino ad arrivare attorno al 5% a settembre 2008.



Da tale picco improvvisamente e repentinamente nel giro di pochi mesi l'*euribor* è crollato sotto l'1% per poi continuare a scendere fino ai giorni nostri raggiungendo lo zero e poi diventare negativo⁽⁶¹⁾. È accaduto quello che pochi prevedevano e cioè il crollo repentino dei tassi di interesse che è perdurato fino ad oggi raggiungendo livelli mai raggiunti prima nella storia dell'euro (cioè i tassi negativi)⁽⁶²⁾. Ovviamente tutti gli *swap* di pagamenti nei quali il cliente si è impegnato a pagare il tasso fisso conclusi tra il 2004 e 2008 hanno contrattualizzato tassi di interesse — allora di mercato — tra il 2 ed il 5%, che oggi appaiono molto elevati: ma ciò è quello che si sono impegnati a pagare. Se lo *swap* è stato concluso per proteggersi dal rialzo dei tassi di interessi significa che il cliente ha un debito a tasso variabile ed ha scelto di «trasformare» il proprio debito in tasso fisso. Sul debito a tasso variabile il cliente ha pienamente beneficiato del calo storico dei tassi di interesse, ma tale beneficio è perso per la scelta da lui effettuata di «trasformarlo» in tasso fisso. Con il «senno di poi» avrebbe fatto bene a non proteggersi dal rischio di incremento dei tassi. E non appare corretto ne ha senso cercare di sostenere *oggi* che il rischio che i tassi crollassero era unilaterale.

Cosa dovrebbero dire coloro che pagavano nel settembre del 1992 il tasso variabile *overnight* delle corone svedesi che salì da qualche punto percentuale fino al 500% (cinquecento: non è un errore di stampa)⁽⁶³⁾. Episodi simili sono tutt'altro che rari nel mondo finanziario: anzi si potrebbe affermare che rappresentano un'ordinaria straordinarietà.

⁽⁶¹⁾ V. <http://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/> oppure http://www.borse.it/tassi/dettaglio/10745/Euribor+3+mesi+?refresh_cens.

⁽⁶²⁾ Il fenomeno dei tassi negative non è nuovo anche nell'economia moderna: si pensi al Giappone che ha visto tassi negative negli anni novanta e duemila.

⁽⁶³⁾ ENGLUND, *The Swedish banking crisis*, 2015, 23, in <http://www.riksbank.se/Documents/Avdelningar/AFS/2015/Session%201%20-%20Englund.pdf>; ID., *The Swedish banking crisis: roots*

È stato recentemente affermato dalla Corte di Appello di Venezia ⁽⁶⁴⁾ che «l'andamento del mercato dei tassi che non ha comportato quei flussi finanziari che il cliente si attendeva non è circostanza di per sé significativa, in quanto occorrerebbe allegare e dimostrare che il contratto escludesse in radice ogni concreta possibilità che il flusso finanziario potesse essere a favore del cliente».

Da qui emerge chiaramente la differenza di approccio da utilizzarsi in merito all'unilateralità dell'alea: se il contratto è aleatorio e manca l'alea o l'alea è esclusivamente di una sola parte la causa è invalida in quanto manca lo scambio delle alee; se il contratto è commutativo l'alea economica anche elevata o del tutto assente o a carico di una sola parte non invalida il contratto.

Così ha senso parlare di unilateralità dell'alea nel contratto di opzione, mentre non ha senso parlarne in un contratto di *swap* di pagamenti. I vizi della causa di questi contratti andrebbero analizzati con gli stessi strumenti che si utilizzano per tutti i contratti a seconda della loro natura, senza doversi inventare nuovi ed astrusi orpelli.

4. *Collegamento negoziale tra interest rate swap e opzione.* — Appare chiara la difficoltà nel generalizzare ed accumunare le caratteristiche di due fattispecie così disomogenee. Da un lato lo *swap* può risultare completo in tutti i suoi elementi senza alcun vizio o difetto di causa e di perfetta intelligibilità da parte del cliente. Dall'altro l'opzione può risultare astrusa nella sua formulazione — o «complessa» — ed il cliente qualificato può non avere compreso se il prezzo pattuito era elevato o meno.

Se il cliente ha ben chiaro un contratto e — supponiamo — meno chiaro l'altro, oppure se un contratto è valido ed un altro è invalido perché invalidare entrambi?

Chiarita la sostanziale differenza tra gli *swap* di pagamenti e le c.d. opzioni (che di opzionale in senso sia giuridico che pratico nulla hanno) si può affrontare il tema del collegamento negoziale tra le due fattispecie, tema che non risulta affrontato nel lodo.

Il tema del rapporto tra un contratto derivato ed un altro contratto (derivato o non derivato) è stato oggetto di pochi approfondimenti dottrinali ⁽⁶⁵⁾. La prassi degli affari offre molteplici fattispecie nelle quali contratti di mutuo, di leasing e prestiti obbligazionari contengono un contratto derivato. Basti pensare alle più semplici opzioni *floor* (o *cap*) con le quali il debitore — di fatto — si impegna a pagare un tasso di interesse non inferiore al livello del *floor* contrattualizzato (o non superiore al livello del *cap*). Si pensi alla comune operazione di acquisto di titoli obbligazionari accompagnata da un contestuale *swap* di interessi con la quale si trasforma da fisso (o da variabile) il rendimento del titolo acquistato in variabile (o in fisso).

Si pensi al *plain vanilla swap* ed al contratto di opzione del lodo in esame o, più in generale, alla combinazione di due contratti derivati.

Il contratto di *swap* e il contratto di opzione rappresentano, come detto, due entità distinte, ciascuna con propria causa, sebbene legati nel caso oggetto del lodo da un nesso quantomeno cronologico e documentale (si presume che i due contratti siano contenuti in un unico documento).

Bisogna individuare se tale nesso assurge a collegamento giuridico tra i contratti.

Il legislatore non fornisce una definizione di collegamento negoziale né, d'altro canto, stabilisce quando un nesso tra due o più contratti acquisti rilevanza giuridica.

Il collegamento negoziale può essere soggettivo, cioè impresso dalla volontà delle parti, o oggettivo (o necessario o per volontà della legge).

È noto che il collegamento negoziale soggettivo è impresso ai contratti dalla volontà

and consequences, in *Oxford Review of economic policy*, 1999, vol. 15, n. 3 (<http://www.contra-hour.com/contrahour/files/TheSwedishBankingCrisisRootsandConsequences.pdf>).

⁽⁶⁴⁾ App. Venezia, 15 settembre 2015.

⁽⁶⁵⁾ SARTORI, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Il diritto degli affari.it*, 25 marzo 2015; CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in questa *Rivista*, I, 2011, 887.

negoziale in virtù del principio di autonomia contrattuale: un contratto può essere adibito, oltre che al conseguimento del suo scopo tipico, anche a rendere possibile o agevole un ulteriore scopo che è proprio di un altro e separato contratto. In altre parole, il primo contratto si pone come motivo del secondo ⁽⁶⁶⁾.

Il collegamento volontario o funzionale non costituisce una categoria autonoma né trova, come detto, specifica disciplina nell'ordinamento vigente. L'accertamento dell'esistenza o meno di un collegamento per volontà delle parti è questione di interpretazione della volontà dei contraenti da cogliere secondo i noti criteri ermeneutici stabiliti dall'art. 1362 e seguenti del codice civile. La fonte del collegamento volontario è costituita dalla volontà dei contraenti espressa nell'esercizio della loro autonomia contrattuale: è, pertanto, una *quaestio voluntatis* di esclusiva competenza del giudice di merito. Il nesso di interdipendenza non è un effetto legale dei contratti collegati essendo, invece, il risultato conforme dell'interpretazione del contratto pur in mancanza di una specifica previsione delle parti ⁽⁶⁷⁾. La Corte di Cassazione ha affermato che «al fine di accertare se le parti nel dar vita a diversi e distinti contratti contestuali o non, caratterizzati ciascuno in funzione della propria causa e dell'individualità propria del tipo negoziale, li abbiano concepiti e voluti come funzionalmente e teleologicamente collegati tra loro e posti in rapporto di reciproca interdipendenza [...] il giudice del merito ha l'obbligo di esaminare, col ricorso ai canoni ermeneutici posti dagli artt. 1362 segg. c.c., quale sia l'effettivo contenuto dell'uno e dell'altro contratto e se il loro collegamento non ne consenta la collocazione su un piano di completa interdipendenza» ⁽⁶⁸⁾.

La volontà di collegare due o più contratti e di renderli funzionali al compimento dell'operazione commerciale può essere, oltre che espressa, anche tacita, ove risulti dall'intero impianto contrattuale o dalla natura inscindibile dell'affare realizzato dalle parti ⁽⁶⁹⁾.

Il collegamento volontario o funzionale deve, comunque, risultare dalla volontà negoziale, la quale può essere espressa, tacita o anche presunta sulla scorta di risultanze univoche precise e concordanti ⁽⁷⁰⁾.

L'attività di qualificazione giuridica assume un rilievo ove ne costituisca oggetto un contratto collegato per volontà delle parti. Va analizzata con attenzione l'operazione economica concepita e realizzata dalle parti mediante la tecnica del collegamento tra contratti distinti e causalmente autonomi. Oggetto del collegamento è proprio l'operazione economica considerata nel complesso dei vari atti che la compongono e nel risultato pratico conseguito. Il collegamento per volontà delle parti dà vita ad un contratto atipico, con sua causa giuridica: esso prende vita «da una atipica clausola — espressa o tacita — di più contratti che questi rende fra loro indipendenti» ⁽⁷¹⁾.

Nel collegamento i distinti contratti avvinti dal nesso di interdipendenza realizzano il programma unitario concepito dalle parti contraenti e nel loro intreccio configurano un contratto atipico del quale è agevole cogliere l'oggetto nell'operazione economica e la causa nell'inscindibilità dell'assetto economico raggiunto concretamente dai contraenti. Vi è, dunque, rispetto ai singoli frammenti negoziali, un valore aggiunto od una finalità ulteriore complessiva che connota il contratto collegato e lo differenzia dai singoli frammenti che lo compongono. Nel collegamento esistono due cause: quella del singolo frammento contrattuale e quella dell'intera

⁽⁶⁶⁾ MESSINEO, (nt. 17), 722. V. inoltre GASPERONI, *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, 315; DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi (contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 412; SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. del dir.*, VII, 375; GANDOLFI, *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II, 342; RAPPAZZO, *I contratti collegati*, Milano, 1998; LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1959.

⁽⁶⁷⁾ BIANCA, *Diritto civile*, III, 1991, 455.

⁽⁶⁸⁾ Cass. 31 marzo 1987, n. 3100, in *Mass. giust. civ.*, 1987.

⁽⁶⁹⁾ RAPPAZZO, (nt. 66), 35.

⁽⁷⁰⁾ Cass. 5 agosto 1982, n. 4401, in *Mass. giust. civ.*, 1982.

⁽⁷¹⁾ GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 1, Padova, Cedam, 188.

operazione economica. Quest'ultima si manifesta nell'unitarietà dell'operazione e, soprattutto, nell'inscindibilità dello scopo comune perseguito dalle parti (72).

La volontà delle parti contraenti costituisce la fonte del collegamento fra contratti anche se, ai fini del suo accertamento, si deve oggettivare nel contenuto del contratto. L'unitarietà dell'interesse globalmente perseguito ovvero l'inscindibilità dello scopo economico dell'operazione va ricercata dall'interprete sia sotto il profilo soggettivo, costituito dal comune intento delle parti di volere l'effetto tipico dei singoli frammenti e, al tempo stesso, il fine ulteriore e complessivo dell'operazione economica, sia sotto il profilo oggettivo, costituito dal collegamento stesso fra i singoli contratti per attuare l'operazione stessa. La ricerca dell'interprete deve coinvolgere entrambe le parti, non essendo sufficiente che il fine ultimo dell'operazione sia perseguito solo da una parte all'insaputa e senza la partecipazione dell'altra parte (73) e deve riguardare sia l'elemento soggettivo sia quello causale.

Gli elementi che evidenziano il collegamento per volontà delle parti sono stati individuati in giurisprudenza nei seguenti:

- a) la contestualità delle pattuizioni;
- b) la correlazione tra pattuizioni, ognuna delle quali non avrebbe avuto da sola una propria sufficiente ragione d'essere;
- c) la corrispettività delle prestazioni oggetto dei diversi contratti;
- d) uno dei negozi costituisce una modalità di esecuzione dell'altro o, comunque, è rivolto ad agevolare l'esecuzione stessa;
- e) uno dei negozi trova la sua ragione d'essere o la causa remota nell'altro, tendendo verso uno scopo comune, instaurando tra gli stessi una stretta connessione economica e teleologica;
- f) uno dei negozi si pone come presupposto logico ed economico dell'altro, al punto che il venir meno dell'un contratto sia tale da lasciare insoddisfatto l'interesse che aveva mosso le parti a contrarre (74).

Alla luce del sommario richiamo della dottrina e giurisprudenza in tema di collegamento volontario o funzionale si può affrontare ora il tema del collegamento tra il *plain vanilla swap* e l'opzione del lodo oggetto di commento.

Il primo indice di collegamento sopra evidenziato — la contestualità delle pattuizioni — appare essere presente nel caso in esame.

La correlazione tra pattuizioni potrebbe apparire non biunivoca, nel senso che il *plain vanilla swap* potrebbe avere una sua ragione d'essere indipendentemente dall'esistenza della contestuale opzione. Dalla lettura del lodo non è possibile approfondire questo punto.

Ugualmente non si riesce a valutare la corrispettività delle prestazioni oggetto dei diversi contratti: il prezzo dello *swap* potrebbe — ed è ciò che accade nella prassi commerciale in simili ipotesi — essere influenzato dal prezzo, *rectius* dal premio, dell'opzione, che viene «spalmato» a riduzione od incremento di una delle obbligazioni dello *swap*. Ad esempio, la parte Alfa di uno *swap* di interessi paga il tasso fisso del 5%, anziché del 6%, che rappresenta il livello di mercato, in quanto ha contestualmente venduto alla controparte Beta dello *swap* una opzione il cui premio viene riconosciuto sotto forma di minore tasso fisso dello *swap*.

Il quarto indice di collegamento è rappresentato dal fatto che uno dei negozi costituisce una modalità di esecuzione dell'altro o, comunque, è rivolto ad agevolare l'esecuzione stessa. Nella fattispecie in esame si potrebbe sostenere che l'opzione non sia una modalità di esecuzione del contratto di *swap*, ma in realtà mancano gli elementi per tale indagine sulla volontà delle parti.

Lo stesso si può affermare in merito al fatto che uno dei negozi — l'opzione — trova la sua ragione d'essere o la causa remota nell'altro — il *plain vanilla swap* —, tendendo verso uno

(72) RAPPAZZO, (nt. 66), 38.

(73) Cass. 20 novembre 1992, n. 12401, in *Mass. giust. civ.*, 1992.

(74) L'individuazione degli elementi di collegamento indicata nel testo è effettuata da RAPPAZZO, (nt. 66), 43.

scopo comune, instaurando tra gli stessi una stretta connessione economica e teleologica. Anche in questo caso mancano gli elementi per tale indagine.

Infine, anche l'ultimo indice di collegamento sopra indicato non può essere valutato in quanto dipende dall'indagine sulla volontà delle parti la quale non si riesce a cogliere dalla semplice lettura del lodo. In altre parole non si è in grado di rispondere al quesito se il *plain vanilla swap* si pone come presupposto logico ed economico dell'opzione, al punto che il venir meno dell'un contratto sia tale da lasciare insoddisfatto l'interesse che aveva mosso le parti a contrarre.

Queste considerazioni dovrebbero portare, quantomeno, ad una più approfondita analisi in merito alla sussistenza del collegamento, la cui esistenza viene a volte sommariamente affermata, ma non motivata.

Affermare l'esistenza del collegamento volontario tra i due contratti potrebbe comportare la conseguenza che le eventuali cause di invalidità dell'opzione si trasmettono al *plain vanilla swap* (o viceversa). Andrebbe, peraltro, verificata l'esistenza in concreto di clausole ispirate al principio di conservazione del negozio giuridico con le quali le parti pattuiscono che le cause di invalidità di un contratto collegato non si estendono all'altro contratto. Tali clausole sono spesso presenti nei contratti quadro, ma in questo caso non è dato sapere.

Anche qualora si volesse ricostruire la fattispecie in esame quale un unico contratto di *swap* di pagamenti a cui si aggiunge una clausola di opzione la questione andrebbe, comunque, regolata alla luce dell'art. 1419 c.c. che commina la nullità dell'intero contratto nel caso in cui la clausola sia nulla soltanto se risulta che i contraenti non lo avrebbero concluso senza tale clausola.

Il risultato di tale indagine sulla volontà delle parti — l'esistenza del collegamento negoziale tra i due contratti al momento della loro conclusione — non può essere dato per scontato. In assenza di tale collegamento non basterà al cliente della banca chiedere la nullità del contratto valido non collegato al contratto invalido soltanto perché ciò gli conviene economicamente.

Viceversa, e più in generale, il cliente della banca che ha ottenuto un finanziamento o un leasing o ha emesso un prestito obbligazionario contenente una opzione sui tassi di interesse di tipo *floor* potrebbe avere interesse economico a mantenere in vita il debito a fronte del quale aveva sottoscritto un *floor* ad un livello superiore a quello in seguito corrente e che fosse risultato invalido. In altre parole potrebbe avere interesse ad eliminare il *floor* invalido mantenendo il finanziamento ad un costo inferiore. Ciò potrebbe non essere possibile nel caso in cui il contratto di opzione *floor* fosse collegato al finanziamento, ad esempio per esplicita volontà delle parti. La banca, infatti, potrebbe aver concesso il finanziamento a condizioni particolarmente vantaggiose per il cliente in considerazione del *floor* contrattualizzato con il cliente.

Qualora, invece, mancasse il collegamento giuridico tra il finanziamento e l'opzione *floor* e questo fosse invalido il cliente della banca potrebbe invalidarlo senza compromettere il finanziamento.

5. *Il contratto misto tra swap e opzione.* — Lo *swap* di pagamenti e l'opzione possono essere indipendenti l'uno dall'altro (anche qualora i due contratti fossero contenuti in un unico documento e conclusi simultaneamente) o possono essere legati da un collegamento negoziale come sopra visto.

Altro percorso ricostruttivo delle fattispecie concrete che il mondo della finanza offre è il contratto misto tra lo *swap* di pagamenti e l'opzione.

Sono queste le fattispecie che più spesso sono oggetto di controversie che occupano i tribunali ed i collegi arbitrali italiani.

L'indagine sulla volontà delle parti è la principale chiave di lettura per comprendere se le parti hanno voluto concludere due diversi contratti tra loro collegati o un unico contratto la cui struttura sia una combinazione degli elementi dello *swap* di pagamenti e dell'opzione.

Supponendo che le parti abbiano voluto concludere un unico contratto misto si deve

affrontare il tema della causa prevalente. Risolto tale aspetto appaiono chiare le conseguenze in merito ad eventuali sbilanciamenti dell'alea.

Se la componente opzionale del contratto («ti pago se») è preponderante nell'equilibrio del contratto si può ritenere che la causa prevalente sia quella aleatoria.

Al contrario se la componente dello scambio di pagamenti («ti pago in base ad un parametro variabile e tu mi paghi un tasso fisso o in base ad un altro parametro variabile») è preponderante nell'equilibrio del contratto si può ritenere che la causa prevalente sia quella commutativa dello *swap* di pagamenti.

Un paio di esempi può aiutare. Si tratta di esempi tratti da fattispecie reali.

Si pensi al cliente della banca che vuole gestire il rischio di innalzamento del tasso variabile di un suo mutuo. Egli ha due possibili scelte: la prima un ordinario *swap* di pagamenti nel quale riceve il tasso variabile e paga il tasso fisso. La seconda prevede una modifica all'ordinario *swap* finalizzata a ridurre il costo ovvero a ridurre il tasso fisso che il cliente si impegna a pagare. Tale modifica, spesso utilizzata nella prassi degli affari, consiste nell'inserire nel contratto di *swap* opzioni sui tassi: ad esempio, il cliente paga il tasso fisso (ridotto rispetto a quello di uno *swap plain vanilla*) fintanto che l'*euribor* a tre mesi non supera una certa soglia. Nel caso in cui lo superi il tasso fisso si trasforma in tasso variabile. In tale contratto il cliente rinuncia parzialmente alla protezione contro l'innalzamento del tasso variabile in cambio di una riduzione del tasso fisso che deve pagare. Ovviamente più è alta la soglia che fa scattare la trasformazione da fisso a variabile maggiore è la sua protezione e minore la sua rinuncia alla stessa, ma sarà anche minore il risparmio sul tasso fisso. Se, invece, la soglia è bassa, la riduzione sul tasso fisso sarà importante, ma anche la sua protezione contro il rialzo dei tassi variabili sarà significativamente ridotta.

In altre parole il cliente in questo caso vende una *cap* alla banca (se l'*euribor* supera una certa soglia il cliente paga alla banca l'*euribor*) ed il premio che dovrebbe ricevere a fronte del *cap* è «pagato» dalla banca attraverso la riduzione del tasso fisso di mercato che il cliente si impegna a pagare nello *swap* di pagamenti.

Un altro esempio è dato dal contratto in forza del quale le parti intendono dilazionare il pagamento di una perdita derivante da un precedente contratto derivato estinto anticipatamente. Analoga ipotesi è quella del contratto di *swap* nel quale la banca paga un *upfront* al cliente (*upfront* che non è legato a precedenti operazioni) il quale lo restituisce attraverso i pagamenti dello *swap*. La banca e il cliente si impegnano a pagare rispettivamente somme calcolate su uno stesso importo nozionale in base a due tassi fissi: quello che il cliente paga alla banca è maggiore di quello che il cliente riceve dalla banca (ad esempio il cliente paga il 5% su 5.000 e la banca paga il 3% calcolato sullo stesso nozionale). Si tratta di un normale *annuity swap* in base al quale il cliente paga alla banca una somma certa (il 2% su 5.000), che nel caso di specie altro non sarebbe che la restituzione della perdita del precedente derivato o la restituzione della somma ricevuta *upfront* al momento della conclusione del contratto. In pratica le parti avrebbero potuto semplicemente dire: «ti do 900 e tu mi restituisci 100 ogni anno per 10 anni». E sarebbe la stessa cosa obbligarsi a pagare il 10% su un nozionale di 1.000 o il 4% su un nozionale di 2.500: in tutti i casi il risultato è di pagare 100. Questo *annuity swap* è senz'altro commutativo. Questo contratto di *swap* di pagamenti viene modificato con l'inserimento di opzioni che consentono al cliente di pagare una somma inferiore: se l'*euribor* supera il 3% del nostro esempio (cioè il tasso fisso che paga la banca al cliente) la banca paga *euribor* al cliente. L'introduzione di tale opzione fa sì che il costo del cliente può diminuire a suo vantaggio fino al punto da annullare l'*annuity* (il 100 da restituire ogni anno) e ricevere un flusso di cassa positivo nel caso in cui l'*euribor* superi anche il tasso fisso pagato dal cliente. In questo caso la banca ha venduto al cliente un *cap*: la banca, già impegnata a pagare il 3%, si impegna a pagare al cliente la differenza tra *euribor* e 3% nel caso in cui l'*euribor* superi il 3% (il livello del *cap*).

Orbene, appare chiaro che solo l'indagine sulla volontà concreta delle parti può portare ad una esaustiva risposta in merito alla prevalenza tra *swap* ed opzione e cioè tra scambio commutativo e scambio aleatorio.

6. *Il mark-to-market e la differenza tra prezzo e valore del contratto derivato.* — Per meglio comprendere le motivazioni che portano a condividere il lodo in esame è necessario chiarire la differenza tra «valore» e «prezzo» di un contratto, o meglio, tra *mark-to-market* (o *fair value*) e prezzo.

Il *mark-to-market* non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark-to-market* è influenzato da una serie di fattori ed è, quindi, sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari ⁽⁷⁵⁾. È una valutazione — semplice o complessa che sia — che non può considerarsi necessaria per determinare l'alea di un contratto aleatorio (e tantomeno di un contratto commutativo come il *plain vanilla swap*).

Il valore di mercato del derivato ed i conseguenti aggiustamenti contabili non sono valori idonei ad assumere valenza in sede giudiziale. Il valore di mercato nasce essenzialmente come strumento di monitoraggio: esso consiste in una sorta di simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima probabilistica del rapporto di debito/credito fra le parti che non comporta conseguenze giuridiche perché non si traduce in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento ⁽⁷⁶⁾,

È stato ormai recepito anche dalla giurisprudenza che il valore *mark-to-market* o *fair value* non corrisponde ad un profitto per la banca e risulta acclarata l'infondatezza della tesi secondo cui il *fair value* iniziale del contratto derivato equivarrebbe ad un profitto definitivamente acquisito per la banca, indipendentemente dal concreto andamento del contratto e, specularmente, l'infondatezza della tesi secondo cui il *fair value* iniziale del contratto derivato equivarrebbe ad un danno definitivamente subito dal cliente indipendentemente dal concreto andamento del contratto ⁽⁷⁷⁾.

È stato correttamente affermato che il *mark-to-market* non corrisponde ad alcuna effettiva uscita di cassa da parte del cliente né ad alcuna somma effettivamente percepita dalla banca ⁽⁷⁸⁾.

Inoltre è stato evidenziato che il margine lordo di intermediazione non comporti, né al momento della conclusione dello *swap* né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente ma consista nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Pertanto è chiaro che alla stipulazione del contratto il *mark-to-market* è solo astrattamente nullo mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo ⁽⁷⁹⁾.

La Corte dei Conti Abruzzo ⁽⁸⁰⁾ ha chiarito che il *mark-to-market* è un valore virtuale che si concretizza solo in caso di chiusura ad una certa scadenza, variando con i mercati. I flussi sono invece periodicamente saldati, e presentano valori positivi o negativi a seconda dell'importo dovuto dalla banca alla controparte e di quello dovuto per lo stesso periodo dalla controparte alla banca. Potrà risultare evidente che in entrambi i casi si tratta di importi, per

⁽⁷⁵⁾ Cass., 21 dicembre 2011, n. 47421.

⁽⁷⁶⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 93.

⁽⁷⁷⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 138; Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in questa *Rivista*, 2013, 357 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*. Nello stesso senso v. lodo arbitrale 29 gennaio 2014 che «condivide l'orientamento della giurisprudenza per la quale il *mark-to-market* non costituisce l'oggetto del contratto e, dunque, non rientra tra gli elementi essenziali del medesimo che le parti sono tenute a determinare in maniera esplicita o in relazione al quale sono tenute a prevedere precisi criteri di determinazione».

⁽⁷⁸⁾ Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/tribunale_di_terni_08_febbraio_2012.pdf.

⁽⁷⁹⁾ Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8374.pdf>.

⁽⁸⁰⁾ Corte Conti, 22 aprile 2010, n. 259.

quanto riguarda non solo la quantificazione ma anche l'effettiva consistenza, non attualizzati e privi della connotazione della certezza, in quanto sottoposti a ricalcolo quotidiano.

È stato, inoltre, finalmente recepito anche in giurisprudenza il fatto che il *mark-to-market* iniziale di un contratto derivato è sempre implicitamente negativo per il cliente e positivo per la banca perché i costi ed i profitti della banca non vengono configurati a parte (ad esempio, con separata commissione da sottoscrivere e corrispondere a margine del contratto come avviene in altre operazioni) bensì — per prassi costantemente seguita dagli intermediari — «caricati» sul prezzo praticato al cliente, prezzo che viene per tal modo a discostarsi dal *fair value* teorico proprio perché gravato dai margini di copertura dei costi e dei rischi sostenuti e del profitto dell'intermediario. Nulla di male o disdicevole visto che così avviene in tutte le operazioni bancarie in conto proprio ⁽⁸¹⁾.

I componenti di tali costi e margini sono stati ben messi in evidenza e spiegati nella citata sentenza del Consiglio di Stato n. 5962/2012. Essi rappresentano quei «costi impliciti» o «costi occulti» che non solo sono leciti, ma sono anche necessari al funzionamento del mercato. Ne si può pensare che a fronte di tali costi la banca debba riconoscere alla controparte un *upfront* per equilibrare il contratto. Appare quasi superfluo ricordare che non esiste alcuna norma che imponga di comunicare il profitto di un contratto (derivato e non), ma soltanto l'obbligo di comunicare il prezzo del derivato al fine di determinare il contenuto del contratto. Al pari di un contratto di compravendita di un titolo la banca deve comunicare le caratteristiche del titolo ed il suo prezzo e tale prezzo ingloba la copertura dei costi ed il profitto della banca. Se non comunica gli estremi del titolo non si riesce ad individuare l'oggetto del contratto che sarà, quindi, nullo. Ma la banca non è obbligata a comunicare al cliente il valore *mark-to-market* al momento della vendita o che il valore che il titolo individuato potrà avere dopo sei mesi o sei anni. E se anche in seguito nel tempo il titolo acquistato dovesse valere l'ottanta per cento o il centoventi per cento del prezzo di acquisto il cliente non avrebbe perso o guadagnato alcunché, salvo il caso in cui venda il titolo a tale prezzo.

La banca potrà essere responsabile nel caso ometta, ad esempio, di indicare alcune caratteristiche essenziali del titolo che incidono sul rischio: se la banca vende un titolo obbligazionario omettendo di informare che è «subordinato» ad altri creditori oppure che è convertibile in azioni il cliente potrà sostenere che l'oggetto del contratto da lui inteso e rappresentato dalla banca era diverso da quello effettivo, ma se gli fornisce tutti gli elementi per valutarlo ed al cliente va bene il prezzo — alto o basso che sia — il negozio è valido.

Tornando ai contratti di derivati del caso in esame la banca era tenuta a fornire tutti gli elementi del prezzo e del contratto concluso (durate, modalità di calcolo delle prestazioni delle parti, periodicità dei pagamenti ecc. [...]), ma non il suo valore (*mark-to-market* o *fair value*). Oltre a non essere previsto un obbligo di fornire tale valore, pretenderlo per i contratti derivati contrasterebbe con il trattamento che ci si aspetta in altri contratti — anche aleatori — : se partecipo ad una lotteria o scommetto su una variabile finanziaria o sui cavalli la validità del contratto non è inficiata — o l'oggetto del contratto non è incompleto (e quindi il contratto non può essere nullo *ex art.* 1418, secondo comma, per mancanza di determinabilità dell'oggetto) — se non vengono comunicate le probabilità statistiche di vittoria, dati scientificamente disponibili. Il biglietto della lotteria comprende la copertura dei costi ed i margini di profitto che il venditore si aspetta di realizzare (e che potrebbe anche non realizzare nel caso in cui vendesse pochi biglietti), e nel momento in cui è noto su cosa scommetto e come verrà estratto il premio il contratto è valido. Cosa diversa sarebbe il caso in cui il venditore non rendesse noto all'acquirente del biglietto gli elementi essenziali dell'estrazione o della gara.

Nel contratto di opzione, che è sicuramente aleatorio ed assimilabile alla *emptio spei* ⁽⁸²⁾, le parti hanno accettato l'alea previsionale come struttura tipica del loro accordo, ferme restando la correttezza della «gara». Il compratore sa bene che non sta acquistando, poniamo,

⁽⁸¹⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 186

⁽⁸²⁾ Simile accostamento si trova anche nella citata sentenza n. 1937 della App. Milano, 192.

un quintale di pesce ma solo la speranza, la *spes* per l'appunto, di veder tornare il pescatore con la rete piena, magari con molti quintali di pesce. La rete potrà tornare vuota, naturalmente, ma ciò deve accadere per una sovrastimata pescosità del mare, per una inaspettata tempesta che ha costretto al ritorno in porto, per altre avverse condizioni di navigazione e non perché il pescatore ha manomesso le reti. La casistica giurisprudenziale s'è dovuta occupare di simili «pescatori» giudicando l'illiceità nella condotta di banche le quali hanno minimizzato i rischi e non hanno rilevato con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente. Nel caso del lodo in esame non risulta che la banca abbia ommesso o celato gli elementi essenziali dell'opzione, salvo ovviamente il *mark-to-market* che non è un elemento del contratto ne vi è un obbligo informativo al riguardo per un operatore qualificato.

Il prezzo del derivato, invece, altro non è che il tasso, il cambio, il livello del parametro utilizzato per determinare le obbligazioni delle parti. Nel caso del *plain vanilla swap* il prezzo è dato dalla indicazione dei tassi — fisso e variabile — che le parti si impegnano reciprocamente a pagare, nonché degli altri elementi quali, ad esempio, la durata e le frequenze dei pagamenti. Nel caso dell'opzione il prezzo è dato dal premio, dalla descrizione dell'evento che determina i pagamenti e la loro quantificazione, nonché dagli altri elementi quali la durata.

La distinzione tra «prezzo» e «valore» emerge prepotente anche in termini di processi per determinarli.

Il *pricing* è il processo attraverso il quale vengono stabiliti i termini contrattuali, cioè il processo di definizione del tasso, dei parametri, delle durate e delle periodicità che servono alle parti per determinare le loro obbligazioni di pagamento. La *valuation*, invece, è il processo di determinazione del valore del contratto, del *mark-to-market*, cioè a dire il processo di valutazione di prestazioni e controprestazioni contrattualmente stabilite e definite. In particolare la *valuation* entra in gioco nel calcolo del valore dei flussi di cassa che un derivato è atteso generare una volta stabiliti i termini contrattuali (e tale valore è misurato con metodologie universalmente riconosciute che vanno dal c.d. *discounted cash flow* per i derivati più semplici alla *Montecarlo simulation* per i più complessi, passando per la *Black & Scholes* per le opzioni).

«Valore di mercato» e «prezzo» sono due concetti che non possono essere confusi. Il primo non è un elemento del contratto ne serve a determinare l'alea del contratto, mentre il secondo è indispensabile elemento del contratto senza il quale non si riesce a determinare l'oggetto del contratto (e l'alea nel caso in cui sia il contratto aleatorio). Nel caso dell'opzione non si può sostenere che vi sia un vizio genetico rappresentato dalla indeterminabilità prospettica dell'alea dovuto alla mancata comunicazione del valore del contratto (*mark-to-market* o *fair value*): in realtà non pare sussistere tale obbligo non solo in un contratto commutativo come lo *swap*, ma anche nell'opzione, certamente aleatoria. L'alea non era affatto indeterminabile, avendo il cliente a disposizione tutti gli elementi del contratto; non si vede perché una banca debba comunicare il valore del contratto alla controparte professionale, la quale si dovrebbe, invece, fare la propria opinione utilizzando le metodologie disponibili per valutarlo. Non si vede perché sia un contraente a dover dare all'altro il suo parere — perché è di questo che si sta parlando — sul valore del contratto. L'onere di farsi la propria opinione sul valore del contratto spetta tutt'al più al diligente contraente professionale, che non dovrebbe basarsi sull'opinione della sua controparte. Spetta al cliente decidere se pagare in un negozio di alta moda il prezzo di 2.000 euro per una borsa di plastica «firmata» da uno stilista il cui valore intrinseco è probabilmente di 50 euro. Ne la compravendita di un'automobile usata sarà nulla perché l'acquirente scopre dopo l'acquisto che il concessionario la ha pagata un terzo di quanto ha pagato il compratore.

Fatte queste necessarie premesse in merito al concetto di prezzo e valore (o *fair value* o *mark-to-market*) ben si comprende la motivazione del lodo in merito a questo specifico tema.

Il cliente della banca lamentava che la banca non avesse fornito alcuna informazione in merito alle commissioni, ai costi, al margine d'intermediazione e al *mark-to-market* — fatto non contestato dalla banca — e per questa omissione il cliente chiede la nullità del contratto, in subordine, la risoluzione per grave inadempimento e, ancora in subordine, l'annullamento per errore o dolo. Il Collegio ritiene correttamente che tale «omissione» non possa comportare la nullità per mancanza e/o illiceità della causa in quanto nessuna norma imponeva alla banca di

esplicitare tale specifica componente e la prassi bancaria non conteneva tale specifica indicazione. Il Collegio ritiene che nel caso in esame non possano trovare applicazione i diversi principi elaborati dalla Corte d'Appello di Milano con la sentenza del 18 settembre 2013 ⁽⁸⁵⁾ richiamata dal cliente in quanto riguardava, tra l'altro, un caso in cui si discuteva di derivati stipulati da un operatore non qualificato.

Il Collegio motiva la propria decisione affermando che il valore *mark-to-market* non costituisce oggetto del contratto di *swap* cogliendo che si tratta esattamente di un valore che viene dato al contratto derivato in un determinato momento della sua vita, sulla base di stime previsionali che di per sé non comportano una perdita monetaria né un obbligo di pagamento per le parti. D'altronde il valore *mark-to-market* è preso in considerazione anche per numerose altre fattispecie — crediti, prestiti, mutui, azioni, obbligazioni, titoli atipici, crediti, ecc. — al fine della loro valutazione bilancistica. Il fatto che il *mark-to-market* di un mutuo sia superiore o inferiore al suo importo nominale non comporta alcun obbligo in capo al mutuante di comunicarne il valore al mutuatario né alcun diritto in capo al mutuante ed al mutuatario di vedersi riconoscere la differenza.

Tale affermazione — l'inesistenza di un obbligo d'informazione del valore *mark-to-market* del contratto — appare ulteriormente convincente in quanto la raccomandazione di comunicare il valore del contratto «illiquido» è stata introdotta successivamente alla conclusione dei contratti in esame ⁽⁸⁴⁾ escludendo ogni effetto retroattivo e, soprattutto, è stata introdotta solo a tutela della clientela al dettaglio (mentre nel caso di specie il cliente è operatore professionale, che comunque non beneficia di tale tutela). Ne si può argomentare che gli art. 21, t.u.f. e 26 del regolamento intermediari impongano un simile obbligo essendo essi stessi norme generali e generiche che non impongono specifici obblighi informativi. Anzi, esse presuppongono che fonti secondarie specificchino i comportamenti che le parti devono tenere e tra questi obblighi non si trova quello di comunicare il risultato prospettico del contratto. Apparirebbe infondata la presunta violazione dell'art. 21 t.u.f. perché, ammesso che gli obblighi informativi — graduati in funzione della qualità e dell'esperienza professionale dell'investitore — fossero pienamente applicabili anche all'attore dell'arbitrato in esame — e così non è — si debbono poi, in concreto, indicare quali obblighi di correttezza e trasparenza la banca abbia in concreto violato, senza limitarsi a generiche petizioni di principio. Così è stato anche affermato dalla Corte di Appello di Milano in un caso simile ⁽⁸⁵⁾.

In sintesi, all'epoca della conclusione dei contratti oggetto del lodo non esisteva alcuna norma specifica che imponesse un obbligo di informare la controparte del valore del contratto. Non può utilizzarsi in senso contrario la citata raccomandazione Consob in quanto (i) non impone un obbligo — è soltanto una raccomandazione —, (ii) è stata introdotta successivamente alla conclusione dei contratti in esame, (iii) non ha effetto retroattivo, e (iv) si applica esclusivamente ai clienti al dettaglio e, quindi, (v) *a contrariis* non è, comunque, applicabile agli operatori professionali, che si presuppone siano in grado di fare tali valutazioni, e contrasterebbe con il regime normativo previsto per questi operatori, (vi) il regolamento Mifid ⁽⁸⁶⁾ è stato introdotto in data 29 ottobre 2007 e si applica pacificamente ai contratti derivati stipulati dopo la sua entrata in vigore, (vii) il regolamento Mifid non ha introdotto la rinegoziazione dei contratti in essere o l'adeguamento degli stessi alla nuova normativa.

Infine, appare corretto affermare che non si possa trarre dalle generalissime norme

⁽⁸⁵⁾ La sentenza è pubblicata in questa *Rivista*, 2014, II, 277, con nota critica di CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: «swap uguale scommessa»!*

⁽⁸⁴⁾ Comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009.

⁽⁸⁵⁾ App. Milano, 5 giugno 2014, n. 1937, 127, in relazione al procedimento penale per i contratti derivati sottoscritti dal Comune di Milano con quattro banche. Nel senso che l'omessa comunicazione del valore *mark-to-market* non ha rilevanza si sono espressi anche il Trib. Verona 10 dicembre 2012, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8374.pdf> e Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/tribunale_di_terni_08_febbraio_2012.pdf In senso contrario vedasi il Trib. Milano, 16 giugno 2015, in www.ilcaso.it.

⁽⁸⁶⁾ Direttiva 2004/39/Ce.

civilistiche della buona fede oggettiva o dai valori costituzionali di solidarietà e tutela del risparmio la fonte di un obbligo di informazione così specifico e dettagliato come quello di comunicare il *mark-to-market* per tutelare una controparte professionale per la quale il legislatore non ha previsto alcuna tutela di questo tipo e che ha tenuto ben distinta dal risparmiatore.

Ammettendo anche che esistesse tale obbligo informativo, ma ad avviso di chi scrive non esiste, la nullità *ex art. 1418*, primo comma, del contratto di opzione (e tantomeno del *plain vanilla swap*) non avrebbe potuto essere dichiarata in quanto la violazione dell'obbligo di comportamento avrebbe portato alla responsabilità della banca, come ha statuito la Cassazione a Sezioni Unite con la nota sentenza 26724 del 2007. Né si potrebbe dichiarare la nullità dei contratti *ex art. 1418*, secondo comma, affermando che in entrambi manca l'oggetto del contratto in quanto non è stato comunicato il «valore» degli stessi, dato che il *mark-to-market* non rientra nell'oggetto del contratto.

7. *Sul concetto di pagamento upfront*. — Veniamo ora al concetto di pagamento *upfront* negli *swap* di pagamenti. Prendendo a prestito una espressione popolare anche in questo caso si è fatta di tutta un'erba un fascio alimentando la confusione⁽⁸⁷⁾. Si è usato il termine con almeno tre diverse ipotesi.

La prima ipotesi riguarda i costi impliciti o occulti o, che di si voglia, il *mark-to-market* (negativo per il cliente della banca) del contratto al momento della sua conclusione. Alcuni autori e giudici hanno ritenuto che la banca avrebbe dovuto pagare al cliente al momento della conclusione del contratto — da qui il termine *upfront* — una somma di denaro pari ai costi impliciti al fine di riequilibrare il contratto e rendere nullo il differenziale tra le prestazioni delle parti.

Dopo vari tentennamenti è stato ampiamente recepito dalla giurisprudenza che il concetto di *par swap* è un concetto meramente matematico creato dai professori di finanza per spiegare le metodologie di *pricing* di alcuni derivati⁽⁸⁸⁾. Le definizioni di prezzo e valore non vanno ricercate nell'economia dei classici, ma nei manuali di diritto privato dove il prezzo è, molto semplicemente, il corrispettivo che un contraente paga all'altro per riceverne la controprestazione, da non confondersi con il valore del contratto che è cosa ben diversa⁽⁸⁹⁾.

A tal proposito si possono spendere alcune parole. Le metodologie di *pricing* dei contratti derivati, utilizzate universalmente dagli operatori finanziari, si basano su un concetto teorico di prezzo a *mid-market*, cioè il prezzo medio tra la domanda e l'offerta di mercato di un determinato contratto. Questo prezzo rappresenta il dato oggettivo di partenza per prezzare ogni specifico contratto derivato. L'oggettività nasce dal fatto che vengono utilizzati, ad esempio, i tassi di interesse pubblicati e diffusi sul mercato. Si tratta della media di due prezzi di mercato, ma non è — di conseguenza — un prezzo di mercato. Utilizzando tale prezzo il valore attuale dei flussi di cassa delle obbligazioni di pagamento di uno *swap* è zero, cioè il valore delle obbligazioni di pagamento di una parte equivale esattamente al valore delle obbligazioni di pagamento dell'altra parte.

A tale prezzo, in realtà, non viene concluso nessun contratto, ma è soltanto, come detto, il punto di partenza per calcolare il prezzo del caso specifico.

Questo prezzo (*mid-market*) non tiene conto dei costi che l'operatore finanziario sostiene per originare, eseguire, monitorare il contratto derivato, né considera il premio per il rischio

⁽⁸⁷⁾ Vedasi per tutti SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti irs*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di Maffei, 2014, 251, che dimostra la facilità con cui anche autorevoli Autori si possono confondere in questo campo.

⁽⁸⁸⁾ V. App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 366-368; Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in questa *Rivista*, 2013, 357 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*; Trib. Verona, 25 marzo 2013, in questa *Rivista*, 2014, II, 719 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e rinegoziazione dello swap: una sentenza convincente*.

⁽⁸⁹⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 367.

sulla controparte — il cui valore varia, ovviamente, in funzione del profilo creditizio — né un compenso per i rischi di mercato e i rischi operativi. Se questi costi non venissero inseriti nella formulazione del prezzo dei derivati non esisterebbero i *dealer* ed i *market maker* che consentono di fare incrociare la domanda e l'offerta. In altre parole, il mercato non funzionerebbe.

Il valore attuale dei flussi di cassa di uno specifico contratto, pertanto, non è mai pari a zero, ma ha un valore positivo per il *dealer*.

L'entità di tale valore dipende da numerosi fattori, i principali dei quali sono:

— il costo di copertura (*hedging*), che introduce il differenziale tra domanda e offerta del mercato interbancario,

— il premio per il rischio di credito,

— il premio per il rischio operativo,

— il premio per l'eventuale illiquidità del contratto,

— i costi amministrativi ed operativi,

— i costi legati all'innovazione e complessità del contratto,

— il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Si usa distinguere il processo del *pricing* in senso stretto dal processo di valutazione — *valuation* —: il primo mira a determinare in maniera oggettiva il prezzo teorico di partenza, mentre il secondo consente di determinare il prezzo effettivo a cui viene negoziato il contratto derivato⁽⁹⁰⁾ ⁽⁹¹⁾.

Per concludere, su questa prima ipotesi appare errato parlare di necessità di pagamento *upfront* per la copertura dei costi impliciti, in quanto significherebbe pretendere che la banca concludesse il contratto derivato non solo senza profitto, ma addirittura in perdita.

La seconda ipotesi di *upfront* consiste nello *swap* con *upfront* slegato da precedenti contratti derivati o da altri contratti. In estrema sintesi, questo *swap* non differisce da un ordinario *swap* e la modalità di pagamento «anticipato» altro non è che una delle numerose forme in cui si presenta lo scambio di pagamenti. In altre parole, in generale, il pagamento di un *upfront* non modifica la causa commutativa del contratto di *swap* trasformandolo in un mutuo⁽⁹²⁾. Questa comune fattispecie è stata oggetto di una sentenza del Tribunale di Bologna del 1 dicembre 2009⁽⁹³⁾. In queste fattispecie assume rilevanza la funzione di credito che lo *swap* implementa in maniera non dissimile da quella di un prestito che viene restituito nel tempo.

In altri casi, invece, lo *swap* viene concluso al fine di rinegoziare un precedente *swap* che contestualmente si risolve con una perdita per una parte e l'altra esegue un pagamento — detto *upfront* — nel nuovo contratto pari alla perdita subita⁽⁹⁴⁾.

Più precisamente, uno *swap* viene risolto anticipatamente per mutuo consenso delle parti e viene calcolato il valore netto dovuto da una parte all'altra. Tale valore deriva dalla variazione dei parametri di riferimento — tassi d'interesse — che concorrono alla determinazione delle prestazioni. Si tratta del valore attuale, in un dato momento storico, della perdita di una parte a cui corrisponde il valore attuale dell'utile dell'altra. Con il passare del tempo ed il variare dei parametri questi valori mutano in continuazione e possono ribaltarsi completamente. Le parti

⁽⁹⁰⁾ Per un'analisi dettagliata della metodologia di *pricing* di un contratto di *swap* sui tassi di interesse v. MENGLÉ, *The value of a new swap*, ISDA Research Notes, Issue 3, 2010, in www.isda.org/researchnotes/isdaresearch.html.

⁽⁹¹⁾ Nella giurisprudenza anglosassone esiste anche un precedente che afferma che «*the small initial divergence from par is the dealer's profit on making the market*» (Bank One Corporation v. Commissioner of Internal Revenue, 120 T.C., n. 11, 2 maggio 2005, 61).

⁽⁹²⁾ CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront: tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in questa *Rivista*, 2011, I, 887.

⁽⁹³⁾ Pubblicata in questa *Rivista*, 2011, II, 189 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*.

⁽⁹⁴⁾ V. Trib. Torino, 18 settembre 2007 e App. Trento 5 marzo 2009 entrambe in www.il-caso.it.

convengono, contestualmente alla risoluzione anticipata dello *swap*, di concludere un secondo *swap* nel quale la parte creditrice del valore attuale del primo *swap* risolto effettua un pagamento alla controparte di importo pari al valore attuale del primo *swap*. Le parti, inoltre, prevedono che tale primo pagamento si compensi con l'obbligazione di pagamento dovuta nel primo *swap* da parte del «soccumbente».

Nel caso oggetto del lodo in esame si è in presenza del terzo tipo di *upfront* in quanto appare acclarato che la volontà delle parti è quella di rinviare il pagamento del differenziale negativo del precedente contratto derivato estinto anticipatamente. Tale differenziale altro non è che il *mark-to-market* negativo del contratto estinto e corrisponde all'importo dell'*upfront* del nuovo contratto concluso contestualmente. Tale volontà permea la struttura e la causa concreta del contratto che è da considerarsi — afferma correttamente il Collegio — lecita. Per tale motivo non può ravvisarsi un vizio della causa nella fattispecie in esame.

La domanda da porsi è se lo *swap* di pagamenti che ha il comune principale scopo di rimandare una perdita, *restius* di dilazionare nel tempo una somma ricevuta *upfront*, sia da considerarsi speculativo o meno. A mio avviso la domanda è mal posta nel senso che lo scopo più che speculativo è di credito: la parte che paga l'*upfront* — in genere la banca, ma non necessariamente — assume un rischio di credito non dissimile da quello che avrebbe assunto se avesse erogato un prestito pari alla somma dell'*upfront* con obbligo di restituzione negli stessi termini dello *swap*. Specularmente, chi riceve l'*upfront*, sia esso utilizzato per coprire una precedente perdita o per qualsiasi altra finalità (es. finanziare un investimento o coprire delle spese), assume l'obbligazione di restituire tale somma attraverso i pagamenti dello *swap*.

8. *La dichiarazione di operatore qualificato.* — Prima dell'introduzione della Mifid (Direttiva 2004/39/CE) i clienti degli intermediari finanziari venivano suddivisi tra clientela al dettaglio (*retail*) e operatori qualificati. I primi godevano di una maggiore protezione giuridica creata dal legislatore per colmare il divario informativo tra intermediario finanziario e cliente, mentre tale tutela non era ritenuta necessaria per gli operatori qualificati.

Il vantaggio, quanto meno teorico, per un soggetto di essere considerato operatore qualificato consiste nel fatto che — a fronte di minori tutele — può ottenere migliori condizioni economiche. Il cliente al dettaglio, invece, ottiene maggiori protezioni che comportano maggiori costi per l'intermediario, costi che si ripercuotono inevitabilmente sulle condizioni economiche a cui ottiene le prestazioni. In altre parole, il prezzo che si applica nel mercato finanziario «all'ingrosso» è tendenzialmente migliore rispetto a quello che si applica nel mercato finanziario «al dettaglio». In maniera non dissimile il consumatore ha maggiori tutele rispetto al commerciante all'ingrosso, ma paga prezzi maggiori.

Questo assioma nella pratica non è stato sempre vero e la prassi degli affari ha mostrato una casistica nella quale il cliente, dichiaratosi «operatore qualificato», ha pagato prezzi «al dettaglio».

Dal punto di vista giuridico la *vexata quaestio* trae origine dall'art. 13 del reg. Consob (delibera 2 luglio 1991, n. 5387), il quale esclude l'applicabilità di alcune norme di protezione (contenute nell'art. 6, l. n. 1 del 1991), nei confronti di operatori qualificati, tra i quali «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto nel contratto».

Il citato regolamento è stato sostituito dal regolamento n. 11522 del 1998 e l'art. 31 dello stesso, intitolato «Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori», recita «a eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lett. e), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lett. b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lett. b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. 2. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le

attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.»

Le due norme (art. 13, reg. n.5387/91 e art. 31, reg. n. 11522/98) sono pressoché identiche: l'ultima parte del secondo comma dell'art. 13 del reg. Consob n. 5387/1991, infatti, sostiene che è da considerarsi operatore qualificato anche «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto nel contratto di cui all'articolo 9 del Reg. Consob n. 5387/1991». Similmente il secondo comma dell'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998 si conclude includendo nella nozione di operatore qualificato «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante». Per tale motivo la giurisprudenza che si è sviluppata sulla prima norma deve considerarsi utile anche per le applicazioni del successivo art. 31.

In concreto, a partire dai primi anni novanta, gli intermediari finanziari si facevano rilasciare come prassi, dalle persone giuridiche con cui negoziavano strumenti finanziari derivati e che ritenevano qualificate, la dichiarazione con la quale la controparte affermava il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari o strumenti finanziari ai sensi delle citate norme. Con tale dichiarazione il soggetto veniva giuridicamente elevato ad operatore sofisticato e perdeva le tutele previste dalla legge. La diffusione di tali prassi ha comportato che in alcuni casi il soggetto dichiarante non fosse nella sostanza un operatore effettivamente sofisticato.

Da tale situazione nasce un delicato problema di interpretazione delle norme citate che hanno trovato applicazioni discordanti nelle aule di giustizia fino a creare a grandi linee — almeno inizialmente — due scuole di pensiero: una formalista ed una sostanzialista.

In prima approssimazione si può affermare che l'interpretazione formalistica considera di per sé sufficiente la dichiarazione sottoscritta dal soggetto, senza alcun onere di verifica da parte dell'intermediario, mentre la seconda richiede che tale dichiarazione sia accompagnata dalla verifica da parte dell'intermediario della veridicità della stessa.

Le conseguenze delle due scuole di pensiero, e la scelta da parte del giudice, possono avere conseguenze devastanti sull'esito della disputa: se la dichiarazione è ritenuta sufficiente il cliente non protetto tendenzialmente perde la controversia, mentre se la si considera insufficiente il risultato può essere l'opposto.

La *vexata quaestio* sopra descritta è stata affrontata dalla Corte di Cassazione con la pronuncia «spartiacque» del 26 maggio 2009 n. 12138 con la quale è stato stabilito che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari — pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo — esonera l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, può costituire argomento di prova che il giudice — nell'esercizio del suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione e apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti (art. 116 c.p.c.) — può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel

settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato.

Essendo l'art. 13, reg. n. 5387/91 e l'art. 31, reg. n. 11522/91 sostanzialmente identici la sentenza della Corte di Cassazione sopra citata, nonostante si riferisca al più antico reg. Consob n. 5387/1991, «fa giurisprudenza» anche in relazione al contenzioso alluvionale che ha come contesto normativo di riferimento il reg. Consob del 1998.

La Corte entra nel merito della questione circa l'interpretazione della nozione di operatore qualificato riguardante una società o persona giuridica.

Sostiene la Corte che «la natura di operatore qualificato discende dalla contemporanea presenza di due requisiti: uno di natura sostanziale, vale a dire l'esistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari in capo al soggetto (società o persona giuridica); l'altro, di carattere formale, costituito dalla espressa dichiarazione di possedere la competenza ed esperienza richiesta, sottoscritta dal soggetto medesimo.»

I giudici di legittimità rinviengono la *ratio* della sottoscrizione di siffatta dichiarazione nel «richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto», riconoscendo come la norma rimetta alla «responsabilità di chi amministra e rappresenta la società gli effetti di tale dichiarazione» in quanto, dalla lettera della norma, non è possibile rinvenire alcun onere a carico dell'intermediario di riscontrare la veridicità della dichiarazione.

Da tali considerazioni si conclude che «in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari esonera l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto». Si aggiunge inoltre che la dichiarazione di operatore qualificato, «in carenza di contrarie allegazioni dedotte e dimostrate dalla parte interessata», possa costituire argomento di prova che il giudice può porre alla base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova.

La sentenza in esame statuisce altresì che «in caso di asserita discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale da tale dichiarazione rappresentata, l'onere di provare le circostanze dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti grava su chi intenda dedurre tale circostanza», per cui sarà il cliente che ha sottoscritto tale dichiarazione a dover dimostrare la non veridicità di quanto espresso nella dichiarazione di operatore qualificato.

La sentenza della Cassazione del 2009 non ha completamente uniformato la giurisprudenza di merito: la maggioranza dei tribunali e delle corti di appello si sono uniformate alla Suprema Corte ⁽⁹⁵⁾, mentre è rimasta una minoritaria giurisprudenza che ha fatto «rientrare

⁽⁹⁵⁾ Trib. Torino, 23 novembre 2009; Trib. Torino, 30 novembre 2009; Trib. Udine, 13 aprile 2010; Trib. Bari, 15 luglio 2010; Trib. Rimini, 12 ottobre 2010; Trib. Torino, 15 dicembre 2010; Trib. Lecce, 9 maggio 2011; App. Milano, 7 settembre 2011; Trib. Milano, 8 febbraio 2012; Trib. Milano, 14 aprile 2012; Trib. Cuneo, 14 giugno 2012; Trib. Verona, 20 settembre 2012; Trib. Verona, 10 dicembre 2012; App. Milano, 18 settembre 2013; tutte in *www.ilcaso.it*. Tra tutte merita citare Trib. Torino, 25 novembre 2009 che ha affermato che «deve ritenersi valida ed idonea, al fine di dimostrare la corretta applicazione del trattamento riservato agli operatori qualificati dall'art. 31 del reg. Consob n. 1522/1998, la dichiarazione resa dal legale rappresentante della società, qualora, nel giudizio da questa intentato contro l'intermediario per la violazione dei doveri informativi, l'investitore non deduca che tale dichiarazione non corrisponde al vero e che l'intermediario ne fosse consapevole o comunque informato o che tale divergenza fosse in ogni caso facilmente conoscibile. Posto che la *ratio* della norma di cui all'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998 è quella di richiamare l'attenzione del legale rappresentante della società circa l'importanza della dichiarazione di operatore qualificato e di svincolare l'intermediario dall'obbligo di compiere un accertamento sulla effettiva corrispondenza tra realtà e contenuto della dichiarazione medesima, si deve ritenere che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario, la dichiarazione ridetta, pur non avendo valore confessorio — in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non alla affermazione di scienza e verità su un fatto — esoneri l'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in mancanza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e

dalla finestra» ciò che la Cassazione aveva fatto uscire dalla porta. È stato infatti affermato che la sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato di cui all'articolo 31 citato non è sufficiente a comportare la automatica disapplicazione della normativa di protezione dell'investitore, essendo a tal fine necessario anche il requisito di carattere sostanziale del possesso di una specifica esperienza in strumenti finanziari. Il testo della citata norma pone chiaramente in luce il fatto che l'essenza della nozione di operatore qualificato deve essere individuata nel carattere professionale dell'attività finanziaria esercitata dall'investitore ⁽⁹⁶⁾.

Il lodo che si commenta in questo numero della Rivista consolida l'orientamento maggioritario allineato alla posizione della Corte Suprema non solo conformandosi, ma offrendo anche utile casistica in merito a ciò che può essere prova contraria utile dimostrare la discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale.

L'attore della controversia oggetto del lodo ha sostenuto di aver offerto la prova contraria ai contenuti della dichiarazione di operatore qualificato da lui sottoscritta richiamando la sentenza della Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013 ⁽⁹⁷⁾. Quest'ultima ha escluso la validità della dichiarazione autoreferenziale in considerazione della natura (società in nome collettivo) e della piccola dimensione dell'investitore operante nel commercio di gomme e del tutto privo di dipendenti e consulenti. Il Collegio coglie un aspetto fondamentale che ha caratterizzato la citata decisione della Corte meneghina e cioè che tra le parti esisteva un primo contratto quadro che escludeva espressamente che il cliente rientrasse nella categoria degli operatori qualificati, salvo fare comparire la diversa autocertificazione in un nuovo contratto quadro stipulato poco dopo in sede di rinegoziazione del precedente. Tale circostanza non è presente nel caso di specie.

Il Collegio ha anche escluso che un grado non sufficiente di istruzione del legale rappresentante della società non è prova contraria sufficiente in quanto il requisito in questione va riferito all'organizzazione costituita nella società attrice e non alla sola competenza del soggetto che ha sottoscritto la dichiarazione.

Il Collegio ha ritenuto inoltre che una società per azioni (poi trasformata in s.r.l.) con un fatturato di euro 35 milioni e 153 dipendenti non sia un'impresa di ridotte dimensioni o avente un limitato volume di affari.

Infine il Collegio non ha ritenuto le risultanze della Centrale dei Rischi costituire valida prova contraria.

In generale in merito alla prova si possono evidenziare le seguenti fattispecie, analizzate in giurisprudenza, per individuare quali siano le prove contrarie ritenute efficaci e quali no:

i. il difetto di competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari non può farsi discendere dalla mera consistenza dell'oggetto sociale ⁽⁹⁸⁾;

ii. non vale ad attestare il possesso di una specifica competenza ed esperienza in strumenti finanziari la dichiarazione con la quale l'investitore dichiara di avere tale requisito in quanto supportato dalla consulenza di un *advisor* appartenente al medesimo gruppo bancario dell'intermediario ⁽⁹⁹⁾;

iii. la conoscenza da parte dell'intermediario del bilancio di esercizio del cliente e dei relativi allegati non equivale a conoscibilità della dedotta mancanza di specifica competenza ed esperienza, posto che l'occasionale assenza di indicazioni nel documento contabile in ordine al

dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova da porre a base della decisione (massima redatta da Benassi).

⁽⁹⁶⁾ Trib. Novara, 19 luglio 2012; inoltre, Trib. Orvieto, 12 aprile 2012; Trib. Milano, 19 aprile 2011; tutte in www.ilcaso.it.

⁽⁹⁷⁾ Per un commento critico alla sentenza v. CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: «swap uguale a scommessa»!*, in questa *Rivista*, 2014, 277.

⁽⁹⁸⁾ App. Milano, 7 settembre 2011, in www.ilcaso.it.

⁽⁹⁹⁾ Trib. Rimini, 12 ottobre 2010, in www.ilcaso.it, (massima redatta da Benassi).

possesso di strumenti finanziari non esclude di per sé una pregressa attività di investimento ⁽¹⁰⁰⁾;

iv. non è prova contraria sufficiente il fatto che gli esponenti aziendali per il corso degli studi e per l'attività professionale in concreto svolta nell'ambito della società non avessero competenza in materia di operazioni in strumenti finanziari ⁽¹⁰¹⁾;

v. si considera prova della veridicità della autocertificazione il fatto che negli anni precedenti il dichiarante abbia concluso operazioni — diverse dallo swap di pagamenti — speculative sui cambi di valute e sulle diverse evoluzioni dei tassi di interesse su tali valute o l'aver svolto una attività di *trading* relativa ad investimenti in titoli obbligazionari o dall'aver un portafoglio titoli con una componente azionaria e speculativa ⁽¹⁰²⁾;

vi. non è prova contraria sufficiente il fatto che la controparte dell'intermediario finanziario sia una impresa le cui dimensioni consentano di attribuirle la qualità di piccola-medio impresa atteso che tale fatto non offre riscontro all'assenza di esperienze pregresse tali da farle comprendere la natura dei contratti stipulati ⁽¹⁰³⁾;

vii. è parimenti ininfluente l'allegazione della mancanza dei requisiti dimensionali e di esperienza specifica fissati dal nuovo reg. intermediari in attuazione della Direttiva 2004/39/Ce, per tutti i contratti conclusi prima che tale normativa entrasse in vigore ⁽¹⁰⁴⁾;

viii. non è prova contraria sufficiente il fatto che lo statuto della società controparte dell'intermediario finanziario non contenga alcun riferimento alla specifica attività di intermediazione in quanto l'art. 31, reg. Consob n. 11522/1998 consente di assumere la qualità di operatore qualificato subordinatamente al solo possesso dei requisiti di competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari ⁽¹⁰⁵⁾;

ix. non inficia la genuinità e spontaneità della dichiarazione autoreferenziale resa dal legale rappresentante della società il fatto che essa sia resa su formulario predisposto dall'intermediario finanziario piuttosto che una lettera olografa ⁽¹⁰⁶⁾.

x. si considera prova della veridicità dell'autocertificazione di possedere la competenza ed esperienza richiesta in materia di operazioni in valori mobiliari la concreta operatività nei contratti di swap di pagamenti per cui è causa, alla quale si è dedicato l'investitore, poiché attraverso di essa si presume abbia acquisito una sempre maggiore consapevolezza dei meccanismi operativi di tale tipologia di contratti ⁽¹⁰⁷⁾;

xi. le ridotte dimensioni della società, il limitato volume di affari e l'assenza di personale e di mezzi hanno portato ad escludere la validità della dichiarazione autoreferenziale, ma nel caso di specie è stata rilevante la circostanza dell'esistenza di un primo contratto quadro tra le stesse parti che escludeva espressamente che il cliente rientrasse nella categoria degli operatori qualificati, salvo far comparire la diversa autocertificazione in un nuovo contratto quadro stipulato a poco più di un anno in sede di rinegoziazione del precedente contratto ⁽¹⁰⁸⁾.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

⁽¹⁰⁰⁾ Trib. Bari, 15 luglio 2010, in www.ilcaso.it, (massima redatta da Benassi).

⁽¹⁰¹⁾ Trib. Milano, 2 gennaio 2015.

⁽¹⁰²⁾ App. Milano, 14 gennaio 2015.

⁽¹⁰³⁾ App. Bologna, 16 dicembre 2014.

⁽¹⁰⁴⁾ App. Bologna, 16 dicembre 2014.

⁽¹⁰⁵⁾ App. Milano, 29 ottobre 2014.

⁽¹⁰⁶⁾ App. Milano, 29 ottobre 2014.

⁽¹⁰⁷⁾ Trib. Verona, 29 dicembre 2014.

⁽¹⁰⁸⁾ Appello Milano, 18 settembre 2013, in www.ilcaso.it o http://www.derivati.info/wp-content/uploads/2013/09/corte_appello_milano_2013.pdf.