

GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

Anno XLII Fasc. 2 - 2015

ISSN 0390-2269

Francesco Caputo Nassetti

***FAIR VALUE E FAIR PRICE NEI
CONTRATTI DERIVATI***

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

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

(Codice civile, artt. 1346 e 1418, comma 2°; art. 21, t.u.f.).

(Massima del Collegio "a maggioranza")

I contratti di interest rate swap e di opzione tra banca ed operatore qualificato sono nulli per mancanza della determinazione o determinabilità dell'oggetto del contratto qualora la banca non comunichi al momento della conclusione dei contratti il valore mark-to-market degli stessi.

(Massima ex opinione dissenziente)

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

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

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.

(*Omissis*). — MOTIVI DELLA DECISIONE. — Si premette che la motivazione e le soluzioni in larga parte non sono condivise dall'arbitro prof. Guido Ferrarini. Le motivazioni del dissenso del prof. Ferrarini sono infra riprodotte. Pertanto le espressioni della motivazione che fanno riferimento all'opinione del Collegio devono essere lette, per quanto contenuto nell'opinione dissenziente, come decisioni del Collegio "a maggioranza".

(*Omissis*) Il Collegio Arbitrale ritiene fondata — per quanto riguarda derivati non standardizzati e non trattati sul mercato (i c.d. prodotti OTC) come quelli di cui ci si occupa — la tesi per cui (anche) all'epoca delle transazioni di cui si discute [n.d.r. 1998-2010] costituiva elemento essenziale del contratto la indicazione del c.d. *mark to market* (anche in seguito "MTM") vale a dire l'indicazione, necessariamente probabilistica, del *fair value*, che *ex ante* si assegna al differenziale che il derivato in quel momento secondo determinati criteri avrebbe ipoteticamente potuto determinare a scadenza.

Certamente il MTM, ovvero il c.d. *fair value* o costo in sostituzione che dir si voglia, è cosa diversa dai differenziali che lo svolgersi del rapporto determina, differenziali, questi ultimi, che ben possono divergere radicalmente dalle previsioni iniziali, dalla attualizzazione iniziale ipotetica del risultato. In tale possibilità risiede l'aleatorietà del contratto.

Ma l'alea, il rischio non esclude affatto, anzi postula, che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter riscontrare l'entità ipotetica dell'alea che si corre. L'indicazione dei parametri che determineranno le rispettive prestazioni, cioè del differenziale ricavabile dalla sommatoria algebrica dei flussi dovuti dall'una e dall'altra parte, vale a dire la determinazione della differenza fra entità del tasso variabile "comprato" e "venduto" indubbiamente presente nei contratti, non indica ancora *ex ante* la quantificazione delle probabilità di differenziale che l'aggancio ad essi delle prestazioni potrebbe determinare.

Certamente i contratti quadro aventi ad oggetto *interest rate swap* non contenevano formule per la liquidazione periodica dei differenziali dovuti, formule viceversa contenute nei contratti posti in essere in esecuzione degli stessi. La rilevazione, in concreto, alle varie scadenze dell'ammontare in applicazione dei parametri previsti degli importi dovuti affidata alla banca non comportava allora discrezionalità, ma applicazione di formule a parametri precisi e predeterminati (il differenziale fra l'ammontare periodico dei tassi "comprati" e "venduti").

Ciò che *ex ante* manca è la previsione al momento della stipula dei contratti (qui

intendendosi per tali quelli applicativi all'accordo quadro) del risultato prospettico attualizzato.

Questo valore che rappresenta, si ripete, il *fair value* e così il valore al quale un derivato in essere deve essere iscritto in bilancio, veniva comunicato a tali fini e cioè ai fini della formazione del bilancio dalla banca al cliente.

L'oggetto della comunicazione era peraltro espressamente qualificato come indicativo, come frutto di "*valutazioni [...] ricavate da sistemi di calcolo del valore delle operazioni in uso in banca*". Di tali sistemi nulla si precisava. Si affermava, infatti, che "*tali sistemi si basano su stime ragionevoli circa le condizioni di mercati future*".

La difesa della banca ammette trattarsi di "*modelli interni di pricing della banca*". Aggiunge che l'affermazione di cui sopra del cliente è sfornita di qualsiasi elemento di discrezionalità, trattandosi di "*modelli perfettamente condivisi dalla stessa cliente*" e mai dalla stessa contestati sino all'arbitrato. Il fatto che non siano stati contestati, peraltro, non dimostra che i modelli fossero conosciuti e accettati dal cliente. L'argomento della "tolleranza" poi pare troppo provare perché, se accettato, dovrebbe condurre all'ammissibilità di qualsiasi azione (di invalidità o inadempimento) da parte di un contraente rispetto a controparte ad esecuzione avvenuta. Né la "condivisione" (e quindi una ipotetica integrazione in forma non scritta dei modelli di *pricing*) è stata provata ed è contraddetta proprio dalle citate comunicazioni del *fair value* a fine anno che esprimevano un risultato indicativo ma non certo metodi e formule di calcolo.

Neppure può essere accolta la tesi difensiva della banca secondo la quale il differenziale ipotetico iniziale nella negoziazione per conto proprio (quale certamente è quella nell'ambito della quale sono stati conclusi i contratti quadro e soprattutto gli *interest rate swap* attuativi) altro non è che il "prezzo", la prestazione offerta dall'intermediario che, come ogni contraente, non è tenuto a dar conto degli elementi in base ai quali offrire di pagare o ricevere un determinato prezzo, una determinata prestazione.

La difesa della banca aggiunge che l'obbligo di dar motivazione del "prezzo" e così di informare *ex ante* circa la componente commissioni e costi e così circa il *fair value*, sarebbe stato introdotto nel nostro ordinamento solo in attuazione della direttiva c.d. MIFID con comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009 e così in epoca successiva ai contratti di cui al presente procedimento.

Vero è peraltro che ai sensi dell'art. 21/a t.u.f. all'epoca in essere, vigeva il principio, indipendentemente dal fatto che si trattasse o meno di operatore qualificato, della "correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti" [...], della "adeguata informazione", del contenimento dei costi e del conseguimento del risultato in relazione al rischio (art. 26/f Regolamento). Come è opinione dominante, i principi richiamati non sono esclusi dalla natura di operatore (nel nostro caso debolmente) qualificato. Essi, come riconosce, ad esempio, Trib. Milano 19 aprile 2011 (in *Banca Borsa tit. cred.*, 2011, II, 748), sono espressione dei principi generali di protezione che trovano riconoscimento in ogni attività contrattuale. Sono oggetto di norme imperative che trovano il loro miglior presidio nella previsione proprio all'interno del contratto ancor prima che al momento della esecuzione.

Tali principi imponevano che, ove l'evidenza dell'alea iniziale e così del costo e delle commissioni (implicite) non fosse agevolmente acquisibile sul mercato, essa fosse incorporata perlomeno nei vari contratti con cui si dava corso agli accordi quadro.

La mancanza di tale indicazione in siffatta ipotesi, nel momento in cui non solo non contiene il *fair value*, ma neppure ne consente per la complessità del contenuto del derivato una (agevole) determinabilità, implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata dal differenziale futuro e incerto che la stima del *mark to market* è propriamente protesa a determinare).

Non si tratta dunque, ove tale situazione ricorra, di inadempimento o violazione di regola di condotta contrattuale od extracontrattuale, ma di vizio del contratto.

In altri termini, i principi dell'art. 21 t.u.f. e 26 Reg., oltre che imporre obblighi di com-

portamento fondano la necessità della adozione di un determinato contenuto contrattuale, come elemento rilevante sotto il profilo del requisito degli artt. 1346 e 1418, secondo comma, c.c.

La necessità dell'indicazione del MTM discende anzitutto anche, indipendentemente dai doveri di comportamento, ad avviso della maggioranza del Collegio, da una necessità intrinseca dei contratti aleatori in cui è essenziale determinare *ex ante* la ricorrenza dell'alea stessa. Se questa fosse *ex ante* radicalmente esclusa verrebbe meno il contenuto essenziale di contratto.

I principi generali di informazione richiamati (art. 21 t.u.f., 26 Regolamento) fondano o, comunque, rafforzano questa esigenza, in quanto contengono lo sfavore dell'ordinamento per negoziazioni "al buio" irriparabili del perimetro dell'alea.

Essi, tali principi, penetrano nei contratti attuativi del contratto quadro imponendo che sia chiarito *ex ante* un elemento quale l'alea iniziale (o comunque i criteri) per valorizzare il *fair value*.

La soluzione cui si perviene non pare in contrasto con il noto orientamento delle Sezioni Unite della Cassazione (sentenza 26724/2007 est. Rordorf) secondo la quale la violazione degli obblighi dell'intermediario nei confronti della clientela dettati da norme imperative quali quelle dell'art. 21 t.u.f. e 26/f Regolamento rilevrebbero solo come fonte di responsabilità, a seconda della fattispecie, precontrattuale o contrattuale, ma non potrebbero assurgere a vizio della fase genetica del rapporto e così a vizi del contratto.

A conclusione della motivazione sul punto che qui interessa, laddove cioè viene dettato "il principio" generale, le S.U. (punto 1.11 della motivazione) concludono testualmente "*in nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può [...] determinare la nullità del contratto di intermediazione e dei singoli atti negoziati conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1 c.c.*" L'art. 1418 del codice civile stabilisce che "*il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente*".

Va al riguardo sottolineato che la causa di nullità che si ritiene ricorra (indeterminabilità dell'oggetto) non si ricorda né all'art. 1418 comma 1 né all'art. 1418 comma 3.

Nel nostro caso la nullità si fonda sull'art. 1418, secondo comma: "*producono nullità del contratto... la mancanza nell'oggetto dei requisiti dell'art. 1346*", il quale sancisce che "*l'oggetto del contratto deve essere possibile, lecito, determinato o determinabile*".

Nella vicenda che diede origine alla decisione delle S.U. si pretendeva di collegare ad una accertata violazione di obblighi comportamentali in un rapporto la nullità per violazione di norme imperative dei contratti stipulati o eseguiti. Nel presente lodo non si sostiene siffatta tesi, ma si ritiene, come già si è detto, che i principi di cui agli artt. 21 t.u.f. e 26 Regolamento, fondano, con obblighi di comportamento, anche un dovere di determinazione o determinabilità del risultato prospettico, e attraverso questo, dei costi e dei valori delle prestazioni dovute: elementi questi che, incidendo sulla formazione del differenziale, vanno a comporre l'oggetto del contratto.

In giurisprudenza puntualmente si identifica l'oggetto con l'impegno assunto (Cass. 11003/1997), impegno che in un contratto aleatorio non può prescindere, aldilà e prima dei riferimenti ai parametri cui commisurare i singoli versamenti nei periodi prestabiliti, dalla perimetrazione dell'alea prospettica.

Seppure, in sede di reclamo verso sanzioni amministrative, poi, la Corte di Appello di Milano 15 novembre 2008 qualifica in termini di "difetto genetico" del prodotto finanziario la mancata disponibilità presso la Banca di un modello di *pricing*. Nulla, ovviamente, porta a dubitare che la banca non avesse modelli di *pricing* ma ciò non toglie che il mancato "travaso" nel contratto configuri in concreto quel "difetto genetico" che si è verificato con la non determinazione o determinabilità dell'oggetto.

9. La situazione ora delineata e così la violazione dell'art. 1346 con la conseguente nullità *ex art.* 1418, secondo comma, c.c. ricorre, ad avviso del Collegio, nel contratto *interest rate swap* del novembre 2000 quale modificato nell'aprile 2002.

Secondo quanto ha (faticosamente) acclarato il CTU (e solo in sede di CTU il dato è emerso) l'*interest rate swap* aveva un contenuto complesso, inusualmente complesso. L'*interest*

rate swap del novembre 2000 contiene un riferimento per la individuazione del tasso perimetro fisso/base tasso allo yen giapponese (il 5% viene addizionato a 6,30% moltiplicato del doppio dei giorni effettivi di ciascun periodo del prezzo parametro fisso in cui il cambio euro/yen risulta inferiore al livello di 85 diviso per il numero totale di giorni effettivi di ciascun periodo del parametro fisso con cap. dell'11,50%) (art. 1).

Ciò che ha condotto il CTU, con argomentazione logica e non contraddittoria, ampiamente motivata, come tale pienamente affidabile (e questo primo risultato non pare neppure contestato dai CT delle parti) a vedere nel contratto *interest rate swap* un contenuto duplice composto da (i) un c.d. *plain vanilla*, vale a dire l'usuale (come schema si intende, a prescindere dal *quantum* dei parametri) pagamento di un tasso fisso contro un variabile, (ii) una componente c.d. esotica "che per nozionale, durata e caratteristiche si presentava, all'epoca dell'operazione, oltremodo rischiosa, travalicava ogni intento di copertura di rischio: si sostituisce ad un rischio *familiare* (Euribor) un rischio *ignoto*. La misura del rischio assunto con la vendita dell'opzione commisurata a due volte il numero di giorni nei quali il cambio euro/yen è inferiore a 85 risulta maggiore rispetto all'ordinario rischio sul tasso" (CTU Rel. p. 35 sottolineatura dell'estensione del lodo).

Ed ancora il CTU rileva nell'*interest rate swap* aspetti contrattuali "singolari non ricorrenti" (p. 21 ss.) concludendo che "l'opzione esotica ceduta dal cliente alla banca presenta una struttura oltremodo complessa, parametri di modello non standard e caratteristiche di aleatorietà particolarmente accentuate. L'aleatorietà dell'opzione risulta connessa ad un'eventualità — numero di volte che il cambio euro/yen è inferiore a 85 — che ne connota una valenza prettamente speculativa, che appare nella circostanza poco suscettibile di quella consapevolezza che solo un operatore in cambi, specializzato in yen, poteva detenere" (CTU Rel., p. 37).

Tutta l'operazione allora, *ab initio*, aveva un'aleatorietà di fatto incomprensibile quand'anche la controparte della banca fosse in effetti operatore qualificato. Certamente il cliente non era operatore esperto in cambi sullo yen ed il "cambio euro/yen non risulta avere alcuna connessione con gli interessi e il *business* del cliente (CTU Rel., p. 37). Non si deve dimenticare peraltro che, come puntualmente il CTU sottolinea, l'euro era di recente introduzione e assai poco consolidate erano le ipotesi e correlazioni con lo yen (CTU Risposta, p. 5).

Per la rilevazione dell'effettiva struttura dell'*interest rate swap* in esame e la sua stima *ex ante* — essenziale per valutare il grado di aleatorietà ed il *fair value* e (anche) le componenti di commissioni e costi — il CTU ha dovuto applicare il sofisticatissimo metodo c.d. Montecarlo procedendo a ben 30.000 (trentamila) simulazioni per arrivare ad un'affidabilità del 95%. Il metodo Montecarlo viene introdotto nel 1997 e non poteva essere certo di usuale comprensione ad un operatore come il cliente e neppure di collaboratori della banca quali quelli escussi come testimoni.

La constatazione da parte del CTU della ricorrenza di un assai alto costo implicito e addirittura di una situazione, al limite, di una possibile certezza di perdita (cfr. CTU risposta, p. 5 in fine e 6) dovevano costituire ulteriore e specifico motivo della necessità di una determinabilità contrattuale ben più puntuale dei parametri di alea, di rischio.

Ed ancora ciò era dovuto proprio in quanto, come sempre acclara il CTU, le condizioni dell'*interest rate swap* in esame non erano né di copertura né potevano "configurare il perseguimento di un'equilibrata gestione di tesoreria così come espresso nei contratti quadro" (CTU, Risposta, p. 2).

Quand'anche, dunque, si potesse attribuire al cliente in relazione a questo primo contratto, la qualifica di operatore qualificato, e quand'anche quindi si ritenesse che i contratti c.d. attuativi del contratto quadro e così anzitutto l'*interest rate swap* potesse nell'ambito dell'autonomia delle parti, anche discordarsi quanto a finalità da quella del contratto quadro (nella specie del contratto quadro del novembre 2000 doc. 3 all. 60), certo è che tale finalità doveva esplicarsi nel contratto non essendo per le complessità inusuali e singolari di cui si è detto rilevate (solo) dal CTU (ed a fatica) superabili da un operatore tecnicamente definibile come qualificato, ma non in possesso delle sofisticatissime tecniche che consentivano la "lettura" dell'alea dell'operazione. La mancata loro precisazione peraltro più che sull'elemento causale

consistente in effetti, come acclarato dal CTU, (Risposta, p. 3), nel ripianamento di perdite precedenti (*l'up front*), ricade sulla individuazione del rischio insito nelle prestazioni dovute e quindi nelle componenti delle prestazioni, pur aleatorie, in contratto. Di qui, appunto, la riferibilità al requisito dell'oggetto.

Il risultato positivo di alcuni contratti e di alcune componenti di taluni contratti così come gli esiti che a volte mitigano *mispricing* e costi impliciti iniziali prospettici non escludono la rilevanza del vizio genetico rappresentato sostanzialmente dalla indeterminabilità prospettica dell'alea. La prospettiva in cui ci si pone per valutare la ricorrenza dei requisiti essenziali del contratto è per definizione quella *ex ante* non quella *ex post*.

10. Sostanzialmente non differisce la situazione rispetto al contratto quadro dell'aprile 2000 ed agli *interest rate swap* stipulati in esecuzione di tale contratto quadro.

Per tutti questi contratti il CTU ritiene che essi non potessero raccordarsi ad esigenze puntuali di copertura né ad esigenze di equilibrio di tesoreria (cfr. la risposta al primo quesito: Risposta p. 1-3 e Relazione, p. 53, 58, 63).

E se con il primo derivato si "poteva anche perseguire come parziale e generica copertura dell'esposizione finanziaria" (peraltro conseguente alla precedente operatività di operazioni *forward* e *currency* e non dell'attività caratteristica del cliente) con il secondo derivato "la copertura viene rimossa" (Rel. CTU, p. 53). Così pure nel terzo *interest rate swap* successivo "le valute di riferimento non trovano alcun riscontro in impieghi commerciali e/o finanziari della Società" (CTU, Rel., p. 58). Persino nel quarto *interest rate swap* che vede un *up front* (250.000 euro) pari ad un esborso per un debito tributario "i ripetuti mutamenti della divisa di riferimento fanno escludere un intento di copertura" (CTU Rel., p. 63).

Rispetto a questi ultimi tre *interest rate swap*, il CTU segnala notevoli difficoltà per la valutazione del loro *fair value* e così per la rilevazione dei costi impliciti e dunque della dimensione *ex ante* dell'alea: elementi questi decisivi per le scelte da parte del contraente pur qualificato che esso sia. E così rispetto al secondo *interest rate swap* il CTU osserva che, a conclusione della ricostruzione (che peraltro è sostanzialmente condivisa dai CT di parte) dei costi impliciti e dei *mispricing*, in tale contratto nella prospettazione *ex ante* "si amplificano i margini di anti-economicità: una corretta prospettazione dei costi avrebbe potuto orientare diversamente il cliente" (CTU, Rel., p. 56).

A proposito del terzo derivato il CTU osserva (Rel. p. 58) "anche tale operazione presenta apprezzabili difficoltà di valutazione indotte dalla circostanza che i tassi sono rilevati su valute diverse da quelle espresse dal nozionale e dal flusso di pagamenti (euro), oltre alla difficoltà operativa riveniente dalla circostanza che Bloomberg non consente di combinare questa modalità di calcolo con la determinazione periodale posticipata (*in arrears*) del tasso di riferimento". Identica constatazione svolge il CTU (Rel. p. 62) a proposito del quarto *interest rate swap* aggiungendo che lo stesso concetto di CMS, *Constant Maturity Swap*, impiegato nell'operazione, non è di immediata fruizione".

In sintesi (Rel., p. 94), il CTU ribadisce che in questi due ultimi *interest rate swap* per la presenza di *quantos* e di condizioni *in arrears* (vale a dire, più precisamente nota 67: (i) la divaricazione tra valuta dei flussi del derivato, valuta di riferimento dei parametri, tassi e volatilità e (ii) la rilevazione del tasso nei giorni immediatamente precedenti il pagamento anziché come di consueto rilevato all'inizio del periodo di riferimento) è resa "meno accessibile la comprensione dei rischi dell'operazione, più complessa la struttura del derivato e del modello di valorizzazione".

Anche negli *interest rate swap* di cui al presente paragrafo manca l'indicazione del *fair value* e di canoni accessibili alla controparte, di criteri precisi ed obiettivi per tale individuazione del *fair value*. Nei contratti quadro poi manca qualsiasi previsione normativa in tal senso.

Con il che, per le ragioni esposte, vien meno la individuazione o la individuabilità del perimetro ipotetico dell'alea e quindi la determinazione e determinabilità dell'oggetto.

La circostanza che i due ultimi *interest rate swap* costituissero la "risposta", che avrebbe voluto essere di copertura e sterilizzazione del rischio, ad altri *interest rate swap* stipulati con altra banca non elide, ma semmai potenzia la funzione informativa nei nuovi contratti del *fair*

value, proprio perché il contratto doveva rivelare se, pattuendo non solo un'operatività di segno inverso ma con varianti (di riferimento della valuta, nella specie), il perimetro dell'alea *ex ante* e quindi il tipo di contratto fosse idoneo all'esigenza. E ciò è ancor più vero per quel che concerne l'ultimo *interest rate swap* (del giugno 2003) quando la banca ormai sapeva dell'operatività con l'altra banca.

11. L'impostazione qui adottata, occorre precisare, non contraddice l'aleatorietà, né pretende di selezionare i contratti derivati ammissibili in funzione di determinate soglie di rischio e di aleatorietà. Molto più semplicemente, ritiene che i doveri di buona fede oggettiva o, se si preferisce, seguendo un noto orientamento giurisprudenziale che va acquistando sempre più spazio, la cooperazione contrattuale alla stregua dei valori costituzionali di solidarietà e tutela del risparmio (Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.; Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Foro It.*, 2011, 9, I, 2549), impongono di incorporare nel contratto alcune informazioni, informazioni attinenti perlomeno alla metodologia con cui una persona anche esperta, ma non specializzata professionalmente, possa ricostruire il *fair value* dell'operazione e così perimetrare l'alea, la zona di rischio ipotetico da assumere, per il quale o contro il quale si "scommette".

L'MTM vale quindi al limite a stabilire se *ex ante* alea vi sia o meno.

Ed è evidente che l'ordinamento non può considerare meritevoli di tutela contratti nei quali non vi sia né attribuzione gratuita né onerosità né alea. Se nel contratto dichiarato aleatorio i differenziali non avessero probabilità di distribuirsi tra le parti, l'oggetto aleatorio non sussisterebbe. Ma proprio perciò la determinazione del MTM o la sua determinabilità sono strumentati ad acclarare se l'oggetto tipico della distribuzione del rischio sussista e così assuma la natura di componente o presupposto dell'oggetto.

Ed ancora l'MTM va a coincidere con il *fair value* che il contraente società deve iscrivere nel proprio bilancio ai sensi dell'art. 2427-bis, primo comma, n. 1 e n. 3. c.c. la rimessione ad una non controllabile discrezionalità della controparte del *fair value* (e ciò che si verifica ove si adottino clausole che nulla dicono sul costo di sostituzione ovvero rinvino a "ragionevoli canoni commerciali" stabiliti da controparte) non consentirebbe una scrupolosa osservanza della citata norma in tema di contabilizzazione del *fair value* dei derivati. Ed allora la buona fede oggettiva e cioè il dovere che ciascuna parte ha di rispettare aspettative legittime (nella specie anzi doverose) dell'altra parte impone che questo *fair value* o sia enunciato o sia determinato in base a criteri oggettivi e verificabili contrattualmente previsti *ex ante*.

Va osservato che il principio della determinazione o determinabilità dell'oggetto, quest'ultima soddisfatta in presenza di adeguati parametri atti a rendere controllabile la stima effettuata dalla parte cui il contratto demanda l'opera di determinazione, risulta già da tempo affermato nella giurisprudenza civile. Così, ad esempio, Cass. 551/2008 (e cfr. pure Cass. 6519/2007) ha precisamente sancito che "il requisito della determinatezza o della determinabilità dell'oggetto dell'obbligazione esprime la fondamentale esigenza di concretezza dell'atto contrattuale, avendo le parti la necessità di sapere l'impegno assunto ovvero i criteri per la sua concreta determinazione, il che può essere pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto delle parti".

12. Le S.U. nella più volte citata sentenza 26724/2007 (punto 1.7 della motivazione in fine) ammettono che se vi è la presenza di clausole "che consentono e suggeriscono comportamenti contrari al precetto di buona fede e ad altri inderogabili precetti legali non è il comportamento in concreto tenuto dalla parte a provocare la nullità del contratto stesso, ma il tenore della clausola in esso prevista". È proprio questa la situazione che ricorre nel caso di specie per quanto attiene al recesso.

Nell'*interest rate swap* dell'aprile 2002 modificativo del precedente *interest rate swap* il recesso è consentito al verificarsi di cause che evidentemente sono o possono riferirsi solo al cliente (rapporto tra indebitamento finanziario e mezzi proprio o utili).

L'esercizio comporta la liquidazione di un importo di regolamento così definito: "per Importo di Regolamento si intende un importo come calcolato e determinato dalla banca in buona fede, secondo ragionevoli canoni commerciali, basandosi sul valore di un contratto di

interest rate swap in cui (i) la data di decorrenza coincide con la Data, (ii) la data di scadenza coincide con la Scadenza Finale e (iii) tutti gli altri termini e condizioni sono uguali a quelli del precedente Contratto. Tali calcoli e determinazioni della banca sono (salvo i casi di errore manifesto) definitivi e vincolanti ai fini della quantificazione dell'Importo di Regolamento".

Il contratto quadro dell'aprile 2002 (doc. 3, all. 95 clausola 8) prevede a favore della banca il recesso in una serie determinata di casi (clausola 8.2). La liquidazione del rapporto avviene sulla base di un costo di sostituzione calcolato dalla parte recedente, cioè secondo "ragionevoli canoni commerciali" su contratti eguali.

Certo, l'utilizzo del valore di sostituzione equivalente al valore di mercato (MTM) rappresenta un criterio usuale e sotto questo profilo ben può essere utilizzato, sempre che tuttavia sia conosciuto, o siano predeterminati i criteri per determinarlo o siano affidati ad un arbitratore o ad un esperto neutrale. Ed è ciò che avviene, ad esempio, in tema di recesso nella società per azioni. Lo stesso art. 203 t.u.f. accoglie il concetto di costo di sostituzione in sede di procedure concorsuali ma ne affida il calcolo a soggetti neutrali degli organi della procedura.

Detto principio ha trovato poi una costante conferma, in termini del tutto coerenti a quelli ricorrenti nel caso di specie, nelle pronunce che hanno affrontato il tema della determinabilità *per relationem* dei tassi di interesse ultralegali a norma dell'art. 1284 comma 3°. Il particolare, secondo Cass., 14684/2005 (e cfr. pure Cass. 2072/2013) il requisito della predetta determinazione "può essere soddisfatto anche per relationem, attraverso il richiamo a criteri prestabiliti ed elementi intrinseci, purché obiettivamente individuabili" mentre è "insufficiente a tale scopo la clausola che si limiti ad un mero riferimento «alle condizioni praticate usualmente dalle aziende di credito di piazza», o espressioni analoghe, poiché, data l'esigenza di diverse tipologie di interessi, essa non consente, per la sua genericità, di stabilire a quale previsione le parti abbiano inteso concretamente riferirsi; in tal caso, la conoscenza successiva del saggio applicato non vale a sanare l'originario vizio di nullità della pattuizione, per carenza del requisito della determinabilità, la cui esistenza l'art. 1546 c.c. esige a priori, al punto che non può essere individuato successivamente, tanto più quando il saggio non sia determinato da entrambe le parti ma da una di esse, che l'abbia portato a conoscenza dell'altra, attraverso documenti che abbiano il fine esclusivo di fornire l'informazione delle operazioni periodicamente contabilizzate e non anche di contenere proposte contrattuali, capaci di assumere dignità di patto in difetto di espresso dissenso".

Nel momento tuttavia in cui le clausole di recesso affidano la prestazione dovuta di fatto solo ad una parte e nel momento in cui il comportamento dedotto dalla clausola non contempla un obbligo di informazione e trasparenza previsto come comportamento doveroso all'art. 21 t.u.f. si configura, proprio anche alla stregua della Cass. S.U. 26724/2007, una nullità della clausola *ex art.* 1418 n. 2 (e qui anche n. 1) che, data la essenzialità della clausola, travolge l'intero contratto e nel caso di contratto quadro quelli stipulati in sua esecuzione.

13. La sussistenza dell'invalidità *sub specie* di nullità dei contratti quadro e dei relativi contratti attuativi per indeterminabilità dell'oggetto, assorbe il motivo di invalidità fatto valere dal cliente attinente ad un asserito difetto di clausole o alla mancanza di alea.

Sotto il profilo della causa, infatti, va rilevato che, talvolta, il contratto quadro da un lato consente (art. 2.3 (ii) doc. 3 all. 95) "eventuali incisivi mutamenti delle esigenze e motivazioni" rappresentate (gestione equilibrata della tesoreria o [...] bilanciamento di posizioni debitorie e creditorie), dall'altro che è proprio, tra l'altro, l'enunciazione del *fair value* ciò che può consentire di valutare in relazione alle conclusioni da esso esplicitate il riscontro del profilo causale.

Nel caso di specie il *fair value* avrebbe consentito di appalesare una funzione blandamente funzionale al bilanciamento di una posizione debitoria in due *interest rate swap* (quelli con *up front*) ed una funzione ancillare rispetto agli altri *interest rate swap*.

L'elemento causale non sarebbe venuto meno e neppure la sua meritevolezza. Ma proprio il fatto che sia stata una consulenza tecnica in un procedimento contenzioso a supplire all'assenza nell'economia stessa dei contratti dell'elemento (MTM e quindi perimetro astratto

dell'alea) prodromico e funzionale alla valutazione causale è il vizio che assume rilevanza nel presente giudizio.

Le risultanze della CTU hanno mostrato che alea *ex ante* sussiste nei vari *interest rate swap*, seppur a volte fortemente sbilanciata a favore della banca. Ma, ancora una volta, è proprio ciò che avrebbe dovuto emergere o rendersi accessibile attraverso l'enunciazione del *fair value* o dei criteri per determinarlo dal contratto e che i contratti non recano né a livello di contratto quadro né a livello di contratti applicativi.

14. La nullità per indeterminazione dell'oggetto rende a questo punto superata l'indagine volta ad accertare la violazione di obblighi (contrattuali, extracontrattuali, precontrattuali) dell'intermediario e la conseguente responsabilità.

Il superamento non è solo di natura contrattuale, ma ha una ragione intrinseca in quanto sono i principi generali dettati in tema di servizi di intermediazione dell'intermediario, validi verso qualsiasi controparte, qualificata o meno che essa sia, a determinare, "penetrando" per così dire nel contratto, nella sua struttura, a configurare la causa di nullità.

In altri termini, e riprendendo concetti già svolti, i principi dell'art. 21 n. 1 TUF (diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti) e dell'art. 26/f Regolamento intermediari (contenimento dei costi a carico degli investitori, ecc.) operano *in limine* imponendo che il contratto quadro e i contratti successivi attuativi, non standardizzati, non trattati sul mercato (i c.d. OTC) prevedano informazioni sul MTM e *fair value*, al fine appunto di consentire la miglior valorizzazione della salvaguardia dell'interesse del cliente, quale che esso sia.

I principi di informazione e di assistenza "riempiono" la buona fede oggettiva che il contenuto del contratto deve salvaguardare anzitutto con la precisazione del *fair value* e/o con l'indicazione di criteri e fonti accessibili precisi e non generici in cui, anche ai fini del bilancio e del costo di sostituzione, in caso di recesso possa fidare il cliente.

La nullità che il Collegio ritiene di pronunciare supera pure ogni altro profilo di asseriti inadempimenti o violazione di norme fatti valere dal cliente (con l'inaccogliabilità delle relative domande risarcitorie), dal momento che vien meno con la nullità la fonte stessa di quella attività cui i lamentati adempimenti o obblighi si riferirebbero. E ciò vale anche, ovviamente, per l'addebito di aver agito in conflitto di interessi. Non senza notare come l'esplicitazione *ex ante* del *fair value* e così del perimetro ipotetico di alea rappresenta proprio per ambedue le parti un presidio al rischio di conflitto di interessi.

15. Il Collegio ritiene non accoglibile la domanda di risarcimento conseguente alla segnalazione alla centrale rischi dell'esposizione (*fair value*) in strumenti derivati. Non è stata offerta prova né indizio di prova o presunzioni affidabili di danno conseguenti alla segnalazione e nella stessa conclusione si fa riserva (ancora qui) di prova della modifica del profilo strategico, dell'aumento dei costi, di ritardi degli investimenti, della perdita di ricavi, della struttura di approvvigionamento che avrebbero fatto seguito alla segnalazione. Ma tale prova non venne data in conclusionale né dopo.

Ed ancora, va rilevato che la segnalazione, non riguardando sofferenza in senso proprio e tecnico, non crea quella situazione di danno *in re ipsa* (all'immagine o all'accesso al credito) che qualche precedente giurisprudenziale riconosce.

16. La pronuncia di nullità comporta la restituzione dei versamenti reciproci effettuati tra le due parti nell'esecuzione degli *interest rate swap* con compensazione legale tra gli stessi e così secondo quanto acclara il CTU (p. 95) la somma algebrica tra i seguenti saldi:

interest rate swap novembre 2000 euro 854.896 a carico della banca

interest rate swap aprile 2002 euro 2.281.825 a favore della banca

interest rate swap febbraio 2003 euro 413.271 a carico della banca

interest rate swap giugno 2003 euro 2.239.522 a carico della banca.

E così la pronuncia di nullità comporta la restituzione dalla banca al cliente di complessivi 1.225.764 euro (oltre accessori). Le cifre al netto degli *up front* di 1.172.613 (primo *interest rate swap*) stante il fatto che scaturisce da novazione di una obbligazione non fondata su contratto nullo e di 250.000 (terzo *interest rate swap*) stante la indubbia natura di finanziamento da parte della banca.

Sull'importo come sopra determinato deve riconoscersi, a titolo di indebito oggettivo, la maturazione di interessi da computarsi a far data dalla domanda, non potendosi quivi affermare, ai sensi dell'art. 2053 c.c., la mala fede o la colpa grave dell'*accipiens* in relazione all'elemento fondante la dichiarata nullità, ossia un vizio genetico dell'accordo per carenza di determinazione o determinabilità dell'oggetto.

17. Il Collegio per scrupolo di completezza ritiene che la richiesta di rendiconto formulata dal cliente almeno in questa sede sia superata dalla ricostruzione della vicenda attinente i vari contratti operata dal CTU.

La richiesta di esibizione dei *curricula* di alcuni dipendenti e di esperimento *ex art. 261* su alcuni collaboratori della banca non paiono opportuni alla luce delle soluzioni raggiunte dato che è il cliente che doveva ricevere o essere messo in grado di conoscere le formule applicabili per la valorizzazione del derivato.

18. Il Collegio ritiene che la complessità della vicenda e l'accoglimento della domanda nei limiti di una subordinata giustifichi la compensazione della spesa in patrocinio e le spese del procedimento (restando quelle del funzionamento del Collegio arbitrale fissate nell'importo complessivo già anticipato in parti eguali) così come la spesa della CTU, liquidata nell'importo complessivo pure già anticipata dalle parti in misura tra loro eguale.

OPINIONE DISSENZIENTE

1. La maggioranza del Collegio ritiene fondata "la tesi per cui (anche) all'epoca delle transazioni di cui si discute costituiva elemento essenziale del contratto la indicazione del c.d. *mark to market* (anche di seguito "MTM") vale a dire l'indicazione, necessariamente probabilistica, del *fair value*...". Da questa tesi fa discendere la conseguenza che i contratti di cui è causa, non contenendo un'indicazione espressa del *fair value*, erano nulli per indeterminabilità dell'oggetto.

La critica di questa tesi viene svolta qui di seguito con riferimento a ciascuna delle sue componenti, vale a dire l'esistenza di un dovere di informazione sul MTM (n. 2), l'ingresso di un tale dovere o di una tale informazione nel contenuto del contratto (n. 3) e la pretesa nullità del contratto per indeterminabilità dell'oggetto quando l'informazione non sia offerta (n. 4): La critica si estende poi all'analoga tesi avanzata dalla maggioranza del Collegio con riferimento alle clausole di recesso, che pure sarebbero affette da nullità per indeterminabilità dei criteri di calcolo dell'indennizzo o costo di sostituzione (n. 5).

2. Anzitutto, nessuna disciplina legislativa o regolamentare prevede un dovere d'informazione sul MTM in rapporti negoziali come quelli oggetto di arbitrato. Neppure la regolamentazione Consob sugli intermediari e le loro regole di condotta lo prevede. La comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009 sui prodotti illiquidi (citata a supporto della maggioranza) raccomanda l'informazione sul MTM solo per i rapporti tra intermediari e investitori *retail*. Per giunta, essa è posteriore alla stipula dei contratti di causa e quindi non poteva trovare applicazione ai contratti oggetto di arbitrato, che comunque erano stipulati con un operatore qualificato, come il cliente viene giustamente ritenuto dal lodo. Anche la Consob ha chiarito che le raccomandazioni della comunicazione valgono a far data dalla medesima.

La maggioranza del Collegio ciononostante ritiene di poter applicare i principi ai quali la comunicazione ha dato specificazione, che si trovano negli art. 21 l.u.f. e art. 26 Regolamento Consob intermediari in allora vigenti. Solo che queste disposizioni sono del tutto generiche e non prevedono doveri specifici di informazione. L'art. 21 cit. recitava: "nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati...". Lo stesso art. 26 del Regolamento intermediari — che pure doveva specificare i principi del t.u.f. — si astiene dal prevedere alcunché al riguardo.

All'epoca dei contratti, dunque, nulla era previsto in argomento dalla regolamentazione di settore. Quando è intervenuta, la Consob ha raccomandato (non imposto) di fornire una serie d'informazioni ai clienti *retail*, lasciando alle associazioni di categoria di specificarne il

dettaglio, il che è avvenuto con le Linee guida interassociative del 5 agosto 2009. Anch'esse si riferiscono comunque alla sola distribuzione alla clientela al dettaglio.

Affermare che già all'epoca dei fatti di causa gli artt. 21 t.u.f. e 26 Regolamento Intermediari consentissero di estrapolare un dovere di informazione sul MTM significa trascurare che il relativo potere spettava solo a Consob, che è intervenuta molto più tardi e solo con una raccomandazione relativa ai rapporti con clienti *retail*.

La maggioranza del Collegio fa riferimento anche alla buona fede oggettiva di diritto civile, ma questa non può essere plasmata a piacimento dell'interprete. Per "concretizzarne" il contenuto bisogna fare riferimento a indici ed esigenze oggettive, altrimenti ogni statuizione diviene arbitraria e causa di incertezza per le contrattazioni.

È convinzione dello scrivente che tali indici ed esigenze siano assenti e che semmai ne esistano di contrari.

Da un lato, i regolatori non individuano un dovere come quello ipotizzato, almeno non nei rapporti con operatori qualificati. Neppure i formulari internazionali di *swap* — che sono largamente standardizzati — a quanto consta lo contemplano. Dall'altro lato, di un simile dovere non v'è bisogno nei rapporti con operatori qualificati (come il cliente era certamente), perché le informazioni di cui si tratta possono essere recepite sul mercato o da altri operatori. Dunque, mancano precedenti ai quali riferirsi a sostegno della tesi della maggioranza e soprattutto manca la *ratio* di una speciale protezione degli operatori qualificati.

Il lodo insiste, in più punti, sulle difficoltà che avrebbe avuto il CTU nella valutazione degli strumenti di causa. Ma il fatto che uno strumento sia complesso e la sua valutazione non sia agevole non significa che non possa essere valutato; lo stesso CTU è arrivato a valutare i contratti oggetto di arbitrato. Le cose non sarebbero state molto diverse se la banca avesse, fin dall'inizio, esplicitato le proprie valutazioni, né il loro margine di opinabilità sarebbe risultato minore se le parti avessero adottato di comune accordo una dettagliata e precisa metodologia.

Gli stessi fatti di causa dimostrano che il cliente aveva a disposizione ogni mezzo di valutazione, tanto è vero che — come è emerso anche dalle prove testimoniali — negoziava intensamente, consultava più intermediari contemporaneamente, in vari casi era assistito da consulenti e sceglieva la controparte che a suo avviso offriva le condizioni migliori.

5. Trascurando questi argomenti, che portano ad escludere la configurabilità di un dovere informativo, la maggioranza sostiene invece che i principi da essa invocati sarebbero "oggetto di norme imperative che trovano il loro miglior presidio nella previsione proprio all'interno del contratto ancor prima che al momento della esecuzione". Conclude che la mancata indicazione del *fair value* in un derivato complesso "implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è alcatario, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata da differenziale futuro e incerto che la stima del *mark to market* è propriamente protesa a determinare)."

Con rispetto per il Collegio, questa tesi fraintende l'oggetto dello *swap* e confonde tra prestazioni contrattuali e valutazione dei flussi prospettici. Nello *swap* si scambiano flussi finanziari determinati, di volte in volte, secondo i parametri stabiliti nel contratto. In particolare, l'oggetto dello *swap* è definito dalle reciproche obbligazioni delle parti, il cui contenuto s'individua con riferimento all'andamento nel tempo di certe grandezze di riferimento (tassi d'interesse, valute, e simili) applicando i criteri concordati tra le parti (che possono anche consistere in formule complesse).

Nei contratti oggetto di arbitrato, i criteri per determinare le reciproche obbligazioni delle parti erano assolutamente pacifici e la loro applicazione non ha dato luogo ad alcuna controversia, sia durante l'esecuzione del contratto che nel presente arbitrato. Questo di per sé dimostra che l'oggetto era determinabile.

Diversa dall'oggetto del contratto è la sua valutazione. Valutare il contratto significa stimare i flussi finanziari futuri (dalla data di valutazione alla scadenza) e stabilire un valore netto dello scambio. Come ogni stima, questa valutazione contiene margini di opinabilità. Il confronto con altre operazioni serve ad agganciare il contratto a dati più sicuri. Inoltre, il

confronto con analoghe operazioni di *mid market* aiuta a mettere a fuoco le condizioni economiche dello *swap* (non il suo costo, che risulterà definito solo *ex post*).

Ma il *fair value* dello *swap* non è oggetto di scambio e quindi non entra nell'oggetto del contratto, diversamente da quanto la maggioranza del Collegio ritiene. Oggetto di scambio sono i flussi finanziari che vengono effettivamente corrisposti nel corso della durata del contratto, dopo essere stati quantificati in base ai criteri contrattuali. Il *fair value* è la valutazione prospettica di questi flussi e non può formare oggetto dell'obbligazione principale. Al più potrebbe essere oggetto di un dovere informativo (accessorio). Ove un tale dovere esistesse, la sanzione della sua violazione sarebbe tuttavia la responsabilità precontrattuale o quella per inadempimento, non la nullità.

Il *fair value* non fa nemmeno parte dell'alea del contratto, come invece la maggioranza del Collegio vorrebbe (ritenendo che l'alea venga meno se il *fair value* o il metodo per valutarlo non siano esplicitati).

Allo scrivente sembra pacifico che l'alea derivi dal rapporto di scambio tra le prestazioni corrispettive dello *swap* e possa essere individuata solo che questo rapporto sia determinato o determinabile. Una valutazione prospettica potrà far luce sulla misura economica dell'alea, non certo determinarla in senso giuridico. Si aggiunga che le grandezze previsionali assunte dal valutatore potrebbero non avverarsi, ove i mercati successivamente si muovessero — come non di rado accade — in una direzione diversa da quella ipotizzata.

I fatti di causa ne offrono un esempio puntuale. L'opzione esotica, che tanto ha fatto discutere i consulenti tecnici in sede di valutazione, ha avuto (in quanto tale) per il cliente un esito positivo, sebbene all'inizio — secondo il CTU — la sua alea apparisse sbilanciata in favore della banca (non certo assente, come invece la maggioranza del Collegio ipotizza).

Ancora una volta, il riferimento alla regolazione e alla pratica dei derivati confermano quanto appena sostenuto. Se davvero l'informazione sul MTM fosse essenziale per definire l'oggetto di un derivato, la Consob avrebbe imposto una tale informazione, anziché formulare una raccomandazione, per giunta solo di recente e limitatamente ai rapporti con la clientela *retail*. Analogamente, i formulari internazionali di *swap* si sarebbero fatti carico di questo problema, se gli operatori avessero paventato il rischio della nullità del contratto.

4. Pur ad ammettere, per un attimo, che vi fosse un dovere della banca di informare sul MTM, l'unica sanzione applicabile al mancato rispetto di un tale dovere sarebbe la responsabilità civile. In particolare, se l'informazione dovesse essere data all'atto della stipula del contratto — come l'opinione di maggioranza sostanzialmente ritiene — la mancata informazione genererebbe *culpa in contrahendo* (come noto ammissibile pure nel caso di stipula di un contratto valido). Se l'informazione dovesse essere data (anche) nel corso della durata contrattuale, il mancato rispetto dell'obbligo costituirebbe un inadempimento.

Affermare che il contratto è invece nullo per indeterminabilità dell'oggetto pare inaccettabile (per le ragioni già esposte), ma anche contraddittorio. Infatti, prima si ipotizza che la buona fede oggettiva integri il contratto, inserendovi d'imperio un elemento essenziale (l'obbligo di comunicare il MTM) poi si sostiene che il contratto è nullo perché manca un elemento essenziale (l'informazione sul MTM). Ma se il contratto è integrato dalla buona fede che vi inserisce un obbligo di informazione sul MTM, il suo oggetto è sicuramente determinato o almeno determinabile.

La mancanza d'informazione non sarebbe dunque causa di nullità, bensì di inadempimento. Su una tale linea di pensiero si sono mosse le sezioni unite della Cassazione nella ben nota sentenza 26724/2007. La motivazione del lodo distingue il caso oggetto di arbitrato, perché qui si tratterebbe di nullità per indeterminabilità dell'oggetto, mentre le sezioni unite si riferivano a un'ipotesi di nullità per contrasto con norme imperative (rappresentate dalle regole di condotta degli intermediari). Peraltro, la Cassazione — nel respingere la tesi della nullità — ha fatto applicazione di principi consolidati che avrebbero dovuto guidare la soluzione del caso oggetto di arbitrato, ove si fosse partiti dall'assunto (qui contestato) che esisteva un dovere di informare sul MTM. Tali principi appunto richiedono che il mancato rispetto di doveri

informativi trovi sanzione sul piano della colpa precontrattuale o contrattuale, se e nella misura tali colpe sussistano e vi siano danni da risarcire.

In verità, quanto afferma la maggioranza confligge proprio con quanto deciso dalle sezioni unite. Se si condivide quanto detto poco sopra — cioè che il contratto non ha un oggetto indeterminato se possa essere integrato alla stregua della buona fede — la nullità che questo lodo dichiara appare piuttosto come una nullità per violazione di norme imperative. In sostanza, si asserisce che il contratto ha un contenuto prestabilito per legge (non solo le obbligazioni tipiche dello *swap*, ma anche l'indicazione del MTM) e si conclude che il mancato rispetto di una simile prescrizione — derivata dalle regole di condotta degli intermediari — produce nullità.

5. La critica fin qui svolta va estesa al modo in cui l'opinione di maggioranza tratta le clausole del recesso. Queste clausole vengono ritenute nulle per il modo in cui sono state formulate, che escluderebbe una determinabilità dell'indennizzo per il recesso. Sul che si dissente, in quanto le clausole fanno riferimento ad un concetto chiarissimo — il costo di sostituzione — e lo riferiscono ad un contratto di *swap* che abbia le medesime date di decorrenza e di scadenza e presenti per il resto eguali termini e condizioni. Il medesimo concetto è usato — in aderenza alla prassi e legislazione internazionali — dall'art. 203 t.u.f. che vuole il costo di sostituzione calcolato "secondo i valori di mercato".

Dunque, il criterio per stabilire quanto dovuto dalla parte recedente è chiaro e oggettivo. Esso viene calcolato dalla banca, ma nel caso di dissenso dell'altra parte — che viene esplicitamente ammesso quando vi sia un "errore manifesto" della banca — il giudice potrà stabilire il costo di sostituzione in base ai criteri oggettivi precisati nei contratti.

Ancora una volta, l'opinione di maggioranza vorrebbe di più e, in particolare, richiede che il valore di sostituzione "sia conosciuto, o siano predeterminati i criteri per determinarlo a siano affidati a un arbitratore o ad un esperto neutrale". Ma i criteri del costo di sostituzione sono adeguatamente determinati con riferimento alla negoziazione di un contratto sostitutivo che abbia le medesime caratteristiche e che faccia riferimento, come dice il t.u.f., ai valori di mercato, che sono oggettivi (anche se, qualche volta, non immediatamente riscontrabili).

La Corte di Cassazione ha statuito principi analoghi, che sostanzialmente giustificano la piena validità delle clausole in esame, nella sentenza n. 3853/1985 della quale conviene riportare la massima per esteso: "In base ai principi fissati negli artt. 1346 e 1474 c.c., ai fini della determinabilità di un elemento del contratto (nel caso, del prezzo della compravendita), è necessario che i parametri fissati dalle parti abbiano tale carattere di precisione e di concretezza da permetterne la futura determinazione ad esse stesse, ovvero al giudice in caso di loro dissenso, senza che intervenga un'ulteriore manifestazione di volontà delle parti stesse; tale requisito va riconosciuto sussistente *ove la determinazione del prezzo venga dalle parti collegata al criterio del prezzo ricavabile da una libera contrattazione* ovvero di quello che la parte acquirente pagherà in sede di futuri acquisti nella zona adiacente l'immobile compravenduto: in ambi i casi, infatti, la determinazione del prezzo resta ancorata a criteri obbiettivi, per cui *l'eventuale disaccordo sul punto tra le parti in sede di determinazione concreta del prezzo ben può essere risolto dal giudice*, che quindi sovrapporrà in via autoritaria la propria determinazione a quella non raggiunta dalle parti sulla base dei criteri obbiettivi pur da esse stabiliti nel contratto".

Questi semplici principi e gli esempi forniti a supporto dalla Corte sono sufficienti a far ritenere valide le clausole di recesso in discorso, che fanno riferimento agli esiti di una libera contrattazione e, per il caso di disaccordo tra le parti, consentono al giudice di risolvere il conflitto in base a criteri oggettivi. Nel medesimo senso, del resto, è indirizzata la prassi internazionale dei derivati.

6. Per i motivi sopra esposti, lo scrivente ritiene di non aderire all'opinione della maggioranza del Collegio. Precisa comunque di non ritenere fondate neppure le pretese del cliente ad altro titolo, per ragioni che tuttavia sembra superfluo illustrare visto che la decisione della maggioranza ritiene assorbiti gli altri motivi di reclamo.

P.Q.M.

Il Collegio, definitivamente pronunciando, disattesa ogni diversa domanda, istanza od eccezione:

dichiara la nullità dei contratti *interest rate swap* del novembre 2000, dell'aprile 2002, del febbraio 2003 e del giugno 2003 (anche per come consensualmente modificato nel gennaio 2005) e per l'effetto;

condanna al pagamento al cliente del saldo di euro 1.225.764 oltre interessi dalla domanda di arbitrato al pagamento;

compensa le spese di patrocinio e pone a carico delle parti in parti eguali le spese di funzionamento dell'arbitrato e della CTU già intervenute e secondo questo criterio pagate;

Così deciso a maggioranza in conferenze personali di tutti gli arbitri nelle Camere di Consiglio tenutesi a Milano, presso lo studio del Presidente, nei giorni 8 aprile 2013, 16 maggio 2013, 19 giugno 2013, 4 luglio 2013 e sottoscritto da tutti gli arbitri, in tre esemplari, nei luoghi e date di cui *infra*.

Fair value e fair price nei contratti derivati.

SOMMARIO: 1. I contratti oggetto del lodo: a) *plain vanilla interest rate swap*. — 2. Segue: b) *i quanto derivatives*. — 3. La natura giuridica delle opzioni. — 4. Collegamento negoziale tra il *plain vanilla swap* e l'opzione. — 5. Cause di invalidità. Differenza tra "prezzo" e "valore" del contratto derivato. — 6. Sul concetto di pagamento *up-front*. — 7. Necessità di *fair price* nel contratto derivato tra banca ed operatore qualificato?

1. *I contratti oggetto del lodo: a) plain vanilla interest rate swap. — Dalla lettura del lodo — quasi integralmente pubblicato su www.dirittobancario.it — non si riesce a cogliere l'esatta descrizione dei contratti oggetto della controversia.*

Viene indicato che si tratta di *plain vanilla interest rate swap* e di non meglio specificate "opzioni esotiche", ma ciò non è sufficiente per apprezzare le obbligazioni assunte dalle parti. Nella motivazione si fa cenno ad un *interest rate swap* nel quale una parte — si presume il cliente della banca — è tenuta a pagare il tasso fisso del 5% al quale viene aggiunto il "6,5% moltiplicato del doppio dei giorni effettivi di ciascun periodo del prezzo parametro fisso in cui il cambio euro/yen risulta inferiore al livello di 85 diviso per il numero totale dei giorni effettivi di ciascun periodo del parametro fisso con un cap dell'11,5%". Non è indicata la prestazione della controparte.

Gli arbitri sottolineano che la struttura dei contratti risultava "oltremodo complessa", "non standard", "con caratteristiche di aleatorietà accentuate" e con "complessità inusuali e singolari".

Si prende anche atto che il Collegio non ritiene provato il fatto che il cliente non sia un operatore qualificato: è pertanto un cliente professionale e, come tale, privo delle tutele riservate alla clientela al dettaglio.

Il lodo che si commenta, pur distinguendo nelle premesse i due contratti (*interest rate swap* e opzione), svolge il ragionamento come se fosse un'unica fattispecie: alcune affermazioni che appaiono corrette se riferite ad una delle due fattispecie mal si attagliano all'altra e viceversa. Tale commistione non giova all'analisi.

Per meglio comprendere i commenti al lodo in esame risulta utile soffermarsi sulla definizione dei due diversi contratti.

Assumiamo, pertanto, che sia pacifico — almeno così risulta dalla lettura del lodo ⁽¹⁾ —

(1) Cfr. lodo p. 34.

che le parti abbiano concluso *plain vanilla interest rate swap* (cioè semplici contratti di *swap* di interessi) e “complesse” opzioni.

Le due fattispecie sono assai diverse tra loro. La prima fattispecie — l'*interest rate swap* — consiste nel contratto in base al quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi, mentre l'opzione, che nulla ha a che fare con il contratto di opzione *ex art. 1131 c.c.*, 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 cambio.

Nello *swap* le obbligazioni di pagamento sono determinate al momento della conclusione del contratto ⁽²⁾ o sono determinabili in tutto ⁽³⁾ o in parte ⁽⁴⁾ durante la vita del rapporto. In ogni caso i pagamenti sono sempre dovuti: saranno maggiori o minori in funzione dell'andamento dell'indice di riferimento variabile, ma pur sempre dovuti. Nell'opzione, invece, la parte che riceve il premio sarà tenuta ad effettuare pagamenti soltanto se si verifica un evento futuro ed incerto e, quindi, il contratto contempla la possibilità che una parte non esegua alcun pagamento durante la vita del contratto. Al contrario è altrettanto possibile che i pagamenti dovuti dal ricevente il premio siano di gran lunga maggiori rispetto al premio ricevuto.

Mentre la causa della prima fattispecie è lo scambio dei pagamenti (ed è quindi un contratto commutativo), quella dell'opzione consiste, invece, nell'assunzione del rischio (determinato dal verificarsi di un evento futuro ed incerto) per fine di lucro (è quindi un contratto aleatorio).

Lo *swap* di interessi 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 (e questa è una delle fattispecie oggetto del lodo in esame). I pagamenti possono essere denominati in qualsiasi divisa e la durata può essere assai breve o particolarmente lunga.

Altrettanto comune è lo *swap* di interessi 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*

⁽²⁾ Ad esempio, in un *interest rate and currency swap* nel quale entrambe le parti pagano il tasso fisso tutte le obbligazioni di pagamento sono determinate al momento della conclusione del contratto.

⁽³⁾ È il caso in cui nello *swap* entrambe le parti pagano delle somme determinate in base a tassi variabili.

⁽⁴⁾ È il caso in cui una parte paga il tasso fisso e l'altra il tasso variabile calcolato sullo stesso importo nozionale.

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* (5).

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 reciproci) 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 *swap* (*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 (6).

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* (7)).

(5) Si vedano i miei precedenti scritti *I Contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 56 ss.; *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 s.. Nello stesso senso MORI, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, Cedam, 1990, 25, 318-320, 325 s.; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia del terziario*, 1992, n. 2, 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 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).

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

(7) 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. V. oltre par. 2.

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 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⁽⁸⁾ 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⁽⁹⁾ 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⁽¹⁰⁾. Ciò non significa, beninteso, che i motivi individuali — che rimangono nella sfera individuale di ciascuna parte — rientrino nella causa del contratto⁽¹¹⁾.

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⁽¹²⁾. 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

⁽⁸⁾ ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, Giuffrè, 2001, 51.

⁽⁹⁾ 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*, in *Trattato Sacco*, t. 1, Torino, Utet, 1993, 635; GORLA, *Il contratto, Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistica*, Milano, Giuffrè, 1955, I, 57.

⁽¹⁰⁾ BIANCA, *Diritto civile. 5. Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2000, 425.

⁽¹¹⁾ BIANCA, (nt. 10), 434.

⁽¹²⁾ CAPALDO, (nt. 5), 146, 193, 199, 205.

oggetto delle prestazioni ⁽¹⁵⁾. 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 ⁽¹⁴⁾.

Lo scopo, infatti, 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 ⁽¹⁵⁾.

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* ⁽¹⁶⁾. 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 ⁽¹⁷⁾.

Sostenere che lo scambio dei rischi sia la causa del contratto di *swap* significa svilire la

⁽¹⁵⁾ CAPALDO, (nt. 5), 200.

⁽¹⁴⁾ INZITARI, voce "Moneta" in *Digesto*, IV ed., vol. XI civile, Torino, Utet, 1995, 399.

⁽¹⁵⁾ 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. 5), p. 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 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.

⁽¹⁶⁾ NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, I, Milano, Giuffrè, 1958, 1029; TARTAGLIA, *Eccessiva onerosità ed appalto*, Milano, Giuffrè, 1983, 112.

⁽¹⁷⁾ GABRIELLI, *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, 720; In., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 575.

vera causa del contratto facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie (18).

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 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 uguale a quello di uno *swap* non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori (19).

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine (20) (mentre più incerta è la natura di quello a premio) (21). 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 (22). 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 (23).

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

(18) Condivide questa affermazione PAGNONI, *Contratti di swap*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, tomo II, Torino, Utet, 2004, 1086.

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

(20) App. Genova, 9 maggio 1984, in *Foro it.*, 1985, I, 266; AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 175; 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. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1968, n. 21, 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 *Trattato di diritto civile e commerciale*, fondato da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1971, 584 s.; SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, 454.

(21) Opta per la natura aleatoria MESSINEO, (nt. 20), 779. Opta per la natura commutativa la dottrina dominante tra cui GABRIELLI, *Contratti di borsa*, (nt. 17), 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, 175; MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, Giannini, 1979, 47; DALMARTELLO, (nt. 20), p. 352. Così anche la giurisprudenza più recente (Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1990, 306).

(22) GABRIELLI, *Contratti di borsa*, (nt. 17), 578.

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

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⁽²⁴⁾.

Del pari se un soggetto acquista un immobile con lo scopo speculativo di rivenderlo in seguito ad un prezzo superiore nessuno dirà 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 — 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⁽²⁵⁾. 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⁽²⁶⁾.

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

(24) 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.

(25) Cass. 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. foro it.*, 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina PERRONE, (nt. 24), 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. 1935 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. Rossi, *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, 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*. 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, *Options e contratti derivati*, in *Contr. imp.*, 1999, 1292, esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie.

(26) 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, 1988, 86 s.

illecito (27), ma è presupposto dell'attività imprenditoriale (28). Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo, tanto da non aver bisogno di dimostrazioni (29). La letteratura economica (30), nonostante alcuni ricorrenti interventi politici e giornalistici in occasione di ogni crisi finanziaria che cercano nella speculazione un capro espiatorio (31), ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore positivo della speculazione (32), 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 (33).

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) (34) (35).

(27) BOCHICCHIO, (nt. 25), 599.

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

(29) CAPALDO, (nt. 5), 594.

(30) CHEROENROOK, HAZEN, *A study of market-wide short-selling restrictions*, Working paper, Gennaio 2005, in <http://ssrn.com/abstract=687562>; DEMSETZ, *The cost of transacting*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1968, 53-55; 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, 52-57; 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; MENGLE, *The economic role of speculation*, *Isda Research notes*, n. 2, 2010.

(31) 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).

(32) La speculazione è stata definita come "the assumption of considerable business risk in expectation of commensurate gain" (GRAHAM, DODD, nt. 30). 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).

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

(34) Condivide questa affermazione PAGNONI, (nt. 18), p. 1086.

(35) 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 *Contr. impr.*, 1988, 612, peraltro, prende le mosse dall'analisi dello *swap* domestico, che ben poco ha in comune con lo *swap* di cui ci stiamo occupando. L'Autore ritiene lo *swap* domestico un contratto aleatorio ed estende, generalizzandolo, — ma tale approccio non sembra convincente — le considerazioni pertinenti allo *swap* domestico agli altri *swap*. L'analisi, inoltre, è condotta esclusivamente dal punto di vista dell'importatore o esportatore che desidera coprire il rischio di variazione dei cambi (o degli interessi) fino al punto da affermare che la funzione economico giuridica risiede nella finalità di controllare i rischi connessi alle variazioni nel tempo dei rapporti di cambio tra le valute o di tasso di interesse (*op. cit.*, 617) facendo diventare uno dei tanti motivi perseguibili da una

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 si da

parte — o da entrambe o da nessuna delle due — un elemento causale della fattispecie. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, p. 125-125, afferma che lo *swap* è un contratto bilateralmente aleatorio "in quanto il valore (relativo) delle due prestazioni è determinato da un evento futuro ed incerto, coincidente con la variazione dei tassi di interesse o di cambio; in altre parole, ambo le parti si assumono il rischio di una variazione sfavorevole". Ci sembra aver dimostrato che in realtà il valore delle due prestazioni può essere predeterminato e non subire alcun variazione al mutare dei tassi di interesse o di cambio. In altre parole, le parti, anziché assumersi il rischio di una variazione sfavorevole che può anche non esserci, assumono l'obbligo di effettuare pagamenti reciproci. Che il valore di questi pagamenti possa variare in futuro con il variare dei tassi di interesse o di cambio rientra nella normale alea economica. L'Autore afferma la natura aleatoria dello *swap* anche affermando che è incerto l'*an* o il *quantum* di almeno una delle prestazioni", ma, come abbiamo visto nel testo, tale definizione non appare adattarsi alla realtà dello *swap* in quanto le prestazioni possono essere certe sia nell'*an* che nel *quantum* come in un *interest rate and currency swap* a tasso fisso su entrambe le divise. L'affermazione dell'Autore forse trova radice nel tentativo di accumulare contratti strutturalmente diversi entro la nozione di *swap*, quali il *domestic currency swap* ed il *forward rate agreement*, che sono contratti differenziali, e gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, che sono contratti di scambio. In un errore di prospettiva cade CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, p. 792, affermando apoditticamente che l'aleatorietà della entità della prestazione risulta evidente dal collegamento degli *swap* alle fluttuazioni dei tassi d'interesse, di cambio. Come dimostrato nel testo, il collegamento alle fluttuazioni può mancare del tutto in numerose fattispecie di *swap*. In un altro scritto (*I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 359) l'Autore accomuna — sorprendentemente — gli *swap* alle opzioni sui cambi e sul tasso di interesse e ad altri contratti derivati nel tentativo di definirne la riconducibilità o meno nell'ambito dei c.d. contratti differenziali. Le considerazioni svolte in detto lavoro appaiono condivisibili soltanto per alcuni contratti derivati non essendo possibile generalizzare conclusioni senza aver prima verificato l'unitarietà (e l'esistenza) o meno della categoria giuridica dei derivati (e, comunque, ammettendone anche l'esistenza, non necessariamente tutti i contratti derivati debbono essere aleatori). Alcune perplessità suscita PERONE, (nt. 24), 86, nel momento in cui afferma che gli *swap* presentano i tratti strutturali e funzionali propri della scommessa in quanto il contratto realizza indubbiamente l'interesse delle parti a conseguire un vantaggio patrimoniale come mero esito della sorte. Nel citato lavoro l'Autore commenta insieme i *domestic swap* e gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, per cui sorge il dubbio circa la possibile commistione di concetti. Se l'affermazione può essere in parte condivisibile per i *domestic swap* (e ciò dipenderà dalla definizione del contratto domestico), non altrettanto può dirsi per gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, per i quali si è visto come l'interesse oggettivo che le parti mirano soddisfare sia lo scambio dei pagamenti reciproci.

In un altro scritto (*La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, 38) l'Autore afferma la natura aleatoria dell'*interest rate swap* equivocando la struttura del contratto, la cui esecuzione non avviene di norma mediante un pagamento su base differenziale, e la causa, erroneamente intesa a trasferire il rischio economico relativo alle oscillazioni del parametro variabile dedotto in contratto.

ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 204, afferma, senza fornire spiegazioni, che i prodotti derivati sono addirittura "aleatori per antonomasia", ai quali, peraltro, non si applica l'eccezione di gioco grazie alla partecipazione all'operazione di un intermediario finanziario. È stato acutamente rilevato (Rossi, *Aspetti legali*, (nt. 25), 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 influenti 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, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 599 ss.; *Id.*, *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 600, ha correttamente evidenziato l'equivoco dovuto alla confusione tra due profili diversi, l'interesse delle parti e il peculiare meccanismo di determinazione delle presta-

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 ⁽⁵⁶⁾.

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 ⁽⁵⁷⁾. 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 ⁽⁵⁸⁾. 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 ⁽⁵⁹⁾ ⁽⁴⁰⁾ ⁽⁴¹⁾.

zioni. Il fine speculativo non incide, modificandolo, in alcun modo sul criterio di determinazione delle prestazioni. Tra la dottrina che si è espressa per la natura commutativa si ricorda, oltre a ROSSI, (nt. 25), MORI, (nt. 5), 337-344; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali*, (nt. 5), 85 ss.; CAPALDO (nt. 5), 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 adottate 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. 18), 1086-1089; BOCHICCHIO, (nt. 25), 597.

DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. credito*, I, 2004, 403, nota 42, confonde le mie conclusioni — a favore della aleatorietà — tratte in materia di *credit spread swap* con quelle del contratto di *swap* di pagamenti — a favore della commutatività della fattispecie — non avendo probabilmente colto la sostanziale differenza tra i tipi negoziali che in comune hanno soltanto una parte del *nomen*.

⁽⁵⁶⁾ BOSELLI, (nt. 19), 175.

⁽⁵⁷⁾ SCALEFI, voce *Alea*, *Dig. disc. priv.*, sez. civ. I, Torino, Utet, 1987, 259; FERRARINI (nt. 35), 42; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, n. 3, 29. Non sembra aver compreso il punto GIRINO, (nt. 35), 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. 35), 255.

⁽⁵⁸⁾ Raggiunge lo stesso risultato della non applicabilità dell'art. 1467 c.c. — sebbene con un percorso non completamente condivisibile — FERRARINI, (nt. 35), 40 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.

⁽⁵⁹⁾ Cass., 16 marzo 1984, n. 1799.

La precedente analisi si è resa necessaria per comprendere l'errore fondamentale in cui è incorsa la maggioranza del Collegio nel lodo in esame.

Appare incomprensibile infatti la tesi in base alla quale l'oggetto del contratto dello *swap* comprende la valutazione soggettiva del valore del contratto calcolata da una parte, il c.d. *mark-to-market*. Tale affermazione appare chiaramente contraria alle obbligazioni ed al contenuto del contratto. Ma su questo torneremo dopo aver esaminato altri aspetti fondamentali.

2. Segue: *b*) i quanto derivative. — Come detto in apertura, dalla lettura del lodo non è dato comprendere di quali opzioni esotiche si tratti nel caso concreto.

Da un breve cenno a p. 34 del lodo sorge il dubbio che non si tratti di opzioni esotiche, bensì di un *quanto option*, dato che l'obbligazione di una delle parti — presumibilmente il cliente — sembra sia determinata in funzione dell'andamento del cambio euro/yen (per la precisione, la somma è calcolata moltiplicando 6,5% per il doppio del numero dei giorni durante il periodo di calcolo in cui il cambio euro/yen risulta inferiore a 85 e dividendo il risultato per il numero dei giorni inclusi nel periodo di calcolo).

Con il termine "*quanto*" (utilizzato in inglese) si intende una tipologia di contratti derivati nei quali il sottostante è denominato in una moneta, mentre i pagamenti sono eseguiti in un'altra moneta ad un cambio prestabilito. Tale tipologia di derivati è utilizzata da investitori e speculatori che desiderano avere un'esposizione ad una attività denominata in moneta estera, ma non desiderano sopportare l'inerente rischio di cambio.

Tali strumenti sono di particolare utilità in quanto coprono il compratore dal rischio di fluttuazioni del cambio. Se un investitore americano investisse direttamente in azioni che compongono l'indice giapponese Nikkei — o su un *future* sull'indice Nikkei — egli sarebbe esposto sia al rischio di variazione dell'indice borsistico Nikkei sia al cambio dollaro/yen. Se acquista un *quanto future* — denominato in dollari — sull'indice Nikkei ottiene l'esposizione all'indice borsistico giapponese senza incorrere nel rischio di cambio dollaro/yen. In estrema sintesi, un *quanto derivative* ha un implicito cambio a termine con un importo variabile. È proprio la variabilità dell'importo nozionale che dà a questi contratti il nome "*quanto*", l'abbreviazione di "*quantity adjusting option*".

Le *quanto option* hanno sia lo *strike price* (prezzo di esercizio) che il sottostante di riferimento denominati nella stessa divisa. Al momento dell'esercizio il valore è calcolato convertendo in altra moneta ad un cambio prestabilito il valore intrinseco dell'opzione.

Esempi di comuni *quanto derivative* sono i *quanto future* (ad esempio, un contratto *future* su un indice di borsa europeo che è pagato in dollari), le *quanto option*, nelle quali il pagamento avviene in una moneta diversa da quella del nominale sottostante, e i *quanto swap* (o *differential swap*), nei quali una parte paga gli interessi nella stessa moneta in cui è denominato l'importo nozionale, ma il tasso di interessi è riferito ad una moneta diversa (ad esempio, uno

(40) Merita porsi il quesito se eventuali provvedimenti degli organi di controllo, che incidessero 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.

(41) 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).

swap il cui nozionale è denominato in euro e gli interessi sono pagati in euro, ma vengono calcolati con riferimento al 3 mesi Libor del dollaro canadese).

La metodologia di *pricing* di questi derivati implica l'utilizzo di numerose variabili (indici di borsa, tassi di interesse, ecc...) denominate in una moneta che è diversa da quella che si utilizza per i pagamenti del derivato stesso. Si utilizza universalmente la formula di Girsanov⁽⁴²⁾.

Un operatore professionale o qualificato di norma conosce questa classe di derivati e le metodologie standard per prezzarli. Nella fattispecie concreta oggetto del lodo il cliente della banca si era dichiarato operatore qualificato, anche se in corso di giudizio ha tentato di dimostrare, senza riuscirci, che non lo era.

Il CTU ha *"faticosamente acclarato"* che il contratto aveva *"un contenuto complesso, inusualmente complesso"*. Ciò può essere comprensibile per il CTU che professionalmente non negozia contratti derivati. Diverso dovrebbe essere il livello di conoscenza che ci si deve aspettare da un operatore professionale o che si dichiara tale. Le metodologie di *pricing* di questi derivati, oltre ad essere largamente diffuse e uniformi, sono disponibili sul mercato acquistando non costosi programmi *software* nei quali si devono inscrivere le diverse informazioni richieste per determinare il prezzo del contratto⁽⁴³⁾. Determinare il prezzo dei *quanto derivative* non è certamente una attività banale ed eseguibile da chiunque, ma da un operatore professionale vi è da aspettarselo (mentre il collegio ritiene che il contratto *"aveva un'aleatorietà di fatto incomprensibile quand'anche la controparte fosse in effetti operatore qualificato"*, come in realtà era). Nella pratica i *quantos derivatives* sono negoziati assiduamente, particolarmente nel mercato dei prodotti strutturati e nel mercato obbligazionario che conosce numerose emissioni denominate in una moneta con interessi calcolati sulla base di tassi espressi in una moneta diversa, ma pagati nella stessa moneta in cui è espresso il capitale.

Quanto option e *quanto future* sono pubblicamente quotati anche sui mercati regolamentati quali il CME — Chicago Mercantile Exchange, Frankfurt Exchange, Johannesburg Stock Exchange. Basta andare sul sito della Borsa Italiana per trovare le indicazioni dei titoli *"quanto"* in circolazione⁽⁴⁴⁾.

In altre parole si vuole evidenziare che l'operazione *"oltremodo complessa"*, *"non standard"*, *"con caratteristiche di aleatorietà accentuate"* e con *"complessità inusuali e singolari"* può essere tale per il cliente al dettaglio — e forse anche per il CTU —, ma lo standard di conoscenza che deve avere chi si qualifica operatore professionale dovrebbe ridimensionare gravemente tali aggettivi.

Si può anche andare oltre nel senso che la stessa tipologia di opzione oggetto del lodo è contenuta in titoli che vengono distribuiti alla clientela al dettaglio: si cita quale esempio il titolo obbligazionario emesso da Banca Imi Spa nel maggio del 2011 denominato *Quanto Euro/franco svizzero* con scadenza 30 giugno 2014 (codice Isin XS0630289592). Tale titolo prevede

(42) PAPAIOANNOU, *Applied multidimensional Girsanov theorem*, in *Social science social network*, 2011 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1805984); WYSTUP, *Quanto options*, in *Mathfinance*, 2011 (http://www.mathfinance2.com/mf_website/useranonymous/company/papers/wystup_quanto_eqf.pdf); PANZ, *Quantos and FX skew*, in *Social science social network*, 2011 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1895474); REINER, *Quanto mechanics*, in *Risk*, 1992, 5, (10), 59-63.

(43) È sufficiente navigare in *internet* per trovare le più comuni formule di *pricing* dei *quanto derivatives*: <http://www.derivativepricing.com/blogpage.asp?id=20>.

(44) Ad esempio, v. titolo emesso da Macquarie Structured Products (Europe) GmbH garantita da Macquarie Bank denominato "Shark Rebate Quanto Certificates on S&P 500 Index and Hang Seng China Enterprises Index" (v. p. 2 in <http://www.borsaitaliana.it/borsa/caratteristiche/view.html?isin=DF000MQ12JE4&market=MCW&lang=it>), titolo emesso da Credit Agricole Cib Financial Products (Guernsey) Ltd garantito da Credit Agricole Corporate and Investment Bank (v. p. 5 in <http://www.borsaitaliana.it/borsa/caratteristiche/view.html?isin=GG00B7522C78&market=MCW&lang=it>), titolo emesso da BNP Paribas Arbitrage Issuance BV garantito da BNP Paribas (v. p. 6, punto 6 in <http://www.borsaitaliana.it/borsa/caratteristiche/view.html?isin=NL0009550794&market=MCW&lang=it>).

il rimborso del capitale a scadenza ed il pagamento degli interessi al 4,8% se il cambio franco svizzero/euro è a certe date superiore a 1,21876. Se il cambio citato è inferiore a tale livello nessun interesse è dovuto. In altre parole l'investitore ha concluso due contratti con la banca: un mutuo senza interessi ed una *quanto option* in base alla quale riceve un importo definito se si verifica un evento finanziario futuro ed incerto (il cambio franco svizzero/euro superiore a 1,21876). Se l'evento futuro si verifica l'investitore ha un rendimento maggiore rispetto a quanto avrebbe ottenuto investendo in un titolo ordinario a parità di rischio creditizio e durata. Nel caso contrario non riceve nulla e, quindi, perde gli interessi che avrebbe ottenuto nel caso di un investimento ordinario.

Nel caso di specie e con i limiti imposti dalle scarse informazioni contenute nel lodo in merito alla concreta struttura delle opzioni, sembra che si tratti di *quanto option* vendute dal cliente della banca alla banca e con le quali il cliente ha assunto l'obbligo di effettuare dei pagamenti denominati in euro al verificarsi di un evento — giuridicamente — futuro ed incerto legato all'andamento del cambio euro/yen. A fronte di tale contratto la banca avrebbe dovuto pagare un premio ⁽⁴⁵⁾, tanto più alto quanto più probabile fosse al momento della conclusione del contratto il verificarsi dell'evento, e la controparte potrebbe averne beneficiato senza subire alcun esborso nel caso in cui l'evento non si fosse verificato. Questa è la sostanza della struttura giuridica della *quanto option*.

Tema diverso, che affronteremo in seguito, è se il prezzo ricevuto dal cliente fosse adeguato al rischio assunto. Di questo ci occupano nel paragrafo n. 7.

5. *La natura giuridica delle opzioni.* — Come detto in apertura, la seconda fattispecie esaminata dal Collegio arbitrale nel lodo che si commenta è stata definita come "opzione" ⁽⁴⁶⁾.

La fattispecie dell'opzione in generale, che comprende la *quantity adjusting option* o in breve la *quanto option* ⁽⁴⁷⁾, è sostanzialmente, intrinsecamente e profondamente diversa dallo *swap* di pagamenti che prima abbiamo visto (contratto a causa di scambio — non di scommessa —, commutativo non aleatorio, non differenziale).

Diverse fattispecie di "opzioni" in uso nei mercati finanziari, sebbene soddisfino esigenze diverse (sia di copertura che di speculazione) e presentino differenze dal punto di vista finanziario, si basano sulla stessa struttura giuridica e cioè sulla promessa del venditore di pagare una somma di denaro, qualora il tasso di interesse (o altro parametro, quale il cambio euro/yen del caso oggetto della controversia in esame) 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: *"opzione" è un contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento* ⁽⁴⁸⁾. Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio come vedremo a breve.

⁽⁴⁵⁾ Il premio può essere pagato anche sotto forma di sconto del tasso fisso del *plain vanilla swap* o di margine pagato sul tasso variabile.

⁽⁴⁶⁾ Tale affermazione ricorre nel lodo, cfr. in particolare p. 34.

⁽⁴⁷⁾ Il riferimento a questa fattispecie si trova a p. 37 del lodo.

⁽⁴⁸⁾ In dottrina si sono occupati delle opzioni sui tassi di interesse ABRAMI, *Gli strumenti finanziari e creditizi innovativi*, Padova, Cedam, 1998, 31 ss.; CAPUTO NASSETTI, *I Contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 321 ss., 631 ss.; Id., *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, 1, 375; CLARIZIA, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 119; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 125; FANTOZZI, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors e collars*, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, 547; FERRARINI, (nt. 35), 27; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 629 ss.; GRINO, (nt. 35); IRRERA, voce *Options e futures*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, Utet, X, 1994, 366; MONTI,

Sono riconducibili a questo prototipo i contratti di opzione sui tassi di interesse (*interest rate option*, note anche con i termini *cap, floor, corridor, collar, ecc...*), i *commodity call, put e collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call, put e collar* tra i contratti derivati meteorologici, i *credit default swap* tra i contratti derivati di credito e le *economic call o put option* tra i derivati su indicatori economici.

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 (...) (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 una 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 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 ⁽⁴⁹⁾.

L'opzione si distingue anche dalla scommessa per diversi motivi ⁽⁵⁰⁾.

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

Manuale di finanza per l'impresa, Torino, Utet, 2000, 301 ss.; MORI, (nt. 5), 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. 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. 35), 35; CLARIZIA, *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I contratti derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1995, 121; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Edibank, 1995, 128 ss.

⁽⁴⁹⁾ 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. 35), 597; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. imp.*, 1988, 395.

⁽⁵⁰⁾ Nel senso che i *cap, floor, ecc.* non siano assimilabili alla scommessa cfr. PREITE, (nt. 48), 171 ss.

determinabile *ex post*. In genere nella scommessa la prestazione di entrambe le parti consiste in un *patis* (bilateralità dell'alea), nel sopportare cioè il rischio dell'eventuale perdita ⁽⁵¹⁾, 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 ⁽⁵²⁾ 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 ⁽⁵³⁾. 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 ⁽⁵⁴⁾.

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

⁽⁵¹⁾ 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 gioco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, Torino, Utet, 1956, 59; D'AMELIO, in *Del gioco e della scommessa*, in *Commentario D'Amelio-Finzi*, Firenze, 360, nota 2. La maggiore dottrina sostiene l'essentialità dell'alea bilaterale in difetto della quale il contratto sarebbe nullo. V. per tutti VALSECCHI, *Il gioco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, vol. XXXVII, tomo 2, Milano, Giuffrè, 1986, 38.

⁽⁵²⁾ FUNAIOLI, (nt. 51), 46.

⁽⁵³⁾ FUNAIOLI, (nt. 51), 45.

⁽⁵⁴⁾ FUNAIOLI, (nt. 51), 50.

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 ⁽⁵⁵⁾.

Il contratto di opzione ricorda, sebbene da questa rimanga distinto, la *emptio spei* ⁽⁵⁶⁾. 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 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 si 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.

⁽⁵⁵⁾ In senso contrario PREITE, (nt. 48), 174, nota 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. 35), 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.

⁽⁵⁶⁾ La stessa similitudine è stata colta da PREITE, *Contratti*, (nt. 48), 36 e *Id.*, *Recenti sviluppi*, (nt. 48), 184, e da App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 192.

L'opzione in esame va, infine, distinta dall'opzione *ex art. 1331 c.c.* ⁽⁵⁷⁾. 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 persistere in capo al compratore dell'opzione. Le 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 ⁽⁵⁸⁾.

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

Secondo la prevalente dottrina ⁽⁵⁹⁾ l'indagine sulla meritevolezza degli interessi si svolge non solo in senso negativo, cioè accertando che il contratto non sia contrario alla legge,

⁽⁵⁷⁾ Nello stesso senso CLARIZIA, (nt. 48), 121; CORTI, (nt. 48), 131; VECCHIO, VITALI (nt. 48), 965; IRREERA, (nt. 48), 366; GIRINO, (nt. 55), 87 ss.

⁽⁵⁸⁾ Nello stesso senso VECCHIO, *Il contratto*, (nt. 48).

⁽⁵⁹⁾ Vedi BIANCA, *Diritto civile*, 3. *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 1987, 432; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, n. XXI, tomo I, Milano, Giuffrè, 1973, 681 ss.; CATAUDELLA, *I contratti*, Torino, Giappichelli, 1994, 45. In senso contrario FERRI, (nt. 9), 406 ss., che assimila il concetto di meritevolezza con quello di liceità.

all'ordine pubblico ed al buon costume, ma anche verificando che soddisfi un interesse meritevole di tutela ⁽⁶⁰⁾.

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 della meritevolezza, inoltre, si deve ritenere implicito e positivamente risolto dall'ordinamento giuridico che lo ha previsto in diversi provvedimenti legislativi ⁽⁶¹⁾.

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 (artt. 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 (artt. 1418-1424 c.c.), annullabilità (artt. 1425-1446 c.c.) e risoluzione (artt. 1453-1469 c.c.).

Oggetto del contratto è il rischio di variazione del parametro di riferimento finanziario (il cambio euro/yen del caso oggetto della controversia in esame) 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 ⁽⁶²⁾.

L'obbligazione fondamentale del venditore consiste in un *patis*, 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 ⁽⁶³⁾. 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 ⁽⁶⁴⁾.

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.

⁽⁶⁰⁾ 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. 59), 432).

⁽⁶¹⁾ PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 87.

⁽⁶²⁾ In senso conforme PREITE, (nt. 48), 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 il giusto peso all'elemento rischio che in realtà domina 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.

⁽⁶³⁾ BOSELLI, (nt. 19), p. 472; *Id.*, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, vol. XXI, Milano, Giuffrè, 1968, tomo I, 774.

⁽⁶⁴⁾ PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, Cedam, 1952, 72; ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Casa Editrice Ambrosiana, 1942, 341.

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⁽⁶⁵⁾. 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).

La precedente analisi si è resa necessaria per comprendere l'errore fondamentale in cui è incorsa la maggioranza del Collegio nel lodo in esame.

Appare incomprensibile infatti la tesi in base alla quale l'oggetto del contratto di opzione comprende la valutazione soggettiva del valore del contratto calcolata da una parte, il c.d. *mark-to-market*. Tale affermazione appare chiaramente contraria alle obbligazioni ed al contenuto del contratto. Ma anche su questo torneremo dopo aver esaminato altri aspetti fondamentali.

4. *Collegamento negoziale tra i plain vanilla interest rate swap e le opzioni.* — Appare chiara la difficoltà nel generalizzare ed accumulare le caratteristiche di due fattispecie così disomogenee. Da una lato lo *swap* può risultare completo in tutti i suoi elementi senza alcun vizio o difetto di causa e — si deve presumere dal lodo — 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⁽⁶⁶⁾. 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

⁽⁶⁵⁾ 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.

⁽⁶⁶⁾ CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in questa Rivista, I, 2011, 887.

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) ⁽⁶⁷⁾.

È noto che il collegamento negoziale soggettivo è impresso ai contratti dalla volontà 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 ⁽⁶⁸⁾.

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 ⁽⁶⁹⁾. 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

⁽⁶⁷⁾ Il collegamento necessario nasce, al contrario, da elementi oggettivi ed è rappresentato dai negozi complementari, accessori o derivati, nel senso attribuito a tale termine dalla tradizionale dottrina italiana con riferimento al subcontratto (subdeposito, sublocazione, subappalto, ecc.). Nel collegamento necessario manca il programma economico unitario, concepito e perseguito dalle parti che costituisce il fondamento del collegamento volontario.

Non vi è collegamento giuridicamente rilevante quando i contratti sono legati da elementi materiali (ad esempio, unico documento), occasionali, cronologici o meramente economici e si parla in questi casi di contratti indipendenti.

Si è osservato che, delle possibili forme di collegamento, è tale, in senso tecnico-giuridico, soltanto quella detta di subordinazione. Questa può essere unilaterale o bilaterale. Nel primo caso un contratto dipende logicamente e giuridicamente dall'altro. Nel secondo caso si ha una interdipendenza logica e giuridica di ciascuno contratto con l'altro (MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato diritto civile e commerciale*, a cura di Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1973, 724).

Il rapporto di subordinazione (cioè il collegamento giuridicamente rilevante) viene distinto in genetico e funzionale. Il primo importa che l'un contratto esercita un influsso sulla formazione dell'altro. Il secondo è quello per cui un contratto acquista rilevanza sotto il profilo del suo operare sullo svolgimento del rapporto che nasce da un altro contratto. È stato rilevato che il vero collegamento dovrebbe essere soltanto quello funzionale: in particolare contro l'ammissibilità stessa del collegamento genetico sono stati mossi recisi dubbi. Secondo una autorevole dottrina (DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi (contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 454-458) il collegamento genetico non appare neppure concepibile, in quanto il fatto che si consideri un negozio nel processo formativo di un altro negozio è, di per sé, irrilevante, se non si traduca in un particolare modo di essere del regolamento di interessi, effettuato dalle parti. Se, invece, tale modo di essere vi sia, il collegamento deve considerarsi non più genetico, bensì funzionale. In altre parole, il collegamento opererebbe sul rapporto giuridico (momento funzionale) e non sul negozio (momento genetico). Poiché il collegamento genetico rimane nell'ambito del negozio senza influenzare il rapporto, esso è giuridicamente irrilevante.

⁽⁶⁸⁾ MESSINEO, (nt. 67), 722. V. inoltre CASPERONI, *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, 315; DI SABATO, (nt. 67), 412; SCOGNAMIGLIO, voce *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, Giuffrè, p. 575; GANDOLFI, *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II, 342; RAPPAZZO, *I contratti collegati*, Milano, Giuffrè, 1998; LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, Giuffrè, 1959.

⁽⁶⁹⁾ BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, Giuffrè, 1991, 455.

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" (70).

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 (71).

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 (72).

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" (73).

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 operazione economica. Quest'ultima si manifesta nell'unitarietà dell'operazione e, soprattutto, nella inscindibilità dello scopo comune perseguito dalle parti (74).

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 (75) 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;

(70) Cass., 31 marzo 1987, n. 3100, in *Giust. civ. Mass.*, 1987.

(71) RAPPAZZO, (nt. 68), 35.

(72) Cass., 5 agosto 1982, n. 4401, in *Giust. civ. Mass.*, 1982.

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

(74) RAPPAZZO, (nt. 68), 38.

(75) Cass., 20 novembre 1992, n. 12401, *Giust. civ. Mass.*, 1992.

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 (76).

Alla luce del sommario richiamato 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 la "complessa" 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 la complessa 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 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

(76) L'individuazione degli elementi di collegamento indicata nel testo è effettuata da RAPPAZZO, (nt. 68), 43.

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. *Cause di invalidità. Differenza tra "prezzo" e "valore" del contratto derivato.* — Alla luce di quanto sopra esposto, ed in particolare del fatto assodato che nel caso in esame vi sia un *plain vanilla interest rate swap* ed una opzione tra di loro contestuali, e supponendo di essere nel caso — non dimostrato — di collegamento tra i due negozi (e cioè che le parti non avrebbero concluso lo *swap* senza l'opzione o viceversa) si possono analizzare le eventuali cause di invalidità che dovranno essere comunque riferite necessariamente ad uno dei due contratti o ad entrambi.

Nel lodo non si fa alcuna distinzione in merito alle stesse, se esse siano riferite allo *swap* o all'opzione. A ben vedere alcune affermazioni appaiono incompatibili con la natura e struttura dello *swap* del caso concreto.

Il ragionamento della maggioranza del Collegio è in estrema sintesi il seguente: non è stato indicato il valore *mark-to-market* del contratto; tale valore è elemento essenziale del contratto aleatorio e, quindi, il contratto è nullo per mancanza dell'oggetto ai sensi dell'art. 1418, secondo comma, c.c. (77). Tale tesi, non solo appare incomprensibile e contraria alla struttura dei contratti in esame, ma è anche palesemente contraddittoria in quanto da un lato la maggioranza del Collegio afferma che la mancanza del *mark-to-market* impedisce di determinare il contenuto del contratto e dall'altro accoglie le risultanze della perizia del CTU nella quale viene indicato con precisione il valore *mark-to-market*, a comprova del fatto che tale valutazione era assolutamente possibile.

Orbene, il *plain vanilla swap* è un contratto commutativo e pertanto non appare necessario quantificare l'alca (né giuridica né economica). Non essendo un contratto aleatorio mal si attagliano allo *swap* le affermazioni contenute nei punti 8 e 9 del lodo relative ai contratti aleatori ("*la necessità dell'indicazione del mark-to-market discende anzitutto anche, indipen-*

(77) In senso diametralmente opposto su fattispecie analoga si è espresso il Collegio Arbitrale nel lodo 29 gennaio 2014 pubblicato in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/lodo_arbitrale_milano_29_gennaio_2014.pdf; Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 748 ss. (in particolare, p. 768) dove si afferma che il *mark to market* "non può essere considerato l'oggetto del contratto"; Cass. pen., sez. II, 21 dicembre 2011, n. 4721; In dottrina in questo senso v. RUGGI SETTANNI, nota a sentenza Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in *Contratti*, 2012, 353; MARCELLI, *Le operazioni di swap: fair value e margine di intermediazione*, in *www.ilcso.it*, II, 28 febbraio 2012, doc. 289/2012.

dentemente dai doveri di comportamento, da una necessità intrinseca dei contratti aleatori in cui è essenziale determinare ex ante la ricorrenza dell'alea stessa. Se questa fosse ex ante esclusa verrebbe meno il contenuto essenziale di contratto"). Anche in giurisprudenza è stato accclarato che l'indicazione dei tassi parametro, delle modalità e tempi di pagamento sono "senza possibilità di equivoci o di dubbi interpretativi sia in ordine all'oggetto delle reciproche obbligazioni, sia quanto al criterio di determinazione e di calcolo degli interessi dovuti da ciascuna delle parti, con la consapevolezza che non pare ravvisabile la nullità per indeterminatezza dell'oggetto di tale contratto" (Trib. Torino, 30 novembre 2009, in *La responsabilità civile*, 2009, 25).

Il ragionamento della maggioranza del Collegio non pare condivisibile nemmeno con riguardo all'opzione che, come visto in precedenza, è contratto aleatorio.

Pare condivisibile, invece, l'opinione dissenziente del terzo arbitro che evidenzia innanzitutto l'inesistenza di un obbligo di informazione del valore *mark-to-market* del contratto. Tale argomento appare convincente in quanto la raccomandazione di comunicare il valore del contratto "illiquido" è stata introdotta successivamente alla conclusione dei contratti in esame ⁽⁷⁸⁾ 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). Né si può argomentare che gli artt. 21 t.u.f. e 26 del regolamento intermediari impongano un simile obbligo, definito dal Collegio come "dovre di determinazione o determinabilità del risultato prospettico", 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. Appare infondata la presunta violazione dell'art. 21 t.u.f. perché, ammesso che gli obblighi informativi — graduati a seconda 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 ⁽⁷⁹⁾.

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 raccomandazione Consob citata dalla maggioranza del Collegio 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.

Ben argomenta l'opinione dissenziente anche sul fatto che non si possa trarre dalle generalissime norme 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 dell'arbitro dissenziente e 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. Su questa tesi concorda il Collegio.

⁽⁷⁸⁾ Comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009.

⁽⁷⁹⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1957, 127, in relazione al procedimento penale per i contratti derivati sottoscritti dal Comune di Milano con quattro banche.

La maggioranza del Collegio dichiara 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. L'affermazione non appare condivisibile.

Per meglio comprendere le motivazioni che portano a non condividere la posizione della maggioranza del Collegio 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⁽⁸⁰⁾. 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* del caso di specie).

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⁽⁸¹⁾.

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⁽⁸²⁾.

La Corte dei Conti Abruzzo⁽⁸³⁾ 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 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⁽⁸⁴⁾.

(80) Cass. pen., 21 dicembre 2011, n. 47421.

(81) App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 93; Trib. Milano, 19 aprile 2011.

(82) App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 158; Cons. St., 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 (cit. nt. 77) 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".

(83) Corte dei Conti Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259.

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

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. Né 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 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 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 *plain vanilla swap* ed opzione 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* ⁽⁸⁵⁾, 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, 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 né vi è un obbligo informativo al riguardo per un operatore qualificato.

⁽⁸⁵⁾ Simile accostamento lo si trova anche nella citata sentenza n. 1957 della Corte di Appello di Milano a p. 192.

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 né 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 in esame oggetto dell'arbitrato "il 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 non solo in un contratto commutativo come il *plain vanilla 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'altra 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 è probabilmente di 50 euro. Né 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.

Le percepite complessità dell'opzione in esame, che il Collegio ricorda ripetutamente, non possono essere utilizzate per sostenere che il cliente professionale non potesse valutare il contratto, tant'è che perfino il CTU è riuscito a valutarlo utilizzando metodologie note (si presuppone che un operatore professionale — che rischia di suo — sia quantomeno più esperto di un CTU che deve valutare operazioni altrui). *Quae publice fiunt, nulli licet ignorare* (non è ammissibile che non si conoscano le cose che si fanno pubblicamente).

6. *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. Si è usato il termine con almeno tre diverse ipotesi.

La prima ipotesi riguarda i costi impliciti o occulti o, che dir 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 ⁽⁸⁶⁾. 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 ⁽⁸⁷⁾.

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 sulla controparte — il cui valore varia, ovviamente, in funzione del profilo creditizio — né un compenso per i rischi di mercato ed 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 ⁽⁸⁸⁾ ⁽⁸⁹⁾.

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.

⁽⁸⁶⁾ App. Milano, 5 giugno 2014, n. 1937, p. 366-368; Cons. St., 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*.

⁽⁸⁷⁾ App. Milano, 5 giugno 2014, n. 1937, p. 367.

⁽⁸⁸⁾ Per una analisi dettagliata della metodologia di *pricing* di un contratto di *swap* sui tassi di interesse v. MENGLE, *The value of a new swap*, ISDA Research Notes, Issue 3, 2010, in www.isda.org/researchnotes/isdaresearch.html.

⁽⁸⁹⁾ 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, p. 61).

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⁽⁹⁰⁾. Questa comune fattispecie è stata oggetto di una sentenza del Tribunale di Bologna del 1 dicembre 2009⁽⁹¹⁾.

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⁽⁹²⁾.

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 di 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 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 sembra essere in presenza sia del secondo tipo di *upfront*⁽⁹³⁾ che del terzo tipo⁽⁹⁴⁾.

7. *Necessità di fair price nel contratto derivato tra banca ed operatore qualificato?* —

Nei precedenti paragrafi (i) abbiamo analizzato la differenza tra *mark-to-market* (o *fair value* o valore del contratto) e prezzo del contratto, (ii) abbiamo appurato l'assenza di una norma che imponga in capo alla banca l'obbligo di comunicare all'operatore qualificato il *mark-to-market* o *fair value* del contratto derivato, (iii) si è appurato che il *mark-to-market* non rientra nell'oggetto del contratto derivato. Rimane ora da analizzare il tema sulla necessità o meno che il prezzo di un *interest rate swap* debba essere un *fair price*.

In altre parole il quesito è: esiste un prezzo giusto per il contratto derivato?

Ogni flusso di pagamento ha un suo valore attuale che può essere calcolato con le diverse formule di matematica finanziaria⁽⁹⁵⁾. Cento euro tra un anno, cento tra due anni e cento fra tre anni non equivalgono intuitivamente a trecento euro oggi. Pagare gli interessi al tasso del 10 per cento annuo alla fine di ogni anno non equivale a pagare gli interessi allo stesso tasso annuale all'inizio di ogni anno o ogni semestre o mese.

⁽⁹⁰⁾ CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront: tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in questa *Rivista*, 2011, I, 887.

⁽⁹¹⁾ Pubblicata in questa *Rivista*, 2011, II, 189 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*.

⁽⁹²⁾ V. Trib. Torino, 18 settembre 2007 e App. Trento, 5 marzo 2009, entrambe in www.il-caso.it.

⁽⁹³⁾ A p. 36 del lodo si fa menzione ad un *upfront* destinato "ad un esborso per un debito tributario".

⁽⁹⁴⁾ A p. 23-24 si descrivono i pagamenti eseguiti per coprire le perdite di un contratto precedente.

⁽⁹⁵⁾ La matematica finanziaria studia gli effetti del tempo sul valore del denaro. Cfr. DOUGLAS, *Yield curve analysis*, New York Institute of Finance, 1988, 5-28; WOELFEL, *The desktop guide to money, time, interest and yields*, Probus Publishing Company, Chicago, 1986, 7-79; STIGUM, *Money market calculations*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1981, 15 ss.; CAROBENE, GIUS, *Guida pratica ai calcoli finanziari*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore, 1989, 9 ss.; LEVI, *Matematica finanziaria e attuariale*, Milano, 1990.

I flussi di pagamento, per quanto irregolari e diversi, possono essere sempre ridotti ad un comune denominatore al fine di paragonarli.

È, quindi, necessario che al momento della conclusione del contratto vi sia proporzione tra il valore economico dei due flussi di pagamenti, anche al netto dei costi impliciti?

Innanzitutto ogni banca ha costi impliciti diversi, costo del capitale diverso, costi di *hedging* diversi, diversa percezione del rischio della controparte, ecc. e, quindi, quoterà un prezzo diverso alla stessa controparte in relazione allo stesso contratto di *swap*. Inoltre, ogni banca cercherà di realizzare il maggiore profitto possibile in funzione della situazione di mercato, della concorrenza, della liquidità dello strumento, del suo potere negoziale, ecc. [...] Supponendo anche l'irrealistica situazione nella quale tutti i costi per le due banche siano uguali, una banca può essere disposta a concludere il contratto con un margine di profitto di $x\%$, mentre l'altra è disposta soltanto se il margine è due volte $x\%$. In definitiva, l'entità del profitto che ogni banca vuole ottenere può comportare prezzi significativamente diversi per lo stesso contratto derivato quotato alla stessa controparte.

Si ritiene che le parti abbiano la facoltà di determinare liberamente l'ammontare delle loro prestazioni senza essere legate a precise formule matematiche o a rigorosi criteri di proporzionalità. Ciò che per un soggetto economico può apparire *proporzionato* può facilmente non esserlo per la maggioranza degli altri soggetti.

Il fatto che sia ammissibile una sproporzione tra il valore economico delle due prestazioni non significa che vi sia assoluta irrilevanza tra il valore delle stesse.

Si pensi al contratto di vendita nel quale è unanimemente ammesso che il prezzo possa anche essere sproporzionato rispetto al valore del diritto trasferito purché non sia meramente simbolico o irrisorio⁽⁹⁶⁾. Il prezzo è elemento essenziale, ma è indifferente, sotto il profilo della essenzialità, l'ammontare, che può essere rilevante solo ai profili di una eventuale rescissione del negozio per lesione e, sotto altro profilo, l'eccessiva tenuità del prezzo può costituire elemento atto a far ritenere un'eventuale simulazione della vendita o una vendita mista a donazione⁽⁹⁷⁾.

Tale approccio appare applicabile, *mutatis mutandis*, anche al contratto di *swap*, dato che la sproporzione tra il valore economico delle due prestazioni trova limite nella simbolicità e mera apparenza.

Qualora il valore economico attuale della prestazione di una parte sia meramente simbolico o irrisorio rispetto a quello dell'altra viene meno la causa del negozio stesso, e cioè lo scambio (di due flussi) di pagamenti.

Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo *swap* con una prestazione simbolica non è uno *swap*, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto, e cioè lo *scambio* di due flussi di pagamenti.

Lo stesso dicasi per la tenuità del valore di una prestazione rispetto all'altra: potremo avere un negozio misto con donazione o trovarci di fronte ad un indice di simulazione.

Chiaramente non è possibile determinare i confini tra proporzione e sproporzione tra il valore delle prestazioni o, a maggior ragione, tra simbolicità e tenuità del valore di una prestazione rispetto all'altra. L'esame del dove il valore di una prestazione rispetto all'altra finisce di essere simbolico e comincia ad essere tenue, e dove finisce di essere tenue per essere semplicemente sproporzionato non può che essere rimesso all'equo apprezzamento del giudice di merito.

⁽⁹⁶⁾ Cass., 24 novembre 1980, n. 6235, in *Rep. Foro it.*, 1980, voce "Vendita", n. 39; GARDANI CONTURSI LISI, *La compravendita*, Torino, Utet, 1985, 295; BIANCA, *Vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, VII, tomo I, Torino, Utet, 1972, 62 ss.

⁽⁹⁷⁾ Cass., 22 novembre 1978, n. 5444, in *Rep. Foro it.*, 1978, voce "Donazione", n. 6; RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1962, 268 ss.; FERRI, *La vendita*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, vol. II, Torino, Utet, 211.

La soluzione qui sostenuta si inserisce nel solco della nostra dottrina che ha esaminato i negozi patrimoniali onerosi ⁽⁹⁸⁾.

Il problema sul fatto che alla causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso sia estraneo o meno un rapporto di valore tra la prestazione e la controprestazione è stato pressoché unanimamente risolto, salvo qualche isolata eccezione nel vigore del precedente codice ⁽⁹⁹⁾, in senso negativo ⁽¹⁰⁰⁾ ⁽¹⁰¹⁾.

Nei contratti (la cui causa è) di scambio assume rilievo giuridico la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio ⁽¹⁰²⁾.

La valutazione di questa maggiore utilità è meramente psicologica e soggettiva e ciò che per una parte è vantaggioso può non esserlo per un'altra. Si possono avere pertanto scambi antieconomici che sono pur sempre un fenomeno economico al pari degli scambi c.d. economici ⁽¹⁰³⁾.

Né può essere che la maggior utilità vada concepita in senso oggettivo dato che non si darebbe rilievo giuridico a fenomeni economici — gli scambi antieconomici — pur meritevoli di tutela.

Sembra, dunque, corretto ritenere che secondo il nostro ordinamento giuridico l'equivalenza economica (in senso oggettivo e sia all'inizio che durante l'esecuzione del contratto) non assuma rilievo — se non in casi eccezionali (lesione enorme, contratto concluso in stato di pericolo) — per i contratti di scambio ⁽¹⁰⁴⁾.

In definitiva, non si può ritenere come elemento essenziale dello *swap* lo scambio *proporzionato* tra (due flussi di) pagamenti, né che esista un obbligo di *fair price* tra operatori

⁽⁹⁸⁾ FERRI, (nt. 97), 210.

⁽⁹⁹⁾ ADDEO, *Sul concetto di equilibrio nei contratti onerosi*, in *Il diritto commerciale*, 1920, I, 345 ss., 385 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ Basti citare per tutti DI STASO, *I presupposti ed il fondamento giuridico dell'azione di rescissione per lesione*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1949, I, 131 ss. e la copiosissima letteratura giuridica ed economica citata alla nota 106; BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952, 81 ss.

⁽¹⁰¹⁾ Alcuni Autori (Mosco, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, Vallardi, 1942, 271 ss.; DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, 23 ss.; ed in particolare BOSELLI, (nt. 100), 81 ss., del quale si riporta di seguito il pensiero) hanno precisato, però, che il problema così è mal posto. In realtà la necessità di un rapporto fra i valori economici delle prestazioni non si manifesta rispetto alla generale causa onerosa.

La ragione è che qui lo stesso ricorso alla economia non avrebbe senso, in quanto la causa onerosa non corrisponde propriamente ad una funzione del mondo economico sociale, ma costituisce piuttosto una astrazione (giuridica) operata esclusivamente dal diritto sulla base di un carattere comune a tutta una serie di funzioni economico-sociali tipiche.

Questo carattere comune consiste nel fatto che in tutti i negozi onerosi l'attribuzione patrimoniale compiuta dal soggetto si trova legata da un vincolo di dipendenza giuridica con un'altra attribuzione (precedente, contemporanea o futura) dell'*accipiens* per modo che l'una è da considerare causa giuridica dell'altra. La causa onerosa si contrappone alla causa gratuita e mira ad indicare l'esigenza del corrispettivo, ma esula dalla nozione di questo corrispettivo una qualsiasi valutazione economica o un qualunque rapporto di valore.

Si potrebbe obiettare che un simile criterio, avulso com'è da ogni riferimento di carattere economico, è insufficiente a fondare un'adeguata distinzione fra atti onerosi ed atti gratuiti, specie con riferimento a quelle ipotesi in cui l'irrisorietà (economica) del corrispettivo finisce per porre l'atto cosiddetto oneroso, almeno, praticamente, sullo stesso piano dell'atto gratuito. Ma l'obiezione si supera rispondendo che alla gratuità (causa gratuita in genere) non basta soltanto l'assenza di corrispettivo (c.d. gratuità oggettiva), ma occorre l'intento e la consapevolezza di procurare ad altri un vantaggio patrimoniale senza alcuna ricompensa.

La funzione economica assume rilievo nella causa di scambio che è una specificazione della causa onerosa.

⁽¹⁰²⁾ A. BOSELLI, (nt. 100), 84.

⁽¹⁰³⁾ A. BOSELLI, (nt. 100), 86.

⁽¹⁰⁴⁾ ANDREOLI, *Revisione delle dottrine sulla sopravvenienza contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1938, 359 s.; A. BOSELLI, (nt. 100), 89.

professionali. Saranno le regole del mercato, il potere negoziale, la legge della domanda e dell'offerta a far sì che di fatto il valore delle due prestazioni tenda a coincidere nella maggioranza dei casi.

Quanto sopra descritto si può argomentare *mutatis mutandis* per il prezzo, *rectius* premio, del contratto di opzione.

Per concludere, così come la vendita in un negozio di alta moda della borsa di plastica al prezzo di 2.000 euro del valore di 50 euro o la vendita di un'automobile usata ad un prezzo triplo rispetto a quanto speso dal concessionario per acquistarla non è invalida perché non è stato comunicato il "valore" del bene venduto, così non può considerarsi invalido il contratto derivato tra operatori professionali per il fatto che non è stato comunicato il valore o *mark-to-market* del contratto. Spetta al cliente decidere se pagare quel prezzo per quel bene così come spetta al venditore decidere se ridurre il prezzo richiesto se non trova compratori. Questa è una legge diversa: quella della domanda e dell'offerta.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

