
OSSERVATORIO

Estratto

OSSERVATORIO

SULLA CAUSA E SULL'OGGETTO DEL CONTRATTO *INTEREST RATE SWAP* (*)

SOMMARIO: 1. Fattispecie e quesito. — 2. Definizione del contratto. — 3. Lo scambio deve essere proporzionato? — 4. Formule di calcolo del *mark-to-market* come elemento dell'oggetto del contratto? *Nemo ad impossibilia tenetur*. — 5. In concreto a cosa sarebbero servite le formule nel caso di specie? — 6. Scenari probabilistici come elemento del contratto? — 7. e se la barriera fosse stata superata? — 8. La coerenza porterebbe a una ingiusta conclusione. — 9. Esistono due tipi di *interest rate swap*? — 10. Non esiste una norma che preveda — ne si può trarre dai principi generali tale regola — che le formule e gli scenari siano requisiti del contratto. — 11. E se anche fossero requisiti informativi? — 12. Ma quale risultato si otterrebbe anche condividendo formule e scenari? — 13. Violazione *gold plating*. — 14. L'applicazione del diritto deve tener conto delle conseguenze della sentenza se applicata estensivamente: violazione del principio di ordinato funzionamento e d'integrità del mercato. — 15. Violazione del principio di uguaglianza. — 16. Diritto comparato. — 17. Conclusioni.

1. In data 2 maggio 2022 il Tribunale di Parma (sentenza n. 540/2022) ha dichiarato nullo il contratto di *interest rate swap* concluso nel 2006 tra Credit Agricole Italia Spa (“Credit Agricole”) e Taga Immobiliare Srl, (“Taga”) dichiaratosi operatore qualificato, avente le seguenti caratteristiche rilevanti ai fini del presente parere:

— *plain vanilla*, cioè di semplice struttura: il cliente paga alla banca il tasso fisso di 3,89% su un importo nozionale decrescente in linea con l'importo decrescente di un leasing a tasso variabile che il cliente ha concluso con la stessa banca;

— le date di pagamento trimestrale dei reciproci flussi coincidono ed esse coincidono con quelle del leasing;

— la scadenza del derivato coincide con quella del leasing;

— è di copertura parziale del leasing a tasso variabile (parziale in quanto è prevista nel derivato una condizione risolutiva qualora il tasso variabile superi una certa soglia — 5,5% — in concreto mai superata);

— ha svolto in concreto la sua funzione di copertura in modo integrale rispetto al rischio di innalzamento del tasso variabile sopra il 3,89% (il cliente, infatti, ha incassato flussi positivi dal 2006 al 2008 e poi, in seguito al crollo sistemico dei tassi di interesse, ha pagato flussi alla banca);

— il contratto ha avuto regolare e completa esecuzione fino alla scadenza pattuita;

(*) Ferrara - Lugano, luglio 2022.

— la perizia redatta del CTU evidenzia che l'alea è bilaterale essendo distribuita tra le parti, sebbene con maggiori probabilità di perdita per il cliente.

Il Tribunale di Parma ha dichiarato nullo il contratto in quanto non furono condivise al momento della conclusione del contratto le formule matematiche e statistiche per calcolare il *mark-to-market* e gli scenari probabilistici in quanto essi rappresentano « il contenuto di un'obbligazione che sorge con la stipula del contratto concorrendo ad integrarne la determinabilità del suo oggetto ». « L'omessa esplicitazione di tali elementi si traduce, sostanzialmente, nella mancata formazione di un consenso in ordine agli stessi e, dunque, nella inconfigurabilità di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'investitore di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto ».

Il presente parere si esprime su questo specifico sopra descritto aspetto e sulle relative argomentazioni in sentenza.

2. È pacifico che l'*interest rate 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. Gli elementi di questa definizione sono *a*) il sinallagma tra le due prestazioni, *b*) la pluralità dei pagamenti e *c*) il fatto che questi siano determinati su basi diverse. La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l'obbligo di una parte trova ragione di essere nella controprestazione dell'altra.

Lo scopo tipico immanente (cioè la causa) del contratto di *swap* è lo *scambio di pagamenti*, il cui ammontare è determinato o determinabile 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 — la gestione del rischio di interessi e di cambio (siano essi utilizzati ai fini di copertura che a fini speculativi).

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 causa concreta si esplicita nella copertura di un determinato indebitamento o nella ricerca di liquidità o nello scopo di prendere una posizione speculativa su un determinato parametro finanziario: nel caso di specie la causa concreta si esplicita nella copertura dal rischio del rialzo dei tassi di interesse che Taga sopporta nel contratto di leasing sottostante.

Il punto chiave risiede nel rilievo che *non è affatto incerta l'esistenza di una o di entrambe le prestazioni, né il loro ammontare*. Dalla ricostruzione delle caratteristiche della fattispecie dello *swap* in esame risulta chiaramente che le parti si scambiano due flussi di pagamenti: uno determinato (3,89% tasso fisso) e l'altro determinabile in base al parametro di riferimento predeterminato (Euribor trimestrale) ed è certo chi sia obbligato ad eseguirli.

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: Taga sapeva che se l'Euribor fosse salito oltre al 3,89% avrebbe ricevuto la differenza dalla banca e sapeva che se fosse andato a zero avrebbe pagato il 3,89%, ottenendo il risultato di aver eliminato il rischio di variazione dei tassi sul leasing a tasso variabile e di fatto trasformandolo in leasing a tasso fisso del 3,89%.

La variazione dei tassi di interesse, pur incidendo genericamente sulla reciproca posizione economica dei contraenti, non riesce tuttavia a penetrare nella struttura del contratto, ossia non partecipa allo scambio operato dalle parti. Le prestazioni dovute dalle

parti sono determinate all'inizio del contratto ed ogni parte conosce quali vantaggi può ottenere dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò può comportare. 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*. 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: a seguito della presenza di un simile tipo di alea non si produce una vera e propria trasformazione in senso causale del negozio.

Non si dimentichi che è assai comune che *swap* di pagamenti abbiano tutte le prestazioni determinate al momento della conclusione del contratto (si pensi ad uno *swap* nel quale una parte paga il tasso fisso su un nozionale in euro e riceve il tasso fisso sul controvalore in dollari del nozionale). Si dovrebbe sostenere che esistono due fattispecie di *swap* di pagamenti: una con tutte le prestazioni determinate (e quindi commutativa), ed una con tutte o parte delle prestazioni da determinarsi (e quindi aleatoria)? Focalizzarsi sul fatto che le prestazioni basate su parametri di riferimento diversi siano "determinate o determinabili" fa perdere di vista la causa che li accomuna, e cioè lo scambio dei pagamenti.

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

Nessuno dubita della natura commutativa di una permuta con numerose consegne differite. Nessuno dubita della natura commutativa del mutuo, e se due parti erogassero reciprocamente mutui una all'altra (uno a tasso fisso ed uno a tasso variabile con compensazione dei capitali) in modo tale da avere il risultato economico e finanziario uguale a quello di uno *swap* non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori.

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine. Si esclude, infatti, la natura aleatoria della compravendita a termine di titoli di credito. 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 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 (o di strumenti finanziari derivati). 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.

Entrambe le parti hanno un interesse economico alla conclusione del contratto di *swap*, e cioè sanno che — comunque vadano le cose — hanno ottenuto il valore positivo che volevano raggiungere, valore che consiste nello stesso scambio. Taga sa di pagare il tasso fisso del 3,89%, e di ricevere l'Euribor che va a coprire il servizio del debito del leasing a tasso variabile.

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 (ma questo maggiore guadagno, definibile soltanto a posteriori, l'avrebbe certamente esposta a priori al rischio di una perdita dovuta alla variazione dei tassi).

E questo è ciò che è successo a migliaia di clienti — come il sottoscritto — che hanno concluso *swap* di pagamenti impegnandosi a pagare un tasso fisso prima del 2008. I tassi sono

poi crollati per le decisioni delle banche centrali di quasi tutti i paesi del mondo al fine di fare fronte ad una grave crisi economica mondiale.

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

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 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.

Il contratto di *swap* di pagamenti 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*.

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

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

Alla luce delle considerazioni fino ad ora svolte appare chiaro che non è condivisibile l'affermazione secondo la quale lo *swap* di pagamenti è un contratto aleatorio assimilabile ad una scommessa (razionale), come afferma il Tribunale di Parma nella sentenza che si commenta.

L'oggetto del contratto in esame è determinato in tutti i suoi elementi e non ne servono altri per determinare il consenso. Vedremo in seguito il perché il consenso sulle formule matematiche e statistiche e sugli scenari probabilistici non è elemento della fattispecie.

3. A prescindere comunque dalla natura commutativa o aleatoria dello scambio il passaggio successivo è domandarsi se è 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 deve ritenere 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. 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. 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.

La soluzione qui sostenuta si inserisce nel solco della nostra più autorevole dottrina che ha esaminato i negozi patrimoniali onerosi.

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 unanimemente risolto, salvo qualche isolata eccezione nel vigore del precedente codice, in senso negativo.

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.

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.

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.

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 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.

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 Credit Agricole e Taga, operatore qualificato, per il fatto che non sono state condivise le formule per calcolare il valore del *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.

Quanto di più normale, pertanto, che il CTU del procedimento in esame abbia accertato che la distribuzione dei rischi di perdita non fosse perfettamente simmetrica (66% vs 33%). La giurisprudenza è infatti costante nel ritenere sufficiente che vi sia una distribuzione dei rischi — anche sproporzionata — ai fini della validità del contratto di *swap*. Le ipotesi di invalidità emergono quando l'alea sia considerata unilaterale (o estremamente sbilanciata) e cioè non vi sia possibilità di ricevere pagamenti per una delle parti o — che dir si voglia — non vi sia la possibilità che una parte debba eseguire pagamenti.

In realtà il tema è mal posto in quanto più che di alea bilaterale o unilaterale — concetti applicati ai derivati da una recente dottrina "creativa" e sposata da alcune corti giudicanti — sarebbe più corretto rimanere nel solco della nostra tradizione giuridica ed utilizzare strumenti consolidati quali, appunto, il difetto di causa nel caso in cui lo scambio in un contratto di scambio venga meno.

Il difetto di causa vale in generale per tutti i contratti, sia che siano commutativi che aleatori. Si pensi ad un contratto di assicurazione per danni nel quale la franchigia sia superiore al valore del bene assicurato: l'assicuratore non assume in realtà alcun rischio in quanto il danno non potrà mai superare la franchigia ed in tal caso l'assicurazione sarà nulla come lo è nel caso in cui il bene assicurato cessi di esistere prima della conclusione del contratto. Per rimanere nell'ambito della fattispecie in esame — *interest rate swap* — vi è da domandarsi a quale livello il giudice può ritenere assente lo scambio: se una parte paga il tasso fisso del 10% per ricevere un tasso variabile è assente lo scambio? La risposta non è immediata in quanto dipende dalla durata del derivato e da quando viene concluso. Alla fine degli anni 70 i tassi variabili a breve termine superarono il 20% ed è comune nella storia finanziaria che i tassi a breve termine possano salire repentinamente (anche a tre cifre), e questo non solo nelle divise dei paesi del terzo mondo.

4. Appurato che lo *swap* in esame è un contratto di scambio e che non è necessario ai fini della definizione della fattispecie la proporzione tra le prestazioni si analizzano nei prossimi tre paragrafi i requisiti posti dal Tribunale di Parma quali ulteriori elementi essenziali del contratto.

È noto che gli elementi che concorrono al calcolo del *mark-to-market* sono molteplici e ciascuno di essi è basato su formule matematiche e statistiche.

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 prezzi di mercato, ma non è — di conseguenza — un prezzo di mercato. 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, e 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 (indicato anche come premio per il rischio di modello),
 - il premio per il rischio di funding e di tasso nel caso l'intermediario debba gestire
- come prassi in uso nei mercati finanziari internazionali — il collaterale in denaro con la controparte del contratto di copertura,
- il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Ben si comprende che ai risultati delle formule matematiche universalmente riconosciute su come si attualizzano i flussi monetari (reperibili in qualsiasi manuale di finanza o in internet) vanno applicati quei fattori correttivi sopra descritti che sono diversi per ogni controparte e per ogni contratto e la cui quantificazione è in buona parte determinata da valutazioni soggettive, quale possono essere la percezione del rischio di credito o i costi che ogni intermediario qualificato sostiene. Ognuno di questi fattori, sebbene espressione di valutazioni soggettive, è misurabile e quantificabile.

Secondo il Tribunale di Parma le parti dovrebbero condividere le formule per calcolare il *mark-to-market*, ma non entra nel merito di tale affermazione apodittica e non considera la (im)possibilità concreta di realizzare quanto affermato.

Per ciascuno degli elementi sopra descritti esistono formule matematiche: si pensi al modello di rating interno, adottato da ciascuna banca previa approvazione dello stesso da parte della Banca d'Italia, che è necessario per prezzare il rischio di credito della controparte. In genere si tratta di modelli assai complessi con migliaia di componenti: il cliente — secondo il Tribunale di Parma — non solo dovrebbe riceverlo, ma dovrebbe anche capirlo. Al contrario, per il cliente semmai è importante e sufficiente sapere che la banca “prezza” il suo rischio di credito in *xy* centesimi per anno e tale margine viene aggiunto al tasso di mercato pubblicamente disponibile. Come la banca sia arrivata a calcolarlo poco importa: se il cliente non è d'accordo può non concludere il contratto. E così per tutte le altre formule. Se fossero messe insieme tutte le formule occuperebbero centinaia se non migliaia di pagine. È possibile o verosimile che il cliente debba comprendere tutto ciò? Vuol dire che i clienti dovrebbero studiare tale quantità di informazioni e farle proprie? La banca dovrebbe fare loro un test? A che pro? Come meglio sarebbero tutelati conoscendole? La domanda da porsi è a cosa serve condividere i modelli, che valore aggiunto dà al cliente sapere come la banca calcola il suo rischio di credito. Se per la banca il suo rischio di credito è definito in una percentuale che al cliente non sta bene — al di là di sapere come lo ha calcolato — è libero di non concludere il contratto. *Mutatis mutandis* per gli altri elementi del calcolo che portano al prezzo. Nel caso in esame se un'altra banca avesse proposto un tasso fisso più basso del 3,89% (fermi restando tutti gli altri elementi contrattuali) il cliente avrebbe probabilmente scelto l'altra banca. Appare evidente che tale requisito non solo è inattuabile, ma è contrario al principio *nemo ad impossibilia tenetur*. Il risultato di una sentenza deve essere logico ed attuabile, e questo non lo è.

Lo stesso Tribunale di Parma deve ammettere che le modalità di calcolo “possano risultare difficilmente comprensibili”: ma allora perché ci deve essere un accordo sulle stesse?

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

formule per calcolare il suo valore (*mark-to-market* o *fair value*). Oltre a non essere previsto un obbligo di fornire tali formule o 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 sono 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 *emptio spei*, ad esempio, 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 un'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 rivelato con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente.

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 nostro *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. Il Tribunale di Parma elenca esattamente questi elementi ricopiando essenzialmente la Cass., 21830/21.

"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). L'alea non è affatto indeterminabile, avendo il cliente a disposizione tutti gli elementi del contratto; non si vede perché una banca debba comunicare e condividere le formule per calcolare il valore del contratto ad un operatore qualificato il quale si dovrebbe, invece, fare la propria opinione utilizzando le metodologie disponibili per valutarlo.

Dopo aver descritto correttamente gli aspetti tecnici del contratto in esame il Tribunale di Parma introduce concetti apodittici e non condivisibili. Afferma che il contratto di *swap* "è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un'entità specificamente ed esattamente determinata". Tale affermazione è priva di fondamento o, alternativamente, è valida per qualsiasi contratto a termine. Non vi è stata alcuna logica probabilistica che ha spinto Taga a scegliere di pagare il tasso fisso del 3,89% per 15 anni: Taga sapeva che il suo costo sarebbe stato 3,89% comunque fossero andati i tassi di interesse; sapeva che le variazioni del tasso variabile che riceve dalla banca tramite lo *swap* e del tasso del leasing si compensano e sono pertanto per lei ininfluenti, come in effetti lo sono state. Se ci si limita a considerare lo *swap* Taga sapeva che nell'ipotesi remota che il tasso variabile fosse andato a zero avrebbe pagato al massimo 3,89% e, nell'ipotesi inversa avrebbe ricevuto flussi oltre al 3,89% che avrebbero compensato il maggior costo del leasing. *Non vi è in questo scenario alcuna logica probabilistica*: la scelta è stata fatta sul prezzo (cioè gli elementi tecnici tra cui il tasso fisso) che fu ritenuto conveniente (e lo era effettivamente rispetto al mercato come viene evidenziato nella CTU). È normale e logico che trattandosi di un contratto a termine vi erano probabilità che i tassi andassero in direzioni diverse, ma questo non rientra nella causa o nell'oggetto del contratto. Se Taga avesse acquistato alla pari (cioè pagando il valore

nominale) un titolo obbligazionario della durata di 30 anni al tasso annuale del 1% e dopo tre anni i tassi fossero saliti a 6% Taga non avrebbe perso un euro, ma il valore *mark-to-market* del titolo sarebbe crollato al 34% circa. Se avesse voluto venderlo avrebbe realizzato la perdita sostanziale pari al 65% circa del capitale investito. Il prezzo che il mercato fa di tale titolo è tale che il rendimento dell'1% sul nominale di 100 deve rappresentare il 6% sul prezzo di acquisto, altrimenti nessun investitore considererà di comprare un titolo che rappresenti una minore remunerazione rispetto al mercato. In altre parole lo "scarto" sul valore nominale deve coprire il differenziale tra il tasso di mercato al momento della vendita (6% sul prezzo) ed il tasso fisso del titolo calcolato sul nominale (1%). Se Taga non lo vende non realizza una perdita, ma "perde" il 5% all'anno di remunerazione che il mercato tre anni dopo offre. Come si vede la logica probabilistica è assolutamente identica a quella sottostante lo *swap*, ma ciò non significa affatto che questo aspetto penetri la causa o l'oggetto del contratto o che serva a determinare la volontà delle parti.

Il Tribunale di Parma afferma che lo *swap* "consiste in una sorta di scommessa finanziaria differenziale quest'ultimo aggettivo essendo presente un riferimento alla determinazione solo probabilistica dei suoi effetti ed alla durata nel tempo del rapporto". Anche questa affermazione appare apodittica. Innanzitutto è noto e pacifico che lo *swap di pagamenti non è un contratto differenziale* (cioè non è quel contratto che prevede una prestazione incerta nel suo ammontare — la differenza tra due valori: uno calcolato al momento della conclusione del contratto e l'altro in un momento successivo — ed è incerto chi la debba eseguire), bensì un contratto di scambio di pagamenti (che se dovessero coincidere nelle date di esecuzione potrebbero anche essere compensati se espressi nella stessa divisa). Inoltre non è affatto una scommessa finanziaria o se si vuole lo è tanto quanto l'acquisto del titolo obbligazionario sopra descritto. In particolare, *il rischio di tasso a cui il cliente della banca è esposto in qualsiasi strumento finanziario o finanziamento o deposito non muta solo perché la forma giuridica è quella di uno swap di pagamenti. Il rischio è assolutamente lo stesso.*

Da queste errate premesse parte la deriva del ragionamento del Tribunale di Parma che afferma che l'alea deve essere razionale, cioè misurabile, ed è pertanto necessario che siano esplicitati e condivisi gli elementi che consentono di conoscere la misura dell'alea calcolata con le formule di *mark-to-market* e scenari probabilistici.

In questo ragionamento vi è uno *iato incolmabile* che ne mina la logicità: l'alea è intesa come la possibilità che sia possibile al momento della conclusione del contratto uno scambio di pagamenti. Se questa possibilità non c'è il contratto è nullo per difetto di causa (alcuni creativi dicono perché non c'è alea bilaterale o altrimenti perché c'è alea unilaterale). *Per verificare se esiste lo scambio non servono le formule e gli scenari.*

Per rendere il concetto si utilizza un esempio estremo: se Taga si fosse impegnata a pagare un tasso fisso estremamente elevato — ad esempio il 40% — probabilmente non vi sarebbe stato scambio in quanto essa avrebbe pagato fino a quando il tasso variabile avesse superato il livello del tasso fisso. Ho usato il termine "probabilmente" perché la storia dei mercati finanziari è costellata da fasi, episodi e periodi di elevati tassi di interesse e questo non solo nei paesi in via di sviluppo: si pensi a coloro che pagavano nel settembre del 1992 il tasso variabile overnight delle corone svedesi che salì da qualche punto percentuale fino al 500% in occasione di una crisi bancaria nazionale. Episodi simili sono tutt'altro che rari nel mondo finanziario: si potrebbe anzi affermare che rappresentano un'ordinaria straordinarietà (e ciò diventa rilevante ai fini della risoluzione per eccessiva onerosità, ma questo tema esula da questo parere). Nel contratto assicurativo è più semplice fare casi estremi che dimostrano il difetto di causa: l'assicurazione del bene precedentemente distrutto o l'assicurazione con franchigia superiore al valore del bene assicurato. In questi casi manca lo scambio: l'assicurato paga il premio, ma l'assicuratore non assume alcun rischio. Nel mondo finanziario è più difficile escludere anche scenari estremi (si pensi ai fallimenti improvvisi di soggetti che fino al giorno prima godevano del massimo rating creditizio AAA).

Quello che il Tribunale di Parma vuole misurare è l'alea insita in ogni operazione finanziaria, che sta alla base del mercato ma che non entra nel contratto. Ogni operatore che assume impegni a termine è esposto al rischio del movimento dei tassi di interesse e come tale il suo impegno è sempre valutabile in termini di *mark-to-market*. Si tratta di *alea commerciale*: è la stessa alea che il cliente assume comprando il titolo obbligazionario sopra descritto, non è certo alea giuridica. Il cliente assume la stessa alea contraendo un mutuo, effettuando un deposito a lungo termine, acquistando titoli, fondi e strumenti finanziari e questo a prescindere dallo scopo (investimento, copertura, speculazione ecc...) e dallo strumento giuridico.

Per verificare che la scommessa (o l'alea) sia razionale il Tribunale afferma che bisogna misurare l'alea. Per misurare l'alea afferma che è necessario misurarla qualitativamente e quantitativamente e per fare ciò è necessario condividere le formule e gli scenari, altrimenti il contratto è nullo. E questo è il punto di caduta del ragionamento: come visto in precedenza l'interprete deve verificare che vi sia lo scambio anche non proporzionato, ma non serve assolutamente che siano scambiate e condivise le modalità di misurazione di tale proporzione o sproporzione. Si introduce un requisito nell'oggetto o causa del contratto che non ha alcun senso logico di essere. Da un lato le formule (che in parte sono universali ed in parte specifiche per ogni intermediario, es. sistema di *rating*) e dall'altro gli scenari (anche i più sballati sono validi scenari) non consentono affatto di misurare l'alea: si confonde la valutazione del contratto con i contenuti dello stesso. Essi rappresentano elementi che tutt'al più soddisfano la curiosità del cliente a cui viene spiegato come la banca ritenga il suo merito creditizio pari a $xy\%$ o come calcoli l'assorbimento di capitale in relazione alla specifica operazione. Al cliente invece interessa conoscere a quale tasso conclude lo *swap*: se gli va bene contrae altrimenti no. Gli scenari probabilistici non possono "rappresentare il contenuto di una obbligazione che sorge con la stipula del contratto".

Il Tribunale di Parma afferma che « l'omessa esplicitazione di tali elementi si traduce, sostanzialmente, nella mancata formazione di un consenso in ordine agli stessi, e, dunque, nella inconfigurabilità di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'investitore di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto ». Questa affermazione gira su sé stessa ed è tautologica ed illogica nel contempo. È ovvio che se non si "condividono" formule e scenari non vi è consenso sugli stessi, ma da qui affermare che non si riesce a determinare l'oggetto del contratto manca decisamente qualcosa.

Nessun contratto a termine richiede ai fini della sua validità la condivisione di formule e scenari. Tale condivisione, che lascia comunque il tempo che trova, può tutt'al più in certi casi previsti dalla legge essere oggetto di una obbligazione di informazione da parte dell'intermediario, ma non certo un requisito di validità del contratto.

Le alea non sono l'oggetto del contratto: le alea esistono in quanto il contratto è a termine, ma l'oggetto rimane lo scambio dei pagamenti. Pretendere di misurare questa alea per determinare l'oggetto del contratto è quanto di più inutile ai fini della causa.

Il Tribunale di Parma afferma 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 conoscere l'impegno assunto ovvero i criteri per la sua determinazione, il che può essere pregiudicato dalla impossibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata da una soltanto delle parti » e prosegue sancendo la nullità del contratto in assenza della condivisione di formule e scenari. Questo passaggio dimostra lo iato logico giuridico e la contraddizione: *nel caso concreto non vi è stata alcuna discrezionalità e i criteri di determinazione delle obbligazioni delle parti erano fissati al momento della conclusione del contratto*.

In definitiva, raccogliendo le vele sul *mark-to-market*, si può affermare che ritenere la condivisione delle formule di *mark-to-market* elemento del contratto (e la cui assenza comporta la nullità del contratto stesso) non appare condivisibile.

5. In altre controversie su derivati il tema della condivisione — o almeno della esplicitazione — delle formule è rilevante in quanto queste vengono utilizzate per calcolare il recesso o l'estinzione anticipata per inadempimento. Nel caso in esame tra Taga e Credit Agricole non era previsto alcun diritto di recesso da parte del cliente e non vi è stata alcuna estinzione anticipata. Nel caso di specie le parti non hanno mai dovuto condividere alcun valore calcolato con tali formule. Se Taga avesse anche “condiviso” le formule la sua posizione non sarebbe assolutamente cambiata in quanto non sono servite a nulla in concreto.

Sarebbe come dire che chi compra un'autovettura debba essere informato, debba capire e condividere come funziona il motore a pena di nullità o chi compra il biglietto della lotteria debba necessariamente conoscere le probabilità di estrazione o chi si assicura debba conoscere i calcoli attuariali o le probabilità del danno. Certamente possono essere informazioni utili, ma sicuramente non incidono sulla causa od oggetto del contratto.

6. La teoria dei derivati intesi come scommesse legalmente autorizzate sposata dal Tribunale di Parma nel caso in esame sostiene che gli scenari probabilistici siano parte dell'oggetto del contratto derivato senza i quali non si riesce a determinarne l'alea. Non si comprende come questo requisito possa essere in concreto attuato e quale valore oggettivo possa avere. I modelli previsionali sull'andamento delle variabili economiche sono tanti quanti sono coloro che fanno previsioni e, sebbene siamo molto più evoluti rispetto agli aursupici etruschi e romani, i quali anticipavano il futuro con l'analisi delle viscere degli animali, è esempio di tutti i giorni quanto fallibili siano tali previsioni. La letteratura finanziaria pone in evidenza che la teoria economica è stata afflitta per secoli dallo sforzo di definire la vacua nozione di valore “intrinseco” solo per scoprire infine che esso non esiste. Mal si comprende l'imporre come requisito di validità di un contratto l'opinione *per definizione soggettiva e fallibile di una parte* in relazione agli sviluppi futuri di variabili economiche o finanziarie. Non solo: sarebbe necessario — secondo il Tribunale di Parma — che le parti raggiungano un accordo su tali scenari. Ma se le parti fossero d'accordo su tali scenari verrebbe probabilmente meno lo stesso motivo che spinge almeno una parte a concluderlo: se le parti sono d'accordo nel ritenere che in prospettiva futura i tassi saliranno una delle due non dovrebbe avere alcun interesse a coprire l'altra dal rischio che questi salgano. Ci si pone anche il quesito se anche la più strampalata previsione soddisfi il requisito di validità del contratto, posto che questa ha comunque la dignità di ogni previsione in quanto tale. La risposta non potrebbe che essere positiva, dato che è pacifico che l'effettiva realizzazione della previsione non incide sulla validità o efficacia del contratto. Si pensi ad un economista che nel 2008 avesse previsto il crollo dei tassi di interesse da 5,5% a zero nel giro di pochi mesi: nel 2008 lo avrebbero internato e nel 2018 gli avrebbero assegnato il premio Nobel. E se allora basta una qualsiasi previsione condivisa tra le parti tale requisito di validità del contratto non diventa una inutile formalità? Al contrario, appare più un controsenso che un requisito dell'oggetto del contratto. Si aggiunga inoltre che quella indeterminazione ed indeterminabilità che si vuole eliminare con l'introduzione delle formule e modelli nell'oggetto del contratto rischia di “rientrare dalla finestra” in quanto gli stessi modelli non possono assicurarla essendo tra loro assai variegati ed opinabili. Il rischio di variazione dei fattori economici e finanziari è per definizione imprevedibile e la storia abbonda di esempi. Si tratta dell'alea economica presente in tutti i contratti a termine siano essi commutativi o aleatori.

In definitiva come può considerarsi un elemento del contratto un elemento del tutto soggettivo — lo scenario probabilistico — che per definizione non può essere un elemento oggettivo del contratto?

7. È pacifico negli atti della causa che il derivato in esame aveva una barriera al 5,5%: nel caso in cui il tasso variabile avesse superato tale soglia il derivato veniva meno. Tale soglia non è mai stata superata. Lo scopo di tale copertura parziale è semplicemente quello di

risparmiare sul livello del tasso fisso che Taga altrimenti avrebbe pagato (come evidenziato anche nella CTU). A fronte quindi di un risparmio certo il cliente ha assunto un rischio incerto (che nel caso in concreto non si è realizzato): è stata una buona scelta. Trattasi di scelta abbastanza comune tra gli operatori.

Supponiamo invece che i tassi nel 2008, anziché crollare repentinamente a zero, avessero superato la barriera e fossero rimasti elevati negli anni successivi la scelta della barriera sarebbe stata un errore con “il senno di poi”. Il cliente avrebbe perso la copertura ed avrebbe pagato i tassi elevati di mercato sul suo leasing a tasso variabile. Non solo: seguendo il ragionamento del Tribunale di Parma il cliente avrebbe anche dovuto restituire alla banca tutti i flussi positivi ricevuti fino al momento del raggiungimento della barriera (e fino a quel momento era protetto) in quanto non vi è stata la “condivisione” delle formule e degli scenari futuristici.

In pratica si giunge necessariamente all'assurdo che il cliente perde anche quella copertura parziale che aveva acquisito dalla banca solo per il fatto che la barriera è stata raggiunta.

Appare una conclusione non condivisibile, anche se coerente con il ragionamento del Tribunale di Parma.

8. Se si estendesse in maniera sistemica la decisione del Tribunale di Parma si dovrebbero dichiarare nulli tutti i derivati conclusi nell'ultimo decennio nei quali i clienti pagano tassi fissi molto bassi (come noto dopo il 2008 i tassi sono crollati, ed i tassi fissi erano coerentemente molto bassi). Infatti, in uno scenario inflattivo come quello attuale (al momento in cui scrivo l'inflazione supera il 6%) i tassi di interesse variabili sono saliti e continuano a salire ed i clienti delle banche ricevono e riceveranno flussi positivi. Dato che il requisito della condivisione delle formule e scenari è una recente innovazione di alcuni giudici la pressoché totalità dei derivati non la include e pertanto le banche potrebbero e dovrebbero ottenere — secondo il ragionamento del Tribunale di Parma — la nullità dei contratti. Le banche potrebbero non solo ricevere indietro quanto pagato, ma si libererebbero di contratti con *mark-to-market* negativo senza pagare nulla al cliente (beneficiando invece del *mark-to-market* positivo che riceverebbero dall'intermediario con cui hanno concluso l'operazione opposta). La stabilità dei mercati sarebbe compromessa.

Anche questa appare una conclusione non condivisibile, anche se coerente con il ragionamento del Tribunale di Parma.

9. Se per un momento assumessimo che la condivisione delle formule matematiche e statistiche e degli scenari probabilistici fossero elementi essenziali del contratto dovremmo necessariamente raggiungere l'assurda conclusione che esistono due fattispecie dello stesso contratto: quello previsto nel regime speciale del t.u.f. (con queste condivisioni quali elementi contrattuali) e quello di diritto privato senza intermediario finanziario.

È noto infatti che soltanto nel caso in cui *a*) i contratti derivati siano strumenti finanziari derivati (cioè siano compresi nella lista dell'art. 1, comma 3°, t.u.f.), *b*) siano negoziati professionalmente e *c*) nei confronti del pubblico si applica un regime speciale previsto nel testo unico della finanza e sorge la riserva di legge dell'attività limitata a soggetti regolamentati.

I requisiti di tale riserva sono *a*) l'attività professionale, cioè l'attività svolta in modo stabile o abituale, non occasionale, con durevolezza e *b*) l'agire con il pubblico, cioè nei confronti della generalità. Entrambi devono coesistere. Qualora i servizi o attività di investimento abbiano ad oggetto strumenti finanziari derivati e siano svolti professionalmente e nei confronti del pubblico, divengono una attività riservata per legge alle imprese di investimento e alle banche (art. 18, comma 1°, t.u.f.). La riserva di attività prevista dall'art. 18 t.u.f. non si applica, quindi, a chi opera professionalmente in strumenti finanziari derivati *non* nei confronti del pubblico e al soggetto che opera *non* professionalmente — cioè

ocasionalmente — nei confronti del pubblico. Inoltre non si applica ai contratti tra privati (che non operano professionalmente e nei confronti del pubblico).

Il regime speciale previsto per i soggetti regolati si applica soltanto ai contratti derivati che rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati. Sebbene con la novella del 2007 la definizione di strumenti finanziari derivati tenda a comprendere ormai integralmente le fattispecie note di contratti derivati, nel precedente regime vi erano numerosi contratti derivati che non rientravano tra gli strumenti finanziari derivati.

Da queste brevi considerazioni emerge chiaramente — per quanto ovvio — che esistono contratti derivati ai quali *non si applica alcun regime speciale*. In dettaglio, le ipotesi appaiono essere le seguenti:

- contratti derivati che non sono strumenti finanziari derivati;
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari (che non operano professionalmente e nei confronti del pubblico);
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano professionalmente in contratti derivati non nei confronti del pubblico;
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano occasionalmente nei confronti del pubblico.

Il loro regime è lasciato alla libertà delle parti nei limiti imposti dalla legge e sono sottoposti alle norme generali dei titoli I e II del libro IV del codice civile.

Seguendo il ragionamento del Tribunale di Parma (condivisione di formule e scenari a pena di nullità) si dovrebbe ammettere che esistono due fattispecie di derivati: *a*) contratti derivati comuni per i quali le parti sono sullo stesso livello giuridico e nessuna è tenuta a fornire all'altra formule e scenari e *b*) contratti derivati del regime speciale, tra i cui requisiti contrattuali si hanno le formule e gli scenari (pur non essendo ciò previsto da alcuna norma). Contrariamente bisognerebbe sostenere che la condivisione delle formule e scenari sia requisito a pena di nullità anche dei contratti tra privati nel regime ordinario: ma a questo punto non si capirebbe quale parte debba fornire le formule e gli scenari. Il che appare non facilmente superabile: pretendere un requisito senza sapere chi lo deve fornire.....

10. La disciplina comunitaria e nazionale vigente all'epoca della stipula dello *swap* in esame conferma la non essenzialità (a livello causale) degli elementi negoziali quali la condivisione delle formule e degli scenari. Vale ricordare che gli artt. 27 e 28 del Regolamento Consob n. 16190/2007 (Regolamento recante norme di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 in materia di intermediari, a ulteriore specificazione dell'effettiva valenza dell'art. 21 del d.lgs. 58/98) introducevano più dettagliati e stringenti doveri di informazione a carico dell'intermediario. Il tutto, in linea generale, senza precisare l'effettivo contenuto delle informazioni dovute, né gli specifici contesti contrattuali in cui le stesse avrebbero dovuto essere fornite. Il citato Regolamento costituisce quindi una disciplina di carattere generale, senza prevedere specifici obblighi informativi in relazione al valore del derivato (cc.dd. *'fair value'* o *'mark-to-market'*) ovvero a prezzi, costi e oneri implicitamente connessi alla negoziazione di strumenti finanziari. Il Regolamento ha recepito integralmente la Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. direttiva MIFID) che (guarda caso) nella rubrica dell'art. 19, chiariva a livello comunitario che i doveri informativi degli intermediari dovevano essere considerate "norme di comportamento (e non quindi di validità) da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti". Sarebbe pertanto inconcepibile considerare elementi essenziali del contratto, rilevanti sul piano della validità, "informazioni" che "contengono stime sui risultati futuri" e che, come tali, per legge "non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri" (art. 28, comma 6, lett. *D*, Reg. Consob 16190/2007). D'altronde, se il rispetto dei doveri di informazione integrasse (per sua natura) un elemento negoziale di portanza essenziale sul piano della validità, non avrebbe avuto ragion d'essere lo specifico intervento

del legislatore comunitario, il quale, peraltro, ne ha ribadito la natura di norma di comportamento e non di validità (Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE).

Altrettanto significativo è che la Consob, con la sua comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, abbia concesso alle banche un "termine ragionevolmente necessario" per aggiornare le proprie procedure e adeguarsi alle nuove direttive europee: perché la natura di elemento negoziale essenziale è ontologicamente incompatibile con la concessione agli intermediari finanziari di un termine ragionevole per l'adeguamento dei relativi contratti.

Considerato che il Regolamento Consob n. 16190/2007 nulla indicava espressamente al riguardo la comunicazione Consob n. 9019104/2009 così ha precisato: "Si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. *'unbundling'*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi — anche a manifestazione differita — che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato". Mai prima di allora la normativa nazionale e comunitaria aveva parlato di *unbundling*.

Non è ancora tutto. In difetto di specifica previsione legislativa, *un requisito essenziale sul piano della validità del contratto non può essere imposto a posteriori dalla giurisprudenza*. Come opportunamente rilevato dalla stessa Cass., sez. un. n. 8770/2020, i contratti di IRS sono "a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto" (Cass., sez. un., n. 8770/2020, § 6.7). Senonché, la questione rimessa alle Sezioni Unite e risolta con l'anzidetta decisione non è invocabile nella specie, poiché relativa allo specifico caso di stipulazione dei derivati da parte degli enti pubblici in generale e degli enti locali in particolare. Non sembra condivisibile estendere gli effetti della richiamata giurisprudenza ad una fattispecie contrattuale diversa, che interviene unicamente tra privati, senza alcun coinvolgimento di un soggetto pubblico. A questo proposito giova ricordare che compito delle Sezioni Unite (cfr. Cass., sez. un., 14 aprile 2021, n. 9839; Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12564) non è l'enunciazione di principi generali e astratti o di tesi teoriche su ogni possibile questione di diritto collegata al caso da decidersi, ma l'enunciazione di quei soli principi di diritto che risultano necessari alla decisione del caso da decidersi. Ciò spiega perché in *dottrina è stata ritenuta fuorviante la motivazione della sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite* "in quella sorta di "parte generale" (parr. 4-6) che la Corte ha ritenuto doveroso premettere alla vera e propria decisione del caso concreto e ... astrattamente degradabile al rango di *obiter dictum*. Le perplessità della dottrina sono condivise anche da quei *giudici di merito che hanno rigettato le domande* tese ad ottenere la dichiarazione di invalidità di contratti di *swap* conclusi da privati per difetto di informazione sui costi impliciti e sul valore del *mark to market*. Nel far ciò hanno richiamato espressamente il pacifico orientamento della Corte di legittimità (Cass., sez. un., nn. 26724 e 26725/2007) che "associa rispettivamente il rimedio della nullità o della risoluzione alla violazione di regola di validità o di condotta, sicché la violazione dell'obbligo informativo si traduce a rigore nel mancato rispetto di una regola di comportamento, che può dare ingresso ad una domanda di risoluzione del contratto per inadempimento, ma non ad una domanda di nullità" (tra essi segnatamente Trib. Verona, 11 gennaio 2021). In maniera ancor più puntuale, il Tribunale di Bergamo ha osservato "che tutti i predetti elementi sono stati chiaramente esplicitati nei contratti stipulati tra le parti, cosicché non può trovare accoglimento l'eccezione di nullità formulata da parte attrice per indeterminatezza dell'oggetto *ex artt.* 1418, 1325, n. 2 e 1346 c.c. Prive di pregio risultano, dunque, le censure formulate da parte attrice in ordine alla mancata esplicitazione dei criteri di determinazione del *mark-to-market*, atteso che il *mark-to-market* non costituisce l'oggetto del contratto di *swap*. In particolare giova evidenziare che l'oggetto del contratto derivato di IRS è lo scambio di differenziali calcolati su un certo importo, detto nozionale, ad una determinata scadenza (come innanzi già indicato e

puntualizzato dalla più volte citata pronuncia del Supremo Collegio), mentre “il *mark to market* costituisce un elemento diverso e in particolare rappresenta il valore di sostituzione del derivato in un dato momento” (v. Trib. Milano, sent. N. 4193/2021). Il *mark-to-market*, dunque, non fa parte dell’oggetto del contratto di *interest rate swap* — e del resto non è annoverato tra gli elementi essenziali di detto contratto, secondo il sopra richiamato insegnamento della Suprema Corte — in quanto rappresenta tecnicamente un “valore” (e non un prezzo) non concreto e attuale, bensì “una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark to market*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell’andamento dei mercati finanziari” (v. Cass. n. 9644/16). In altri termini, il *mark-to-market* rappresenta “il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all’operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato”: in definitiva, esso può essere considerato il valore corrente di mercato dello *swap*, calcolato secondo una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti (v. Trib. Milano, sent. N. 4193/2021).

In sintesi, all’epoca della conclusione del contratto oggetto della sentenza del Tribunale di Parma non esisteva alcuna norma specifica che imponesse un obbligo di informare la controparte del valore del contratto. Non può utilizzarsi in senso contrario la citata raccomandazione Consob del 2009 in quanto (i) non impone un obbligo — è soltanto una raccomandazione —, (ii) è stata introdotta successivamente alla conclusione dei contratti in esame, (iii) non ha effetto retroattivo, e (iv) si applica esclusivamente ai clienti al dettaglio e, quindi, (v) *a contrariis* non è, comunque, applicabile agli operatori professionali, che si presuppone siano in grado di fare tali valutazioni, e contrasterebbe con il regime normativo previsto per questi operatori, (vi) il regolamento Mifid è stato introdotto in data 29 ottobre 2007 e si applica pacificamente ai contratti derivati stipulati dopo la sua entrata in vigore, (vii) il regolamento Mifid non ha introdotto la rinegoziazione dei contratti in essere o l’adeguamento degli stessi alla nuova normativa.

Infine, appare corretto affermare che non si possa trarre dalle generalissime norme 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 e condividere il *mark-to-market* per tutelare una controparte professionale per la quale il legislatore non ha previsto alcuna tutela di questo tipo e che ha tenuto ben distinta dal risparmiatore. Ammettendo anche che esistesse tale obbligo informativo, ma ad avviso di chi scrive non esiste, la nullità *ex art. 1418*, primo comma, del contratto *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 26724/2007.

Il procedimento di sussunzione attraverso il quale il giudice applica al caso concreto le norme generali ed astratte nel caso di specie è mancato in quanto non è individuabile alcuna norma e nemmeno alcun principio generale ed astratto che preveda le conclusioni della sentenza.

11. Le norme del regime speciale dirette a regolare la stipula dei contratti di intermediazione finanziaria, come il contratto di *swap* di pagamenti, impongono l’osservanza di specifici doveri di informazione. Dette norme sono da includersi tra quelle di comportamento, la cui violazione da parte della banca non dà luogo a nullità del contratto, ma può eventualmente fondare solo la domanda del cliente per ottenere la risoluzione giudiziale del contratto per inadempimento della banca (art. 1453 c.c.). Le Sezioni Unite (Cass., sez. un., n. 26725/2007) hanno riaffermato la “tradizionale distinzione tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità del contratto: la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può esser causa di risoluzione del contratto, ove si traduca in una forma di non corretto adempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti

sul contraente, ma non incide sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non è idonea a provocarne la nullità. Le Sezioni Unite — dopo aver osservato che « quando la nullità sia fatta dipendere dalla presenza nel contratto di clausole che consentono o suggeriscono comportamenti contrari al precetto di buona fede o ad altri inderogabili precetti legali, non è il comportamento in concreto tenuto dalla parte a provocare la nullità del contratto stesso, bensì il tenore della clausola in esso prevista » — si sono poste la « domanda se, nello specifico settore dell'intermediazione finanziaria, sia eventualmente riscontrabile un principio di segno diverso, tale cioè da derogare al criterio di distinzione sopra tracciato tra norme di comportamento e norme di validità degli atti negoziali e da condurre ad una differente conclusione. La risposta dev'essere negativa. In detto settore non è dato assolutamente rinvenire indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri d'informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti » (Cass., sez. un., n. 26725/2007, § 1.8). Considerato il tenore letterale delle norme dettate per disciplinare l'attività ed i contratti delle società d'intermediazione finanziaria, « si constata immediatamente come il legislatore abbia espressamente ipotizzato alcune ipotesi di nullità, afferenti alla forma ed al contenuto pattizio dell'atto (L. n. 1 del 1991, art. 8, u.c., ed ora al D.Lgs. n. 58/1998, art. 23, commi 1, 2, e 3, ed art. 24, u.c.), nessuna delle quali appare tuttavia riconducibile alla violazione delle regole di comportamento gravanti sull'intermediario in tema di informazione del cliente e di divieto di operazioni in conflitto di interessi o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente medesimo. Situazioni, queste ultime, che il legislatore ha invece evidentemente tenuto in considerazione per i loro eventuali risvolti in tema di responsabilità, laddove ha espressamente posto a carico dell'intermediario l'onere della prova di aver agito con la necessaria diligenza (L. n. 1 del 1991, art. 13, u.c., ora sostituito dal D. Lgs. n. 58/1998, art. 23, u.c.) » (Cass., sez. un., n. 26725/2007, § 1.8).

In definitiva anche ammettendo che le formule e gli scenari fossero un dovere di informazione (ma non lo erano e non lo sono per un operatore qualificato) la violazione di tale obbligo non comporterebbe nullità.

12. La domanda da porsi è anche quale risultato si otterrebbe qualora le banche fornissero ai clienti centinaia o migliaia di pagine di formule matematiche e statistiche nonché un qualsiasi prestampato scenario probabilistico, anche strampalato. Sarebbero i clienti più tutelati? Cosa cambierebbe nella sostanza? In qual modo tali informazioni avrebbero concretamente influenzato la scelta di Taga di contrarre al 3,89% per 15 anni con Credit Agricole? La risposta è lasciata alla ragionevolezza del lettore.

13. L'articolo 63 della direttiva 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, che prevede i requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell'attività delle imprese di investimento, prevede in particolare che « gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella direttiva ».

In altre parole è fatto divieto agli Stati membri di introdurre requisiti informativi non previsti dalla normativa europea, secondo la regola del c.d. *gold plating* (di cui alla direttiva 2006/73/CE, recepita nel nostro ordinamento all'art. 6, comma 2°, del t.u.f. che prevede « La Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dall'art. 16, parr. 8, 9 e 10, della direttiva 2004/39/CE e dai relativi atti delegati, nonché dall'articolo 24 della direttiva medesima, solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano »).

Questo al fine di chiarire che scenari probabilistici e formule matematiche del *mark-to-market* non possono essere requisiti di validità dei contratti in quanto distorcerebbero il *level playing field* previsto dalla direttiva europea. In tutta Europa, infatti, non esiste alcun paese, autorità, corte di giustizia che sostenga quanto affermato dal Tribunale di Parma.

Introdurre tale requisito, tra l'altro a pena di nullità e di fatto retroattivamente attraverso una interpretazione giurisprudenziale, distorce il mercato rendendo quello italiano meno affidabile e competitivo e favorisce la migrazione di scelte di legge straniera tra operatori italiani nello specifico settore.

La sentenza in esame potrebbe infatti essere oggetto di un procedimento presso la Corte di Giustizia europea per la violazione della citata direttiva.

14. Il regime speciale previsto dal t.u.f. ha per obiettivi: *a)* la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; *b)* la tutela degli investitori; *c)* la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; *d)* la competitività del sistema finanziario; *e)* l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria (art. 5 t.u.f.).

Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (art. 21 t.u.f.).

L'interprete che applica le norme di diritto al caso concreto deve tenere presente queste finalità che il legislatore ha imposto. Se la decisione come questa che si commenta venisse estesa ed applicata a tutti i contratti di *swap* di pagamenti in essere ed estinti porterebbe a conseguenze drammatiche per il Paese. Il sistema bancario fallirebbe sotto la montagna di miliardi di risarcimenti (è facilmente reperibile da varie fonti istituzionali il valore *mark-to-market* dei contratti in essere e per quelli già estinti basterebbe calcolare i flussi pagati) e conseguentemente il Paese Italia entrerebbe in una spaventosa crisi economica, con povertà diffusa e distruzione del sistema economico e sociale. *Non è certo questo il principio a cui il legislatore (non solo italiano) ha improntato la normativa speciale a tutela dell'integrità dei mercati. Se il procedimento di sussunzione che il giudice applica porta in ultima analisi a risultati contrari alla stabilità del mercato il procedimento non è corretto.*

15. Ammesso e non concesso che la condivisione delle formule matematiche e statistiche e degli scenari probabilistici fosse elemento essenziale del contratto non si capirebbe perché tale requisito non sia comune anche ad altri contratti derivati, contratti bancari a termine, mutui, obbligazioni ecc...che presentano le stesse identiche tematiche e rischi sebbene sotto una forma giuridica diversa. Qualsiasi contratto a termine, infatti espone i contraenti agli stessi identici rischi di tasso di uno *swap* di pagamenti.

Il principio costituzionale di uguaglianza si intende violato se a situazioni uguali si applicano soluzioni diverse.

16. Una ulteriore considerazione su questo tema è il fatto che l'Italia è l'unico paese al mondo nel quale si richiede — attraverso una applicazione giurisprudenziale — quale requisito contrattuale a pena di nullità la condivisione delle formule e degli scenari probabilistici. Il volume dei contratti derivati in essere a livello mondiale è circa 600.000 miliardi di dollari (USD 600.000.000.000.000; fonte Banca dei regolamenti internazionali) e il fatto che soltanto in Italia alcuni giudici ragionino così dovrebbe fare pensare che forse non tutto il resto del mondo è sbagliato.

17. Raccogliendo le vele si può affermare che il contratto derivato concluso tra Credit Agricole Italia Spa e Taga Immobiliare Srl, operatore dichiarato qualificato, ha svolto perfettamente la sua funzione di copertura e nessun difetto di causa può essere ravvisato nell'assenza di una — di fatto inattuabile — condivisione di elementi soggettivi di una parte quali le formule matematiche statistiche utilizzate per il calcolo del *mark-to-market* e gli scenari probabilistici.