

DA BOLOGNA A ROMA PASSANDO PER BISANZIO: I DERIVATI IN UNA RECENTE PRONUNCIA DELLE SEZIONI UNITE

ABSTRACT: The article analyses the Supreme Court decision dated 12 May 2020 in relation to four interest rate swaps between an Italian Municipality and a bank. The Court states a questionable “*regula iuris*” which can bring havoc to the European financial community. In a nutshell a Municipality can validly execute an interest rate swap contract only if it is approved by the “*Consiglio Comunale*” since it constitutes an indebtedness. In addition, the Court states that the swap contract must contain the precise indication of the debt which is hedged by the derivative, the statistical and mathematical formulas used to measure the mark-to-market value and the probabilistic scenarios of the future interest rate level (!). Without such elements the contract is null and void. The “*regula iuris*” is not adequately motivated as the Court both fails to understand the derivative instruments underlying principles and it ignores that the Italian law states that the interest rate swap does not constitute a debt. The disappointing decision could bring major negative effects to the financial markets. In fact, although the Court considered a derivative which does not exist, its decision creates a precedent which allows all the parties which paid more than received in an interest rate derivative contract to challenge it.

KEYWORDS: Interest Rate Swaps – Validity Requirements of the Contract According to Italian Law

SOMMARIO: 1. La fattispecie. – 2. Le diverse nature dell’upfront. – 3. L’interest rate swap tra contratto di scambio e contratto differenziale. – 4. Della causa dello swap di pagamenti. – 5. Dell’alea bilaterale e dell’alea economica. – 6. Il mark-to-market non è elemento contrattuale di alcun contratto derivato. – 7. Il “par swap” non esiste. I costi impliciti. – 8. Non esiste un obbligo di fair price nei derivati. – 9. I contratti derivati non sono scommesse legalmente autorizzate. – 10. L’art. 23, comma 5, T.u.f. – 11. Conclusioni.

1. La sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione del 12 maggio 2020 n. 8770 (d’ora in avanti, per comodità, la “*Sentenza*”) analizza quattro contratti di *interest rate swap* (“Irs”) tra la Banca Nazionale del Lavoro, interamente controllata da una banca francese, ed il Comune di Cattolica, conclusi il 15 maggio 2003 (di importo nozionale di euro 31.163.084,15 e euro 4.711.719,49), il 1° dicembre 2003 (di importo nozionale di euro 30.397.869,34) e il 22 ottobre 2004 (di importo nozionale di euro 5.570.189)¹.

(1) Per un quadro sull’utilizzo dei contratti derivati da parte della pubblica amministrazione v. il recentissimo documento *Don’t look back in anger: l’utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano*, redatto da M. BUCCI, I. DE ANGELIS, E. VADALÀ, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d’Italia, marzo 2020.

I contratti furono stipulati dal competente assessore senza una precedente ed apposita delibera del Consiglio Comunale.

Dalla lettura delle tre sentenze (Tribunale di Bologna 14 dicembre 2009², Appello Bologna 11 marzo 2014³ e la Sentenza, che si sono occupate della medesima controversia nei tre gradi di giudizio) non emerge in modo dettagliato la struttura dei tre contratti di durata ultradecennale. Si può desumere che il primo swap prevedesse un importo di euro 315.000 (pari all'1% del nozionale del contratto pari a euro 31.163.084,15) pagato al Comune da parte della banca al momento della conclusione del contratto (noto con il termine *upfront*). Il derivato del 1° dicembre 2003 è stato concluso contestualmente alla parziale rinegoziazione del primo, che presentava un *mark-to-market* negativo di euro 655.000 (pari al 2,15% del nozionale del contratto) e, quindi, il nuovo swap prevedeva un *upfront* pagato dalla banca al Comune affinché potesse utilizzare tale somma per estinguere il debito nascente dall'accordo di risoluzione del primo swap. In questo caso l'*upfront* ammontava ad euro 655.000. L'ultimo swap non conteneva alcun *upfront*.

Dalla lettura emerge inoltre che si trattava di derivati a copertura dell'indebitamento del Comune, anche se i documenti contrattuali degli swap non contengono la precisa indicazione dei mutui o di altri finanziamenti oggetto della copertura. Nella corrispondenza intercorsa tra le parti è presente un documento che elenca l'indebitamento del Comune alla data di conclusione degli swap, che comprende anche un cospicuo finanziamento della stessa banca. Questo documento non è un allegato del contratto di swap, non è firmato ed il Comune lo ha contestato. Il Comune peraltro ha specificamente dichiarato nei contratti che si trattava di copertura del proprio indebitamento (senza specificare quali debiti) ed in seguito (2006 e 2007) ha comunicato alla banca di averli conclusi con "*esclusiva finalità di copertura sui mutui residui a tasso variabile*". Nella sostanza, quindi, si tratta di contratti di copertura ma senza contenere la specifica indicazione di quali debiti – che esistevano ed erano noti tra le parti – fossero coperti.

Sempre dalla lettura delle sentenze appare che la somma ricevuta a titolo di *upfront* del primo derivato sia stata utilizzata per fare fronte a spese correnti (mentre, come detto, il secondo *upfront* è servito ad estinguere il debito nascente dall'accordo di risoluzione del primo derivato).

(2) In *www.ilcaso.it*. F. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente territoriale pubblico con pagamento upfront*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 189.

(3) In *www.ilcaso.it*.

Il Tribunale di Bologna ha confermato la validità dei contratti, la Corte di Appello di Bologna li ha dichiarati nulli e la banca ha quindi ricorso per cassazione. La Corte ha rimesso la causa alle Sezioni Unite per le seguenti due questioni: a) stabilire se lo swap, in particolare quello che prevedeva un *upfront*, costituisca o meno per l'ente locale un'operazione che generi un indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento e b) se la stipula del relativo contratto rientri nella competenza riservata al Consiglio comunale, implicando una delibera di spesa che impegni i bilanci per gli esercizi successivi, giusta l'art. 42, comma 2, lett. I), T.u.e.l.

Tutti i contratti di cui sopra sono stati dichiarati nulli dalle Sezioni Unite della Suprema Corte per diversi motivi, alcuni dei quali non condivisibili e con un percorso argomentativo deludente.

2. Il primo punto da analizzare è la natura dell'*upfront* nel contratto di *interest rate swap*.

Prendendo a prestito un'espressione popolare, si può dire che in materia di *upfront* si è fatta di tutta un'erba un fascio, alimentando la confusione⁴. Si usa infatti il termine *upfront* in 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. In altre parole hanno sostenuto che al momento della conclusione lo swap deve essere “par”, e cioè che il valore attuale delle reciproche prestazioni deve essere uguale.

Dopo vari tentennamenti è stato ampiamente recepito dalla giurisprudenza il principio secondo cui il concetto di *par swap* è un concetto meramente matematico creato dai professori di finanza per spiegare le metodologie di *pricing* di alcuni derivati⁵. Le definizioni di prezzo e

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

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

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 diversa⁶. Per tali ragioni non ha alcun senso affermare che sia necessario per la banca pagare una somma *upfront* equivalente al *mark-to-market* iniziale del contratto: sarebbe come dire che le banche non solo devono rinunciare al proprio profitto, ma devono operare in perdita sostenendo tutti i costi attinenti alla contrattazione in derivati. Su questo aspetto la Cassazione in esame fa un brevissimo cenno (punto 4.6).

La seconda ipotesi di *upfront* consiste nello *swap* con *upfront* slegato da precedenti contratti derivati o da altri contratti e dal valore *mark-to-market*. In estrema sintesi questo *swap* non differisce da un ordinario *swap*, e la modalità di pagamento "anticipato" da parte di un contraente altro non è che una delle numerose forme in cui si presenta lo scambio di pagamenti. Si pensi all'*annuity swap* nel quale un contraente paga una somma alla controparte al momento della conclusione del contratto (e non effettua ulteriori pagamenti per tutta la durata del rapporto) e la controparte si impegna a effettuare una serie di pagamenti determinati (tasso fisso) o determinabili (a tasso variabile). In altre parole si può affermare che, in generale, il pagamento di un *upfront* non modifica la causa commutativa del contratto di *swap* trasformandolo in un mutuo⁷. In queste fattispecie assume rilevanza la funzione di credito che lo *swap* implementa in maniera non dissimile da quella di un prestito che viene restituito nel tempo e si sostanzia in una forma di indebitamento anche se non nelle forme tipiche del mutuo. Nel primo derivato (concluso il 15 maggio 2003) oggetto della Sentenza l'*upfront* appare essere di questo tipo. Si noti che l'ammontare dell'*upfront* rappresenta soltanto l'1% del nominale del primo *swap* e il 2.15% dello *swap* del 1° dicembre 2003.

In altri frequenti 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 subita⁸.

(6) Esempio su questo passaggio è App. di Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 367.

(7) F. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 887.

(8) V. Trib. Torino, 18 settembre 2007 e App. Trento 5 marzo 2009 entrambe in *www.ilcaso.it*.

Più precisamente, uno *swap* viene risolto anticipatamente per mutuo consenso delle parti e viene calcolato il valore *mark-to-market* dovuto da una parte all'altra. Tale valore deriva dalla variazione dei parametri di riferimento – tassi d'interesse – che concorrono alla determinazione delle prestazioni. Si tratta del valore attuale, in un dato momento storico, della perdita di una parte a cui corrisponde il valore attuale dell'utile dell'altra. Con il passare del tempo ed il variare dei parametri questi valori mutano 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”. In realtà tale compensazione nella pratica non si attua nemmeno in quanto i pagamenti vengono regolati nel conto corrente del cliente (con bonifici contestuali e contrapposti) qualora la controparte dello *swap* sia anche la banca correntista del cliente.

Nel derivato concluso il 1° dicembre 2003, oggetto della Sentenza, l'*upfront* appare essere di questo tipo.

In questi casi di *upfront* appare acclarato che la volontà delle parti è quella di rinviare il pagamento del differenziale negativo del precedente contratto derivato estinto anticipatamente. Tale differenziale altro non è che il *mark-to-market* negativo del contratto estinto ed oggetto dell'accordo di risoluzione dello stesso e corrisponde all'importo dell'*upfront* del nuovo contratto concluso contestualmente. Tale volontà permea la struttura e – se si vuole – la causa concreta del contratto che è da considerarsi lecita. Per tale motivo non può ravvisarsi un vizio della causa nella fattispecie in esame⁹.

La domanda da porsi è se lo *swap* di pagamenti, che ha anche lo scopo comune alle parti a) di rimandare una perdita, *rectius* di dilazionare nel tempo una somma ricevuta *upfront* per coprire la perdita, o b) di finanziare la controparte, sia da considerarsi un contratto speculativo o meno. A mio avviso la domanda è mal posta, nel senso che lo scopo, più che di speculazione, è di credito: la parte che paga l'*upfront* – in

(9) In tal senso v. Lodo Arbitrale 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI che così si è espresso “Il pagamento di un *upfront* con la finalità di rinviare una perdita di un precedente contratto derivato estinto anticipatamente e contestualmente ad un nuovo interest rate swap è lecito e non crea alcun vizio causale del contratto la cui funzione è di dilazionare la restituzione di una somma pagata *upfront*.”

genere, ma non necessariamente, la banca – assume un rischio di credito non dissimile da quello che avrebbe assunto se avesse erogato un prestito pari alla somma dell'*upfront* con obbligo di restituzione negli stessi termini previsti dallo *swap*. Specularmente chi riceve l'*upfront*, sia esso utilizzato per coprire una precedente perdita o per qualsiasi altra finalità (es. finanziare un investimento o coprire delle spese), assume l'obbligazione di restituire tale somma attraverso i pagamenti dello *swap*. Si tenga presente che l'*upfront* non è di per sé un finanziamento¹⁰: evita anzi il finanziamento della perdita del precedente contratto derivato estinto anticipatamente.

Tra soggetti privati il tema finisce qui, in quanto non vi è alcun limite, regolamentazione o divieto di indebitamento. Il discorso cambia quando il contraente del contratto derivato in esame è un Comune. In questo caso bisogna considerare diverse norme quali il dettato costituzionale (art. 119, comma sesto) che limita il ricorso all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento, l'art. 202, T.u.e.l., per il quale il ricorso all'indebitamento è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti, l'art. 41, comma 1, l. n. 448 del 2001, l'art. 30, comma 15, l. n. 289 del 2002 ove si commina la nullità dei contratti con cui si ricorre all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, l'art. 3, comma 17, l. n. 350 del 2003 che prevedeva – alla luce di una novella del 2008 – che “costituisce indebitamento, ai sensi dell'art. 119 Cost., comma 6, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico della Comunità europee (Eurostat), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate” e che ora prevede – alla luce di una novella del 2011 – che costituisce indebitamento “l'eventuale somma incassata al momento del perfezionamento delle operazioni derivate di swap (cosiddetto *upfront*)”. Appare evidente l'attenzione del legislatore sul punto, e quindi l'attenzione va posta su quegli strumenti che possono eventualmente aggirare il divieto di indebitamento dei Comuni (se non per spese di investimento).

Nel caso che ci occupa il Comune di Cattolica sostiene che la presenza del pagamento anticipato rende assimilabile la fattispecie in esame ad un mutuo o ad altre forme di indebitamento. La tesi prende

(10) Il lodo arbitrale 28 gennaio 2014 ha ritenuto gli *upfront* non appartenenti alla categoria dei finanziamenti, sicché non esiste alcun vincolo di forma per la conclusione degli accordi tra le parti che regolano l'erogazione di somme *upfront* (Pres. LENER, Arbitri PERRONE, GIRINO).

spunto da un documento della Corte dei Conti¹¹ che afferma che la clausola *upfront*, attraverso l'anticipata erogazione da parte della banca di rilevanti somme a favore del Comune, introduce nel contratto di swap un elemento negoziale sostanzialmente *simile*, o perlomeno per certi versi *assimilabile*, ad un vero e proprio finanziamento.

In effetti, fino all'introduzione nel 2008 del divieto di contrarre derivati, non si può escludere che alcuni enti territoriali abbiano fatto ricorso agli swap con *upfront* per realizzare raccolta altrimenti non realizzabile se non con i vincoli e la forma prevista per le spese di investimento.

Che di abusi ve ne siano stati ne è indizio lo stesso intervento del legislatore ed il forte monitoraggio introdotto in merito all'utilizzo di questi contratti da parte della pubblica amministrazione fino al divieto di utilizzare strumenti finanziari derivati introdotto dal comma 6 dell'art. 62, l. 22 dicembre 2008, n. 203.

Nella sentenza di primo grado il Tribunale di Bologna ha sottolineato che la clausola *upfront* altro non è che una modalità di calcolo delle prestazioni delle parti che non muta la funzione economico-giuridica del contratto: essa resta "lo scambio delle somme secondo i diversi tassi e tempi che le parti si sono obbligate a scambiarsi". Il contratto di swap non è destinato funzionalmente a produrre un debito, ma al contrario, a produrre un guadagno, sebbene incerto al momento della conclusione del contratto, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una o più somme (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. "Ovviamente, questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso di interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello swap la clausola *upfront*, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'*upfront* è solo la modalità del pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto".

Il Tribunale aggiunge anche che "se i motivi di una parte possano essere stati quelli di procurarsi liquidità, questo non significa che la causa del contratto sia il credito da restituirsì: la causa dello swap è

(11) C. CONTI, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, inviata alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati il 3 marzo 2005.

diversa – anche ammettendo, per ipotesi, che l'*upfront* introduca elementi spurii nella qualificazione giuridica del rapporto, si deve avere riguardo agli elementi che presentano carattere di prevalenza: e qui la prevalenza è lo scambio di somme tra le parti basate sui tassi diversi e il rischio della loro differenza”.

Lo scopo perseguito dalle parti – sia esso di protezione, di speculazione o di raccolta di liquidità, e quindi di indebitamento (quest'ultimo sarebbe lo scopo che il Comune di Cattolica sostiene avere avuto nel ricevere l'*upfront* del primo swap in esame) – viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé. È ben noto che i moventi subiettivi e psicologici che abbiano spinto le parti a stipulare un accordo contrattuale non si identificano col requisito essenziale della causa di esso e non hanno, di regola, rilevanza giuridica¹². 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 unitario¹³.

Qualora anche si volesse dare rilevanza ai motivi non si comprenderebbe la critica verso il motivo speculativo, posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito¹⁴, ma è presupposto dell'attività

(12) Cass. 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa, tit. cred.*, II, 1995, p. 80, critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi, che inducono le parti a stipulare, al fine di determinare la natura giuridica e sottolinea che più correttamente si devono considerare gli interessi che il contratto è diretto oggettivamente a soddisfare. L'Autore, peraltro, in apparente contraddizione, ammette l'applicazione dell'art. 1933 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 612, 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; C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre – Dicembre 1998, n. 6, p. 16; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, pp. 597 e 599; E.M. 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, p. 205. In tema di contratti di opzione, G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1292, esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie.

(13) 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, pp. 86-87.

(14) F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato*

imprenditoriale¹⁵. Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo da non aver bisogno di dimostrazioni¹⁶.

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

Fermo restando quanto sopra qualora una controparte del contratto derivato sia un ente pubblico si applica un *regime speciale che prevede tra i requisiti del contratto anche la finalità perseguita dal soggetto pubblico*. Se la finalità è speculativa incorre nella violazione del principio di copertura sancito dal legislatore per i derivati. Se la finalità è di copertura ne consegue necessariamente che siano individuati i debiti che sono oggetto della copertura (sia essa una copertura puntuale o parziale di uno specifico debito che una forma di copertura dell'indebitamento complessivo). Se la finalità è (anche) di indebitamento attraverso un *upfront* il contratto deve rispettare le norme relative all'indebitamento del Comune, e cioè essere finalizzato a sostenere investimenti, e deve essere autorizzato dal Consiglio Comunale. Se la finalità è mista andrà osservata la disciplina del contratto misto.

In altre parole lo scopo di una sola delle parti (il soggetto pubblico) integra la fattispecie assurgendo alla causa negoziale, integrandola. Varranno a questo proposito i criteri di prevalenza elaborati dalla dottrina e giurisprudenza.

La presenza dell'*upfront* nella struttura dello swap è quindi indicativa della finalità di indebitamento (sia del primo derivato il cui *upfront* ha creato liquidità che quello utilizzato per estinguere il debito derivante dalla risoluzione del primo derivato) che può essere integrativa dello scopo di copertura. La finalità di indebitamento però deve considerarsi marginale nelle due fattispecie in esame in quanto l'*upfront* rappresenta una piccola percentuale del nozionale del contratto (1% e 2,15% rispettivamente).

Indubbiamente il contratto prevalente nei casi in esame rimane lo scambio dei pagamenti degli interessi calcolati negli anni futuri in base a parametri di riferimento diversi (al fine di copertura) e la componente di indebitamento rappresenta una piccolissima frazione del contratto

mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 599.

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

(16) G. CAPALDO, *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 594.

(1% e 2,15% *una tantum* del nozionale). La disciplina applicabile è quella del contratto prevalente, pur non escludendosi l'applicabilità della disciplina del contratto minore, in quanto compatibile, il che può significare che tutt'al più il mancato requisito di validità della componente minore (delibera del Consiglio) avrebbe dovuto comportare la nullità della sola componente contrattuale non prevalente lasciando in essere il contratto prevalente in base al principio della conservazione del negozio giuridico (art. 1419 c.c.)¹⁷. Se non si prova che le parti non avrebbero concluso il contratto senza l'*upfront* non si può avere la nullità dell'intero contratto. Su questo aspetto sia la Corte di Appello che la Sezioni Unite tacciono¹⁸, mentre il Tribunale di Bologna lo ha risolto in senso negativo.

A questo punto si potrebbe dire che *se* il Comune di Cattolica a) avesse concluso i derivati previa delibera del Consiglio Comunale, b) avesse specificato l'indebitamento a copertura del quale il derivato veniva concluso (indebitamento esistente e noto ad entrambe le parti) e c) avesse indicato di usare le somme dell'*upfront* per sostenere spese di investimento, la questione giudiziale non si sarebbe posta. Ma tant'è: la delibera non vi è stata, nei contratti non è indicato l'indebitamento coperto (solo in un allegato non datato e firmato e negli atti interni e delibere del Comune) e l'*upfront* è stato poi destinato a spese correnti.

Discutibile è il primo assunto delle Sezioni Unite in merito alla necessità di descrivere nel testo del contratto derivato l'indebitamento coperto: sembra più corretto sostenere che se il derivato è effettivamente di copertura in quanto rappresenta l'*hedging* finanziario di un determinato indebitamento, il requisito è soddisfatto ove provato con altri mezzi che non siano quelli della specifica menzione nel testo contrattuale. Il rigore e la necessità di trasparenza della gestione pubblica portano invece le Sezioni Unite a preferire una soluzione formale (indi-

(17) Il contratto misto, costituito da elementi di tipi contrattuali diversi, non solo è unico, ma ha anche causa unica ed inscindibile, nella quale si combinano gli elementi dei diversi tipi che lo costituiscono; il contratto deve essere assoggettato alla disciplina unitaria del contratto prevalente (e la prevalenza si determina in base ad indici economici o anche di tipo diverso, come la "forza" del tipo o l'interesse che ha mosso le parti), salvo che gli elementi del contratto non prevalente, regolabili con norme proprie, non siano incompatibili con quelli del contratto prevalente, dovendosi in tal caso procedere, nel rispetto dell'autonomia contrattuale al criterio della integrazione delle discipline relative alle diverse cause negoziali che si combinano nel negozio misto (Cass. 13399/2005).

(18) Sullo specifico tema della prevalenza delle finalità v. F. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap* cit.

cazione dell'indebitamento oggetto di copertura nel testo del contratto di swap), peraltro non prevista da alcuna norma né giustificata da altri argomenti.

La Corte tratta il cuore della controversia, ossia la natura dell'*upfront*, in maniera sbrigativa (paragrafo 10.1, mezza pagina su 23 della Sentenza) prendendo atto semplicemente che l'*upfront* è considerato "*indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica*" specificando che la novella del 2008 ha preso atto della natura di indebitamento dell'*upfront* senza innovare l'ordinamento (superando a piè pari anche il tema della retroattività della norma sollevato dalla banca ricorrente). Sarebbe peraltro bastato affermare la necessaria competenza del Consiglio Comunale per autorizzare i derivati con *upfront* e, conseguentemente, dichiararli parzialmente nulli in mancanza di delibera salvaguardando il contratto prevalente. Ma due dei quattro contratti Irs non hanno *upfront*. La Corte prosegue nel paragrafo successivo affermando che "*se il denaro ottenuto con l'upfront è da considerare indebitamento, lo stesso non può dirsi degli Irs conclusi dagli enti pubblici, i quali eventualmente, possono presupporre un indebitamento*". Passaggio senz'altro condivisibile. Poi però afferma che "*l'operazione di swap va guardata nel suo complesso, perché il suo effetto può, sostanzialmente, consistere in un indebitamento...*" (è evidente che se i flussi che il Comune paga durante la vita dello swap sono maggiori rispetto a quelli che riceve significa che il Comune paga un debito ...). Conseguentemente – prosegue la Corte –, visto che la competenza del Consiglio si estende alle "*spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi*" (art. 42, comma 2, lett. i), T.u.e.l.) anche per gli Irs senza *upfront* era necessaria l'autorizzazione consiliare.

La Corte, per rafforzare la debole motivazione viziata dal suo stesso presupposto (e cioè che l'Irs è una forma di indebitamento), aggiunge ad *abundantiam* che "*a favore della scelta consiliare depone anche la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria*" (10.4). Argomento forse più politico che altro.

Infine la Corte afferma che un Irs (di copertura e senza *upfront*) deve comunque essere autorizzato dal Consiglio in quanto "collegato" ad un indebitamento, che è di competenza del Consiglio (paragrafo 10.4.2). Circa quest'ultima affermazione – collegamento in senso giuridico tra derivato e contratto sottostante (qualora naturalmente il derivato sia di copertura) – sorgono perplessità in quanto è nota l'autonomia fisiologica che di norma la volontà delle parti attribuisce al derivato ed un eventuale collegamento giuridico andrebbe dimostrato.

Le argomentazioni addotte appaiono quantomeno discutibili in quanto i derivati erano effettivamente di copertura anche se il dettaglio dei debiti coperti non era dedotto nella documentazione contrattuale, e la nullità dell'*upfront* non avrebbe dovuto estendersi al contratto prevalente. Inoltre grave appare l'affermazione che "lo swap può consistere in un indebitamento" quando la normativa esplicitamente riconosce che "*nessun derivato è configurabile come una passività*"¹⁹ ed elenca tassativamente quelle che si considerano le operazioni di indebitamento, tra le quali non figurano i contratti derivati. Infatti con la legge finanziaria 2004 (l. 350/2003) è stata fornita una definizione precisa e puntuale del concetto di indebitamento, individuando le tipologie di operazioni da considerarsi tali agli effetti dell'art. 119 Cost. Con la legge finanziaria 2005 (l. 31 dicembre 2004, n. 311), art. 1, comma 68, lett. c) sono state introdotte le aperture di credito (disciplinate dall'art. 205-bis del t.u.e.l.), annoverandole come operazioni di debito. Successivamente la legge finanziaria 2007 (l. 296/2006, art. 1, commi 739 e 740) ha ulteriormente modificato ed integrato la definizione di indebitamento, aggiungendo agli strumenti di indebitamento le operazioni di cessione e di cartolarizzazione vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'ente assume, ancorché indirettamente, nuove obbligazioni²⁰. Pertanto, alla luce delle innovazioni legislative introdotte in materia, si considerano operazioni di indebitamento: i mutui e le aperture di credito, le emissioni di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata, le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85% del prezzo di mercato, le cartolarizzazioni con garanzie fornite da altre amministrazioni pubbliche, le cartolarizzazioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche, le operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi. In definitiva, la definizione degli swap come soli strumenti di "gestione" del debito è riconfermata dal fatto che in nessuna delle norme richiamate si fa menzione degli strumenti derivati; pertanto, alla luce di quanto sopra, *gli strumenti derivati non sono configurabili come operazioni di indebitamento per espressa previsione normativa*. Il fatto che dalla sommatoria dei pagamenti che il Comune esegue alla controparte possa essere al termine del contratto superiore alla som-

(19) Art. 3 intitolato "Operazioni in strumenti derivati", Circolare del Ministero dell'economia e finanze, 27 maggio 2004.

(20) Vedasi la Circolare del Ministero dell'economia e delle finanze del 31 gennaio 2007, pubblicata sulla G.U. del 5 febbraio 2007, n. 29, che al punto 4) offre un importante chiarimento sulla definizione di indebitamento.

matoria dei pagamenti che ha ricevuto non significa certo che lo swap sia un indebitamento. Se, al contrario, la sommatoria fosse a favore del Comune bisognerebbe sostenere per coerenza che lo swap è anche un contratto di raccolta!

Per completezza del commento bisogna considerare che, sul piano teorico, non si può escludere che le parti possano concludere swap di interessi con *upfront* con un motivo illecito comune ad entrambe le parti, rendendo applicabile la sanzione di nullità prevista dall'art. 1345 c.c., o in frode alla legge (art. 1344 c.c.)²¹.

(21) Un esempio può aiutare a comprendere il punto: una banca potrebbe avere interesse a concludere un contratto di swap di interessi con pagamento anticipato dell'intero ammontare delle sue obbligazioni di pagamento in sostituzione di un contratto di mutuo. La banca anziché prestare la somma di 400.000 euro per la durata di dieci anni al tasso fisso concordato del 4,28% con rata costante di euro 50.000, potrebbe concludere uno swap di interessi di importo nozionale di 1.000.000 di euro in forza del quale si obbliga a pagare per ogni anno una somma calcolata utilizzando il tasso fisso del 5,5% calcolato sull'importo nozionale dello swap – cioè 55.000 euro – con la previsione di pagare anticipatamente (clausola *upfront*) tutte le sue obbligazioni che, una volta attualizzate al 6,25%, ammontano a 400.000 euro. La controparte si obbliga a pagare una somma annuale di 50.000 euro ogni anno per dieci anni calcolata applicando il tasso fisso del 5% al nozionale dello swap.

Il risultato finanziario di questo swap (*annuity swap*) di importo nozionale di 1.000.000 con pagamento *upfront* è identico a quello di un mutuo di 400.000 euro a tasso fisso con rata costante. In entrambi i casi la controparte della banca riceve euro 400.000 al momento della conclusione del contratto e restituisce euro 50.000 ogni anno per dieci anni. In entrambi i casi la banca effettua un solo pagamento iniziale di euro 400.000.

Il motivo per il quale una banca può essere interessata a concludere uno swap simile in sostituzione di un più ordinario contratto di mutuo risiede nel diverso trattamento ai fini regolamentari e contabili delle due operazioni.

Come noto, ogni attività nel bilancio di una banca richiede un accantonamento patrimoniale previsto dalla normativa di vigilanza bancaria (per semplicità, l'otto per cento dell'importo del prestito). Anche un contratto di swap, che viene evidenziato in bilancio non tra le attività e passività ma tra gli impegni, assorbe una quantità di patrimonio regolamentare, ma tale assorbimento di norma è assai inferiore rispetto a quello previsto per un prestito. Esula dai limiti dell'indagine che qui ci si propone analizzare i tecnicismi dei calcoli patrimoniali delle banche, ma possiamo considerare a grandi linee corretta l'affermazione che segue: un prestito di 400.000 euro tendenzialmente assorbe più patrimonio regolamentare rispetto ad uno swap dell'importo nozionale di 1.000.000 di euro e, conseguentemente, la banca potrebbe avere interesse a strutturare il prestito utilizzando uno swap.

Inoltre, uno swap non incrementa gli impieghi della banca e ciò può essere considerato, in certe situazioni, un beneficio per la banca.

In tal caso ci si troverebbe di fronte ad una fattispecie di negozio indiretto attraverso il quale le parti utilizzano uno schema giuridico definito per raggiungere

3. Prima di affrontare i due quesiti sottoposti alle Sezioni Unite e il primo e secondo motivo di doglianza della banca ricorrente (entrambi respinti per le sopra indicate stringate motivazioni: ...l'*upfront* è debito perché lo dice la legge e serve pertanto la delibera consigliare...) la Corte inizia un precario volo sulla materia dei derivati (“*si pone la necessità, prima di mettere a fuoco i temi oggetto di remissione da parte della sezione semplice – di allargare lo sguardo al fenomeno sottostante alla odierna controversia*” (3.1)).

Descrive correttamente la fattispecie dell'Irs quale “*contratto di scambio di obbligazioni pecuniarie future*” e ne descrive il meccanismo (punti 4.2, 4.3, 4.4, 4.5), ma poi si insabbia nella controversia relativa al *mark-to-market*, agli scenari probabilistici e, in generale, sulla causa del derivato, giungendo a conclusioni non condivisibili e contrarie alla realtà del mondo finanziario di tutte le economie sviluppate.

In merito alla causa del contratto di *interest rate swap* la Corte afferma, utilizzando una espressione vaga, che “*a fini puramente descrittivi e semplificativi si potrebbe dire che l'Irs consiste in una sorta di scommessa finanziaria differenziale (in quest'ultimo aggettivo essendo presente un riferimento alla determinazione solo probabilistica dei suoi effetti ed alla durata nel tempo del rapporto)*” (punto 5.3).

Dopo quarant'anni dalla comparsa degli *interest rate swap* sui mercati internazionali²² in Italia si discute ancora se tale contratto sia un contratto di scambio di pagamenti o un contratto differenziale (o, come

uno scopo che non è quello tipico del negozio utilizzato. Si ha una divergenza tra lo scopo pratico perseguito in concreto dalle parti e la funzione tipica del negozio che viene posto in essere. Si tratta cioè di un procedimento per mezzo del quale si cerca la realizzazione di un effetto giuridico seguendo una via traversa. Il negozio indiretto, essendo sostanzialmente voluto, ha piena validità e la sua disciplina è quella stabilita per il negozio posto in essere.

La liceità del negozio indiretto si ferma quando il negozio costituisce una frode alla legge o serve a realizzare motivi illeciti comuni ad entrambe le parti.

Si può teoricamente ipotizzare che una banca ed un ente territoriale che vogliono contrarre un mutuo a favore dell'ente pubblico possano concludere un contratto di swap di interessi con *upfront* – come sopra indicato – con il comune motivo di aggirare le norme che impongono una delibera consiliare e la forma dell'atto pubblico o di evitare una gara pubblica per la selezione della migliore offerta. Tale ipotesi non può che basarsi ovviamente sulla indagine fattuale della fattispecie concreta, e dalla lettura delle sentenze la fattispecie in esame non sembra collocarsi in questo scenario.

(22) Il primo *interest rate and currency swap* fu concluso nel 1981 tra la Banca Mondiale e la International Business Machine Inc. (IBM). Per la descrizione delle origini di questi contratti v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, ID., *I contratti derivati sulla longevità: longevity swap, forward e bond*, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 24-45.

qualcuno ha sostenuto, di scambio di differenziali!). La confusione tra *swap* di pagamenti (commutativi) e contratti differenziali (aleatori) è ancora presente nel pensiero di alcuni Autori²³ ed in alcune sentenze²⁴.

Esiste un equivoco di fondo, infatti, che consiste nell'aver tentato di ricostruire la fattispecie in esame partendo da una ipotesi di contratto nella quale i pagamenti delle parti avvengono alle stesse date e vengono regolate le sole differenze: ipotesi che si attaglia al *domestic currency swap* (o *swap domestico*²⁵), il quale nulla ha a che fare, dal punto di vista della struttura giuridica, con l'*interest rate swap*, la cui rigorosa ricostruzione del tipo contrattuale impedisce all'interprete di ridurre alla sola liquidazione delle differenze la fattispecie. È noto che i contratti derivati sono riconducibili a cinque prototipi: il primo prototipo è quello dello *swap* di pagamenti (atipico e commutativo), il secondo è il contratto differenziale (atipico ed aleatorio), il terzo il contratto di pagamento condizionato (atipico ed aleatorio), il quarto la compravendita (tipico e commutativo) ed il quinto il contratto di opzione ex art. 1331 c.c. (tipico e commutativo)²⁶.

(23) F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 79, prima parte, *ibidem*, I, 1992, p. 291, seconda parte; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. internaz.*, 1992, p. 171; sebbene in maniera dubitativa e soltanto per gli Irs, G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, p. 34; M. PERASSI, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, in *Commento al Decreto Eurosim* a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, *sub* commento art. 18, p. 143; E. GIRINO, *I contratti derivati*, 2001, Milano, p. 46 ss e p. 160; C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. credito*, I, 2004, p. 391. Questa assimilazione risulta anche nel lodo arbitrale Pres. CASELLA, Arbitri COSTI, SCHLESINGER, 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 572. Per una dettagliata premessa alla reviviscenza della problematica dei contratti differenziali si veda E. FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 475.

(24) Trib. Ravenna, 8 luglio 2013; Trib. Milano, 16 giugno 2015; Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 700 con nota di U. MINNECI; Appello Bologna, 23 gennaio 2015.

(25) Per l'analisi della fattispecie del *domestic currency swap* v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati* cit., p. 209; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 46; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, p. 289, nota 258; R. CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, dir. F. GALGANO, Torino, 1995, p. 2406; G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, p. 312; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici di impresa*, 1990, pp. 3, 28; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 597; A. GULISANO, *Le operazioni di swap domestico*, in *Amministrazione e finanza*, 1987, p. 660.

(26) F. CAPUTO NASSETTI, voce *Strumenti finanziari derivati*, in *Enc. dir., Annali VI*, Milano, 2013.

Il contratto differenziale, più in generale, può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto, e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori. Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto, in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto. Anche in questo caso si tratta di un contratto atipico ed aleatorio.

Esempio di contratto derivato che utilizza la struttura del contratto differenziale è lo *swap* domestico, noto con l'espressione *domestic currency swap*. Lo swap domestico può essere definito come *il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra a) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra gli stessi valori*²⁷.

Orbene, nel contratto di *swap* di pagamenti (Irs, *interest rate and currency swap* ("Ircs"), *total rate of return swap* tra i derivati di credito, i *total return equity swap*, ecc.) le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti e, quindi, risulta immediatamente evidente che l'intenzione delle parti sia quella di eseguirli materialmente. È ciò che strutturalmente accade in ogni Ircs, essendo i pagamenti denominati in divise diverse (è quindi impossibile parlare di differenziali); è ciò che accade di norma per gli Irs per i quali, nella grande maggioranza dei casi, non vi è affatto coincidenza delle date di pagamento delle reciproche obbligazioni (ad esempio,

(27) La definizione proposta nel testo è stata confermata dalla Corte di Cassazione la quale ha stabilito che "nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il *domestic currency swap*, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute (...omissis...)." (Cass. civ. 19 maggio 2005).

il tasso fisso è pagato annualmente e quello variabile ogni tre o sei mesi). Se i reciproci pagamenti sono eseguiti a date diverse, non si vede come sia possibile liquidare le differenze! Quand'anche le parti abbiano concordato di eseguire i reciproci pagamenti *alle stesse scadenze* (ad esempio, ogni fine trimestre) accade di norma che la data dedotta in contratto possa non coincidere con la data di esecuzione del pagamento. Le obbligazioni delle parti, infatti, sono calcolate con riferimento ad indici diversi e ogni indice viene calcolato nel rispetto di convenzioni ed usi di mercato universalmente applicati, in base ai quali i giorni festivi vengono trattati in maniera diversa (ad esempio, secondo la convenzione *bond basis*, che si applica in genere per il tasso fisso, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va eseguito il primo giorno lavorativo successivo, mentre nella convenzione *money market*, che si applica in genere per il tasso variabile, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va effettuato il giorno lavorativo immediatamente precedente).

Qualora un contratto di Irs preveda la *stessa scadenza* (ad esempio: ogni fine mese) per le prestazioni di entrambi i contraenti facilmente potrà accadere che – e ciò anche in considerazione della normalmente lunga durata del contratto – ad alcune scadenze i pagamenti vengano eseguiti a date diverse.

Può comunque accadere che le obbligazioni di pagamento denominate *nella stessa divisa* siano *eseguibili alla stessa data*. In tal caso trovano applicazione le norme della compensazione legale, e le parti liquidano la sola differenza, senza peraltro alterare l'oggetto del negozio²⁸.

(28) G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, pp. 176 ss., dimostra con rigore la tesi qui sostenuta. L'Autrice argomenta che un'analisi rigorosa dello *swap* deve logicamente concentrarsi sul presupposto di fatto della vicenda compensativa: la coincidenza delle scadenze. La dottrina, invece, ha assolutizzato un elemento – la liquidazione delle differenze –, isolato dagli altri tratti tipologici, che pare risolversi e dissolversi sul piano meramente effettuale, dimenticando il profilo – tra l'altro di rilievo funzionale – del quale, più coerentemente, avrebbe dovuto occuparsi. L'indagine deve rivolgersi non al dato concreto, ma al costruito giuridico, verificando se la coincidenza – e per converso lo sfasamento (*mismatch*) – tra le scadenze delle diverse obbligazioni assunte dalle parti, realizzi un interesse precipuo e specifico tale da assumere rilievo sul piano della struttura, consentendo di individuare come oggetto dell'accordo, la differenza tra le reciproche rimesse. L'Autrice prosegue dimostrando che solo alcune volte le prestazioni sono da eseguirsi alla stessa scadenza e che la coincidenza, o meno, dei periodi non individua uno specifico interesse, diverso e distinto da quello sotteso agli *swap* con prestazioni non coincidenti. La corresponsione del differenziale è un fatto meramente contabile e l'analisi delle diverse modalità di

È il contratto stesso che prevede l'applicazione *a)* delle dette convenzioni finanziarie di mercato (le quali possono fare sì che, quand'anche i pagamenti fossero dovuti alla stessa scadenza, vadano effettuati a date diverse) e *b)* della disciplina della compensazione (che consente di liquidare le sole differenze qualora le obbligazioni debbano essere eseguite alla stessa data, anche se originariamente pattuite per scadenze diverse). Può accadere che, sebbene le parti abbiano scelto scadenze diverse per i reciproci pagamenti (ad esempio, una parte paga ogni fine mese, mentre l'altra ogni primo del mese) – escludendo *ab origine* ogni specifico intento di liquidare soltanto delle differenze – i pagamenti siano dovuti alla stessa data in applicazione delle convenzioni finanziarie dedotte in contratto, comportando la compensazione tra le prestazioni (ad esempio, se il tasso fisso è calcolato in base alla convenzione *bond basis* e l'ultimo giorno del mese è festivo, il pagamento del tasso fisso va eseguito il primo giorno lavorativo del mese successivo che verrebbe a coincidere, nella esemplificazione ora fatta, con il giorno di esecuzione del pagamento del tasso variabile).

Non potrà certamente considerarsi contratto differenziale quel contratto che prevede simili convenzioni in quanto le stesse presuppongono necessariamente la volontà di eseguire i reciproci pagamenti. Il solo fatto che in contratto sia prevista l'operatività della compensazione presuppone necessariamente che vi siano pagamenti da compensare! Non potrà considerarsi contratto differenziale quello *swap* nel quale alcune prestazioni sono state compensate ed altre no.

È la struttura e definizione stessa dello *swap* che porta indubbiamente ad escludere ogni similarità con il contratto differenziale. In taluni casi è così rilevante per le parti dare esecuzione "reale" ai reciproci pagamenti che le stesse inseriscono nei contratti una previsione volta ad escludere la compensabilità delle somme di denaro reciprocamente dovute. A ciò si aggiunge altresì un argomento lessicale: *swap* significa scambio, e sostenere che un contratto chiamato scambio non comporti alcuno scambio – come accade in un contratto differenziale, il quale esclude *ab origine* proprio lo scambio – suscita non poche perplessità!

atteggiarsi dello *swap* impedisce all'interprete di ridurre l'oggetto del contratto alla sola liquidazione delle differenze.

Non si dovrebbe porre pertanto il problema dell'assimilazione dello *swap* (Irs e Ircs) ai contratti differenziali^{29 30}.

(29) La maggioranza della dottrina è del parere che lo *swap* abbia per oggetto le reciproche prestazioni di pagamento e non la sola differenza tra le stesse, G. CATALANO, *Swap: pregiudizi inglesi* cit., 314; M. MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, pp. 15 ss., 325; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 612; F. CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swap e interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. internaz.*, 1990, p. 695; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, p. 416; R. AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, p. 22; G. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, p. 49; E. RIGHINI, *I valori mobiliari* cit., p. 287; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., pp. 35, 39, 99, 175; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, pp. 126-127; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. contratti Rescigno-Gabrielli*, diretto da P. RESCIGNO e E. GABRIELLI, Torino, 2004, tomo II, p. 1086, che sottolinea l'equivoco in cui cade chi assimila il contratto differenziale allo *swap* è quello di confondere la struttura con la funzione che invece ne caratterizza il tipo.

Non è mancato chi ha sottolineato che sorprende l'incertezza in merito alla definizione di *swap* data la semplicità della struttura, cfr. M. MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria* cit., p. 15. La stessa Banca d'Italia definisce gli *swap* come contratti con cui le parti reciprocamente scambiano dei pagamenti (*Relazione annuale*, 1989, *Appendice*, 359) e a ciò si aggiunga anche la definizione normativa dell'art. 49, Regolamento Banca d'Italia 2 luglio 1991.

(30) Si veda, inoltre, B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. GALGANO, Torino, p. 2465. L'Autore, sebbene in un primo tempo affermi che il contratto di Irs prevede il pagamento delle sole differenze (p. 2453, cfr. anche ID., *Swap (contratto di)* cit., p. 609), ritiene ingiustificato un accostamento dello *swap* (inteso sia come Irs-Ircs sia come *domestic swap*) al contratto differenziale. Si veda anche G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita* cit., pp. 34 ss. L'Autore afferma che nello *swap* di interessi non è necessariamente previsto il pagamento delle mere differenze: basti pensare al caso che non vi sia una piena coincidenza delle scadenze fissate per l'adempimento delle obbligazioni rispettive delle parti. Anche quando un tale coincidenza vi sia, il pagamento delle differenze è più il frutto dell'applicazione della disciplina in tema della compensazione legale, che non un elemento del programma negoziale, il quale prevede distinte obbligazioni a carico di ciascuna delle parti. A ciò potrebbe obiettarsi, peraltro, che gli effetti compensativi sono prevedibili, anzi previsti, fin dalla stipula del contratto, il quale solo in apparenza dispone uno scambio di flussi finanziari, mentre in realtà contempla un mero pagamento di differenze. L'Autore conclude escludendo la natura di contratto differenziale per gli Ircs, mentre conclude in maniera dubitativa per gli Irs.

G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., pp. 98-99, mette bene in evidenza che "negli *swaps* non si assiste ad una permutazione dei termini del contratto "consegna effettiva e prezzo", con "liquidazione delle differenze", in quanto, l'oggetto delle prestazioni viene eseguito così come definito e determinato in contratto con la mera eventualità della compensazione tra le prestazioni". L'Autrice sottolinea che "le parti concordano di

Non si può ovviamente escludere che le parti pongano in essere un contratto con il quale *ab origine* si impegnano a pagare le sole differenze tra un tasso fisso ed uno variabile applicate sullo stesso nozionale (e ciò non per effetto della compensazione dedotta in contratto), creando un vero e proprio negozio differenziale semplice, ma ciò non è certo *l'id quod plerumque accidit* e non risulta che tale fattispecie sia diffusa nella prassi finanziaria degli Irs e Ircs.

Primo risultato emergente è che l'Irs non è un contratto differenziale³¹.

4. Pur non apparendo necessario affrontare il tema della causa degli swap per rispondere ai due specifici quesiti (stabilire se lo swap, in particolare quello che prevedeva un *upfront*, costituisca o meno per l'ente locale un'operazione che genera un indebitamento per finanziarie spese diverse da quelle di investimento e se la stipula del relativo contratto rientra nella competenza riservata al Consiglio comunale, implicando una delibera di spesa che impegna i bilanci per gli esercizi successivi, giusta l'art. 42, comma 2, lett. I), T.u.e.l.) la Corte si pone questo problema ed in particolare se essi perseguano "*interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. e siano muniti di una valida causa in concreto*" (punto 6.1). Da questa affermazione si passa direttamente all'affermazione che "*appare necessario verificare ai fini della liceità dei contratti se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità. E tale accordo non deve limitarsi al mark-to-market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti*" (punto 6.2).

scambiarsi flussi d'interesse o di cambio e realmente se li corrispondono, liquidando le differenze solo in caso di coincidenza delle scadenze. Lo scambio oggetto del contratto si attua concretamente ed effettivamente nei termini nei quali è stabilito." L'Autrice conferma che la figura del contratto differenziale è inadatta a descrivere lo *swap* e ritiene che cada in errore chi lo riconduce al contratto differenziale.

(31) Il tema del differenziale diviene irrilevante anche nella analisi svolta da C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, pp. 96 ss., il quale evidenzia che non è rilevante che lo *scambio* avvenga tra pagamenti o differenziali.

Da questa domanda la Corte arriva direttamente alla risposta affermativa senza congrue argomentazioni: il punto 7 illustra in ben quattro pagine la storia dell'evoluzione della normativa relativa ai derivati con gli enti pubblici; il punto 8 raggiunge una prima pacifica conclusione, e cioè che gli enti locali erano legittimati a concludere contratti derivati di copertura; nei punti 9.1 e 9.2 ribadisce pedissequamente quanto detto nel punto 6.2 sopra riportato senza ulteriori considerazioni o motivazioni; gli argomenti trattati nei punti 9.4 (art. 25, comma 5, T.u.f.), 9.5 (raccomandazioni personalizzate), 9.6 (conflitto di interessi) appaiono inconferenti o tautologici. In merito al punto 9.5 basterebbe rilevare che le raccomandazioni personalizzate sono tutt'al più parte dell'oggetto del contratto di consulenza dell'intermediario, la cui mancanza – se obbligato in tal senso – giammai comporta la nullità di un altro contratto – quello derivato – di cui non sono e non possono essere elemento causale.

Dopo questi punti – e quindi senza alcuna specifica argomentazione – si arriva alla *regula iuris* che il derivato poteva essere concluso soltanto in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del *mark-to-market* sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti (!).

È pertanto necessario affrontare separatamente il tema della causa dello swap di pagamenti, dell'alea bilaterale, del *mark-to-market* e degli scenari probabilistici, ed infine il tema della interpretazione sistematica dell'art. 23, comma 5, T.u.f. (citato quale argomento dalla Corte al punto 9.4).

Lo *swap* di pagamenti si presenta in forme tecniche diverse: a tale prototipo sono riconducibili gli *swap* sugli interessi e sulle divise (Irs e Ircs), i *total rate of return swap* tra i derivati di credito, i *total return equity swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*, i *total return fund swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*.

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

Altrettanto comune è lo *swap* che prevede pagamenti in divise diverse, noto con l'espressione *interest rate and currency swap*. In tale caso vi sono due importi nozionali, espressi in divise diverse di equivalente

controvalore, che vengono scambiati al momento della conclusione del contratto e nuovamente allo scadere dello stesso. Su tali importi vengono calcolati gli interessi dovuti da ciascuna parte all'altra.

Vi sono però molteplici altre variazioni e combinazioni nelle quali non è necessario lo scambio di capitale 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 altresì mancare i pagamenti intermedi per uno o entrambi i contraenti, come negli *swap* nei quali gli interessi vengono pagati anticipatamente (o posticipatamente) e, pertanto, tra il primo e l'ultimo scambio di capitali non è dovuta alcuna prestazione. Questi contratti sono noti con l'espressione *zero coupon swap*.

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

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

La definizione che sembra 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*³².

(32) Si veda F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati* cit., pp. 56 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 80; F. CAPUTO NASSETTI, *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, pp. 325-326; L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, p. 335; R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *www.dirittobancario.it*, 2009. Nello stesso senso M. MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria* cit., pp. 25, 318-320, 325-326; E. FERRERO, *Profili civilistici* cit., 1992, n. 2, p. 416; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., p. 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.*

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.

Il requisito della pluralità di pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che – almeno – una parte deve all'altra non devono essere 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 diversi³³.

La terza caratteristica che emerge dalla definizione è che i pagamenti devono essere 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 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.

cit., p. 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.*, p. 53).

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

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*³⁴).

In relazione ad altri *swap* di pagamenti il parametro variabile è il margine di credito di un ente di riferimento in un *total rate of return swap*³⁵ o la variazione di prezzo di una azione quotata nel caso di un *total return equity swap*³⁶.

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. *Esistono 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. A cosa servirebbero gli scenari probabilistici se tutto è definito alla conclusione del contratto e nessun elemento del contratto varia nel tempo? Perché misurare l'alea? La risposta – intuibile – a breve.

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 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

(34) 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. Per un esame del *quanto swap* v. F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 352/I; F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati?*, in *Giust.civ.*, 17 dicembre 2015.

(35) F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari* cit., p. 486.

(36) F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari* cit., p. 535.

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 nozione di causa è una materia tra le più insidiose³⁷ ed esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo esaminare. Ci si limita a ricordare che il concetto tradizionale di causa intesa come la funzione economico sociale del contratto appare in crisi³⁸ ed è ritenuta da molti ormai insufficiente. Si ritiene che sia necessaria anche un'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 adoperato³⁹. Ciò non significa, beninteso, che i motivi individuali – che rimangono nella sfera individuale di ciascuna parte – rientrino nella causa del contratto⁴⁰.

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, nella ricerca di liquidità o nello scopo di prendere una posizione speculativa su un determinato parametro finanziario.

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

(37) V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 51.

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

(39) C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, 3, Milano, 2000, p. 425.

(40) C. M. BIANCA, *Diritto civile cit.*, p. 434.

diversi. L'errore può derivare dal fatto di considerare le obbligazioni pecuniarie come mere obbligazioni omogenee di consegnare somme di denaro, senza dare la giusta rilevanza ai parametri di calcolo delle stesse, i quali 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 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 variabili⁴¹. L'obbligazione pecuniaria va considerata come una grandezza finanziaria, diversa in relazione ai parametri di riferimento, alla struttura dei pagamenti e al metro monetario nel quale sono espresse le somme oggetto delle prestazioni⁴². 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 generiche⁴³.

Lo scopo perseguito dalle parti appartiene infatti, 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 né sul tipo contrattuale né sulla sua causa, rimanendo indifferente rispetto alla

(41) G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., pp. 146, 193, 199, 205. Un esempio della difficoltà di dare il giusto valore giuridico allo scambio dei pagamenti lo offre U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra la causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, 2014, p. 154, il quale afferma che “lo scambio dei flussi di interessi si presenta di per sé inidoneo a riflettere il significato completo o meglio la ragione compiuta dell'operazione. Se può avere senso immediato scambiare un bene contro denaro, non altrettanto può dirsi allorché il sinallagma abbia per oggetto denaro contro denaro. Più chiaramente, l'elemento deputato a segnalare la causa tipica dell'affare appare in realtà inespressivo: non essendo in grado di fare luce sulla portata complessiva del contratto derivato”.

(42) G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., p. 200.

(43) B. INZITARI, voce “Moneta” in *Digesto*, IV Ed., vol. XI Civile, Torino, 1995, p. 399.

struttura negoziale^{44 45}.

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 di 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 (se l'oggetto dello scambio fosse la variazione dei tassi, e se per ipotesi non vi fosse alcuna variazione dei tassi, allora non vi sarebbe alcuno scambio e, pertanto, il contratto sarebbe nullo per mancanza dell'oggetto?).

(44) In questo senso E. M. 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, p. 205; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., 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 dei 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. U. MINNECI mette bene in evidenza che il ricorso alla causa concreta ha finito per trasformarsi, nelle mani della giurisprudenza, in un comodo espediente per giungere a soluzioni, anche condivisibili sul piano del merito, ma non del tutto ineccepibili da un punto di vista tecnico (L'operatività in IRS, cit. p. 161). A ciò si aggiunga che appare più comodo dichiarare nullo un contratto derivato per difetto di causa concreta quando è venuto meno il finanziamento per la cui gestione del tasso di interesse era stato contratto che dimostrare e motivare l'esistenza di un collegamento negoziale volontario tra il finanziamento ed il contratto derivato (collegamento che spesso manca).

(45) Una diversa chiave di lettura è proposta da C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"* cit., pp. 114, 115, 118, sebbene nell'ambito di una analisi del contratto derivato in generale: la funzione del derivato è di realizzare un guadagno e tale funzione è tipica ed oggettivamente presente in ogni derivato in quanto tale. L'eventuale copertura riguarda l'utilizzo del guadagno così ottenuto e la ragione per cui si espone al rischio di una perdita.

La variazione dei tassi di cambio e 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 otterrà dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò comporterà. 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*⁴⁶. 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 negozio⁴⁷.

Non si dimentichi che è assai comune che *swap* di pagamenti abbiano tutte le prestazioni determinate al momento della conclusione del contratto. Si dovrebbe sostenere che esistono due fattispecie di *swap* di pagamenti: una con tutte le prestazioni determinate (e quindi commutativa, ad esempio un Ircs con tassi fissi per entrambe le parti su nozionali espressi in divise diverse), 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 fattispecie⁴⁸.

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

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

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

(48) Condivide questa affermazione E. PAGNONI, *Contratti di swap* cit., p. 1086.

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 e finanziario uguale a quello di uno *swap* non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori⁴⁹.

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine⁵⁰ (mentre più incerta è la natura di quello a premio)⁵¹. 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 (o di strumenti finanziari derivati)⁵². La causa del contrat-

(49) A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952, pp. 81 ss, 186.

(50) App. Genova, 9 maggio 1984, in *Foro it.*, 1985, I, p. 266; G. AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 173; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, p. 453; A. DALMARTELLO, *Adempimento ed inadempimento del contratto di riporto*, Padova, 1958, p. 332, nota; F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Tratt. Cicu - Messineo*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1968, n. 21, tomo I, p. 780; G. SCALFI, *Corresponsività e alea nei contratti*, Milano-Varese, 1960, p. 142; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, p. 84; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa, Il riporto*, in *Tratt. Cicu - Messineo*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1971, pp. 384-385; A. SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 454.

(51) Opta per la natura aleatoria F. MESSINEO, *Il contratto in generale* cit., p. 779. Opta per la natura commutativa la dottrina dominante tra cui E. GABRIELLI, *Contratti di borsa* cit., p. 577; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *Aspetti giuridici delle operazioni di borsa a premio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1965, I, p. 137; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti* cit., pp. 435 ss.; G. AULETTA, *Risoluzione e rescissione* cit., p. 173; G. MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, 1979, p. 47; A. DALMARTELLO, *Adempimento ed inadempimento* cit., p. 332. Così anche la giurisprudenza (Cass. 4 agosto 1988 n. 4825, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1990, p. 306).

(52) E. GABRIELLI, *Contratti di borsa* cit., p. 578.

to 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 controparte⁵³.

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 (ma questo maggiore guadagno, stimabile soltanto *a posteriori*, l'avrebbe certamente esposta *a priori* al rischio di variazione dei tassi).

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 contraente⁵⁴.

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 aleatorio⁵⁵.

Del pari, se un soggetto acquista un immobile con lo scopo speculativo di rivenderlo in seguito ad un prezzo superiore nessuno sosterrà che si tratti di un contratto aleatorio: la causa commutativa di scambio di bene contro prezzo si sarà perfettamente realizzata senza che possa ravvisarsi alcun vizio.

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

(53) A. SERRA, *Note in tema di aleatorietà* cit., p. 453.

(54) In tal senso v. App. Venezia, 15 settembre 2015 la quale ha affermato che “l'andamento del mercato dei tassi che non ha comportato quei flussi finanziari che il cliente si attendeva non è circostanza di per sé significativa, in quanto occorrerebbe allegare e dimostrare che il contratto escludesse in radice ogni concreta possibilità che il flusso finanziario potesse essere a favore del cliente”.

(55) Nello stesso senso A. PERRONE, *Contratti di swap* cit., p. 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.

Come detto in precedenza lo scopo perseguito dalle parti – sia esso di protezione o di speculazione (o di credito con l'*upfront*) – 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 giuridica⁵⁶.

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 opera-

(56) Cass. 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina A. PERRONE, *Contratti di swap* cit., p. 85, critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi, che inducono le parti a stipulare, al fine di determinare la natura giuridica e sottolinea che più correttamente si devono considerare gli interessi che il contratto è diretto oggettivamente a soddisfare. L'Autore, peraltro, in apparente contraddizione, ammette l'applicazione dell'art. 1933 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. F. ROSSI, il quale afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di swap, *Profili giuridici del mercato* cit., p. 612; ID., *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, pp. 87, 90; C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre – Dicembre 1998, n. 6, p. 16; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, pp. 597 e 599; E. M. 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, p. 205. In tema di contratti di opzione G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1292, esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie.

tori 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 unitario⁵⁷.

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* (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)^{58 59}.

(57) 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, pp. 86-87.

(58) Condivide questa affermazione E. PAGNONI, *Contratti di swap* cit., p. 1086.

(59) 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. B. INZITARI, *Swap (contratto di)* CIT., p. 612; R. AGOSTINELLI, *Swap contract* cit., pp. 123-125; F. CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, p. 792; ID., *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 359; A. PERRONE, *Contratti di swap* cit., p. 86; ID., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, p. 38; A. ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 204; C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi* cit., p. 403. È stato acutamente rilevato F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato* cit., p. 90, che le divergenti opinioni dottrinali sulla causa del contratto di *swap* vanno probabilmente imputate al diverso peso che viene attribuito a taluni elementi del contratto che possono ritenersi accidentali, neutri o comunque ininfluenti ai fini della sua qualificazione: ad esempio l'eccessiva importanza che viene da taluno attribuita al duplice scambio degli importi capitali, oppure la circostanza che le obbligazioni reciproche possono risolversi in quella di una sola parte per il pagamento del solo differenziale, oppure ancora la variabilità dei parametri applicabili alle reciproche obbligazioni pecuniarie o, infine, l'eccessiva rilevanza annessa all'esistenza o meno di contratti sottostanti, di prestito o di altro genere.

G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, pp. 599 ss., ha correttamente evidenziato l'equivoco dovuto alla confusione tra due profili diversi, l'interesse delle parti e il peculiare meccanismo di determinazione delle prestazioni. Il fine speculativo non incide, modificandolo, in alcun modo sul criterio di determinazione delle prestazioni. Tra la dottrina che si è espressa per la natura commutativa si ricorda, oltre a F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato* cit., M. MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria* cit., pp. 337-344; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari* cit., pp. 85 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio* cit., p. 188 ss.; ID., *Contratto di swap*

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

L'alea normale è stata definita come quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità: rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto⁶⁰.

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 tale⁶¹. 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 norma⁶². 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

e gioco cit., 1997, n. 3, pp. 599 ss; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise cit.*, p. 49 sebbene in tema di *domestic currency swap*, ma le argomentazioni addotte sono a maggior ragione applicabili agli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita cit.*, p. 41, limitatamente agli *interest rate and currency swap*; E. GIRINO, *I contratti derivati cit.*, pp. 169 ss. e 254; E. PAGNONI, *Contratti di swap cit.*, pp. 1086-1089; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati cit.*, p. 597.

(60) A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto cit.*, p. 173.

(61) M. SCALFI, *Digesto discipline private, Sezione civile, I*, voce *Alea*, Torino, 1987, p. 259; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita cit.*, p. 42; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap cit.*, p. 29. Non sembra aver compreso il punto E. GIRINO, *I contratti derivati cit.*, p. 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" *cit.*, p. 255.

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

è aleatorio, ma perché la variazione dei tassi di interesse o di cambio non può considerarsi un avvenimento straordinario e nel contempo imprevedibile. A contrario, 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! – ed 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^{63 64 65}.

Alla luce delle considerazioni fino ad ora svolte appare chiaro che non si riesce a condividere l'affermazione secondo la quale lo *swap* di pagamenti (primo prototipo) è un contratto aleatorio assimilabile ad una scommessa (razionale) o, come affermano apoditticamente le Sezioni Unite nella Sentenza, una “sorta di scommessa finanziaria differenziale” (5.3).

(63) Cass. 16 marzo 1984, n. 1799.

(64) 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. 2338, in *Foro it.*, 1993, I, p. 2192; Cass. 4 agosto 1988, n. 4825, in *Foro it.*, 1989, I, p. 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.

(65) Il Tribunale di Ascoli Piceno, 14 ottobre 2004, in *www.ilcaso.it*, 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.

5. In giurisprudenza vi sono stati pronunciamenti che hanno dichiarato la nullità del contratto derivato in quanto l'alea è stata considerata unilaterale⁶⁶.

A ben vedere tutti i casi analizzati riguardano contratti di *interest rate swap* (primo prototipo) collegati a contratti di opzione sui tassi di interesse (*cap, floor, collar*, ecc...) (terzo prototipo). Il contratto di opzione finanziaria (da non confondersi con il contratto di opzione *ex art. 1331 c.c.*) è un contratto aleatorio, la cui causa è assimilabile – pur essendo diversa – a quella dell'*emptio spei*.

La fattispecie dell'opzione, *rectius* contratto di pagamento condizionato (terzo prototipo), in generale è sostanzialmente, intrinsecamente e profondamente diversa dallo *swap* di pagamenti che è contratto a causa di scambio – non di scommessa –, commutativo, non aleatorio, non differenziale.

Analizziamoli separatamente dal punto di vista dell'alea.

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

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

Lo stesso risultato – la nullità – si può raggiungere seguendo un percorso aderente alla fattispecie del terzo prototipo: più precisamente si dovrebbe dire che se la condizione sospensiva da cui dipende la prestazione di una parte è impossibile il contratto è nullo ai sensi del secondo comma dell'art. 1354 c.c.

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

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

In questo senso si è correttamente espressa anche la criticabile giurisprudenza che sostiene che lo *swap* sia una scommessa lecita: “*l’eventuale sbilanciamento delle alee, ossia una sproporzione tra il rischio assunto dal cliente rispetto al rischio assunto dalla banca, non incide sulla struttura del contratto e quindi sulla validità, purché ciascuna delle parti, scommettendo, si assuma un grado (anche sbilanciato) di rischio*”⁶⁷.

Nello stesso senso è stato affermato che “*solo in presenza di alee unilaterali acclamate possa eventualmente sussistere un vizio invalidante il contratto*”⁶⁸ e che “*il contratto in derivati [!] sarà nullo solo se l’alea non esiste, nel senso che il risultato positivo per il cliente è impossibile*”⁶⁹.

Il tribunale di Roma ha affermato che il cliente “*non può lamentare la carenza di un elemento genetico del rapporto (la causa) sulla scorta del concreto e successivo andamento sfavorevole dell’operazione finanziaria*”⁷⁰.

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

Il tribunale di Milano ha affermato che “*la causa tipica dello swap è costituita dallo scambio di flussi finanziari in base alle variazioni dei tassi, mentre lo scambio reciproco dei rischi commerciali (che è soltanto la conseguenza della variazione predetta) è elemento esterno al negozio e ne connota la natura tendenzialmente aleatoria ed economicamente incerta per le parti contraenti*”, per poi pervenire alla condivisibile conclusione che “*la mancanza di alea bilaterale, pertanto, non potrebbe neanche astrattamente determinare la nullità negoziale per difetto di causa*”⁷¹.

Con la recente sentenza del 22 dicembre 2015 il tribunale di Milano ha affermato che “*l’alea del contratto derivato interest rate swap è una alea bilaterale, che è data dall’elemento variabile del tasso di interesse, la cui fluttuazione futura non è conosciuta dalle parti al momento della sottoscrizione del contratto e che rende incerto il sacrificio o il guadagno che le parti conseguiranno*”. Ha anche affermato che “*l’alea rientra nella*

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

(68) Lodo arbitrale 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI, v. p. 37 del lodo.

(69) Trib. Napoli, 24 giugno 2014, in *www.expartecreditoris.it*

(70) Trib. Roma, 25 ottobre 2013.

(71) Trib. Milano, 28 gennaio 2014.

causa del contratto derivato [!], nel senso che se manca l'alea viene meno la giustificazione dello scambio del differenziale [!] ⁷², e la mancanza di alea comporta la nullità del contratto ex art. 1418, secondo comma, c.c., in relazione all'art. 1325 c.c.” e che “l'alea manca quando il contratto derivato è strutturato in modo tale da rendere certo il sacrificio di una parte ed il guadagno dell'altra, ossia quando, secondo lo scenario probabilistico che si presenta alle parti al momento della sottoscrizione del contratto, la possibilità che si realizzi l'evento favorevole ad una parte e sfavorevole all'altra, è talmente basso da doversi ragionevolmente considerare nullo. Ed ancora, l'alea bilaterale non richiede che il rischio sia equilibrato, ossia che le parti abbiano la stessa probabilità che si verifichi l'evento a se favorevole, ma sussiste l'alea bilaterale anche quando è sopportato in misura diversa dai contraenti”.

La stessa sentenza ha escluso la dedotta nullità del contratto per carenza di causa ed indeterminatezza dell'oggetto in quanto “*l'alea del contratto è, inoltre, bilaterale e razionale, non essendovi elementi che facciano ritenere che, al momento della sottoscrizione del contratto (...), fosse prevedibile, con ragionevole certezza, che l'andamento futuro dell'euribor sarebbe stato al ribasso ed inferiore al ...%, con la conseguenza che la società attrice avrebbe dovuto sempre pagare*”.

Pertanto, l'*interest rate swap* che presenti lo scambio dei pagamenti, anche se squilibrati, non potrà essere dichiarato nullo per difetto di causa. Se così non fosse dovremmo sostenere che qualsiasi *plain vanilla interest rate swap* concluso in questo prolungato momento storico nel quale il tasso variabile più comunemente utilizzato – l'*euribor* – è negativo, cioè inferiore a zero ⁷³, è nullo in quanto colui che paga il tasso variabile (sia esso il cliente o la banca) negli anni futuri non potrà che pagare di più in quanto è assai più probabile che l'*euribor* cresca piuttosto che cali ulteriormente o rimanga negativo. Supponiamo di concludere un *interest rate swap* della durata di trenta anni nel quale una parte riceve il tasso fisso dello 0.02% (il tasso di mercato a maggio 2020 per uno *swap* a trenta anni) pagabile trimestralmente e contestualmente paga l'*euribor* a tre mesi (attualmente negativo). Il pagatore

(72) La lettura della sentenza testimonia l'incertezza della ricostruzione della fattispecie: se si tratta di *interest rate swap* non si ha un contratto differenziale. Inoltre l'affermazione “*l'alea rientra nella causa del contratto derivato*” non è corretta se riferita all'*interest rate swap* (o più in generale alle fattispecie del primo prototipo), mentre lo è se riferita alle fattispecie del secondo (contratto differenziale) e terzo prototipo (contratto di pagamento condizionato) quale il contratto di opzione sui tassi di interesse.

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

del tasso variabile riceve ovviamente – almeno nella fase iniziale – un flusso positivo. Oggi la maggioranza delle persone può pensare che nei prossimi trenta anni l'*euribor* cresca al di sopra di 0,02%, fatto oggettivamente più che probabile, ma il pagatore del tasso variabile può avere una diversa opinione e ritenere che l'*euribor* non cresca mai al di sopra di tale livello a causa del prolungarsi delle difficoltà economiche. Se la maggioranza ha ragione e l'*euribor* dopo qualche anno sale significativamente in seguito, ad esempio, ad una ripresa economica inflazionistica il pagatore del tasso variabile subirà significative perdite: dobbiamo considerare nullo il contratto perché la probabilità che ciò accadesse era elevata? Ovviamente la risposta è negativa.

È stato recentemente affermato dalla Corte di Appello di Venezia⁷⁴ che *“l'andamento del mercato dei tassi che non ha comportato quei flussi finanziari che il cliente si attendeva non è circostanza di per sé significativa, in quanto occorrerebbe allegare e dimostrare che il contratto escludesse in radice ogni concreta possibilità che il flusso finanziario potesse essere a favore del cliente”*.

Da qui emerge chiaramente la differenza di approccio da utilizzarsi in merito all'unilateralità dell'alea: se il contratto derivato è aleatorio – ed è il caso del contratto di opzione, *rectius*, del contratto di pagamento condizionato (terzo prototipo) – e manca l'alea, o l'alea è esclusivamente di una sola parte (il che significa che la condizione sospensiva posta è impossibile), la causa è invalida in quanto manca lo scambio delle alea (o più semplicemente perché trova applicazione l'art. 1354, secondo comma c.c.); se il contratto è commutativo l'alea economica, anche elevata o del tutto assente o a carico di una sola parte, non invalida il contratto.

Ha senso così parlare di unilateralià dell'alea nel contratto di opzione con la precisazione che l'alea nel contratto di opzione (terzo prototipo) non può mai essere perfettamente bilaterale proprio in funzione della struttura del contratto (una parte paga il premio che rappresenta il suo massimo rischio e l'altra rischia di pagare somme senza limiti), mentre non ha senso parlarne in un contratto di *swap* di pagamenti. I vizi della causa di questi contratti andrebbero analizzati con gli stessi strumenti che si utilizzano per tutti i contratti, a seconda della loro natura, senza doversi inventare nuovi ed astrusi orpelli.

(74) App. Venezia 15 settembre 2015.

6. Per meglio comprendere le motivazioni che portano a considerare errata la minoritaria dottrina e giurisprudenza⁷⁵ che considera la *mark-to-market* quale elemento contrattuale (tesi sposata con la Sentenza dalle Sezioni Unite della Corte senza motivazioni persuasive) 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 finanziari⁷⁶. È una valutazione – semplice o complessa che sia – che non può considerarsi necessaria per determinare l'alea di un contratto aleatorio (né di un contratto commutativo come il *plain vanilla swap*).

Il valore di mercato del derivato e 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 pagamento⁷⁷.

È stato ormai recepito anche dalla giurisprudenza che il valore *mark-to-market* o *fair value* non corrisponde ad un profitto per la banca (o intermediario o impresa di investimento) 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

(75) Trib. Milano, 16 giugno 2015; App. Milano, 11 novembre 2015; Lodo 4 luglio 2013, Pres. MARCHETTI, Arbitri GIRINO, FERRARINI (dissenziente), in *dirittobancario.it.*; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Contratti*, 2014, p. 1012, con nota di M. INDOLFI; App. Milano, 18 settembre 2013, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, p. 278, con nota di A. TUCCI; in *Nuova giur.comm.*, 2014, p. 206 con nota di L. BALLERINI; in *Giur.comm.*, 2014, II, p. 227, con nota di F. CAPUTO NASSETTI; in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 295 con nota di R. DI RAIMO; ed in *Soc.*, 2014, p. 441, con nota di L. CALZOLARI.

(76) Cass. Penale, 21 dicembre 2011, n. 47421, in *www.dirittobancario.it*.

(77) App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 93. V. anche App. Milano, 3 marzo 2016, n. 858.

dal cliente indipendentemente dal concreto andamento del contratto⁷⁸. Nello stesso senso la Suprema Corte ha affermato che il presunto vantaggio patrimoniale per la banca, e correlativo svantaggio per il cliente, non può rinvenirsi nel concetto di *mark-to-market*, in quanto tale valore non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata⁷⁹.

È stato correttamente affermato che il *mark-to-market* non corrisponde ad alcuna effettiva uscita di cassa da parte del cliente né ad alcuna somma effettivamente percepita dalla banca e, pertanto, costi impliciti a carico del cliente non possono essere ravvisati nel valore negativo del *mark-to-market* al momento della sottoscrizione dei contratti, e ciò perché il *mark-to-market* non esprime un valore reale, ma di mera proiezione in termini di attualizzazione⁸⁰.

È stato inoltre evidenziato che il margine lordo di intermediazione non comporta, né al momento della conclusione dello *swap* né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente ma consiste nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. È pertanto chiaro che alla stipulazione del contratto il *mark-to-market* è solo astrattamente nullo, mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo⁸¹.

La Corte dei Conti Abruzzo⁸² 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

(78) App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 138; Cons. St., 27 novembre 2012, n. 5962, in *Giur. Comm.*, 2013, p. 357 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*. Nello stesso senso v. lodo arbitrale 29 gennaio 2014 (Pres. LENER, Arbitri GIRINO, PERRONE) 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" (in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/lodo_arbitrale_milano_29_gennaio_2014.pdf).

(79) Cass. Penale, 21 dicembre 2011, n. 47421, in www.dirittobancario.it.

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

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

(82) C. Conti Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259.

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 proprio⁸³.

Il Tribunale di Milano⁸⁴ ha affermato che il cosiddetto *mark-to-market*, o altrimenti detto *fair value*, è un valore che viene dato in un certo momento della vita del contratto derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali, e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Al più il *mark-to-market* potrebbe essere ritenuto l'oggetto di un patto accessorio al contratto derivato (ad esempio, un patto con cui le parti convengono espressamente di operare la suddetta stima, cioè la finzione di scadenza anticipata con frequenza giornaliera e quindi di accantonare i relativi margini a reciproca garanzia come se realmente il contratto dovesse essere eseguito, creando così una sorta di deposito cauzionale) ovvero, un patto volto a disciplinare le modalità di recesso anticipato dal contratto di durata.

La conseguenza di quanto sopra porta il Tribunale di Milano (e anche quello di Genova⁸⁵) alla corretta affermazione che *il mark-to-market non rientra nell'oggetto del contratto di swap, né tanto meno nella causa dello stesso. “Il mark-to-market costituisce la sommatoria attualizzata dei*

(83) App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 186. Nello stesso senso v. lodo arbitrale 17 giugno 2015 Pres. LACCHINI, Arbitri RIMINI, SANGIOVANNI.

(84) Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, p. 748, con nota di E. GIRINO.

(85) Trib. Genova, 30 novembre 2015.

differenziali futuri in forza dello scenario esistente in un dato momento. Oggetto del contratto di interest rate swap non è dunque lo scambio di flussi attesi, bensì quello di flussi reali futuri. Conseguentemente il differenziale dei contrapposti flussi finanziari, determinato attraverso il mark-to-market non è l'oggetto del contratto ma l'espressione del suo valore in un determinato momento; il fatto poi che tale valore, proprio perché mutevole nel tempo, debba essere esplicitato nella nota integrativa in base alla previsione di cui all'art. 2427-bis c.c. non vale a costituirlo come oggetto del contratto”⁸⁶.

Poche parole vanno spese in merito all'argomento, a volte ricorrente, a sostegno del fatto che il *mark-to-market* sia un elemento contrattuale in quanto l'art. 2427-bis c.c. ne prevede l'esplicitazione nella nota integrativa al bilancio. Tale argomento non appare condivisibile in quanto il *mark-to-market* è previsto per numerose altre fattispecie – azioni, obbligazioni e strumenti finanziari in generale – per le quali non esiste alcun dubbio che esso non sia un elemento del contratto. Infine, se il *mark-to-market* fosse un elemento del contratto non si comprende come potrebbe essere risolto il problema nel caso in cui il valore di mercato non potesse essere calcolato come previsto dal terzo e quarto comma della norma in esame⁸⁷: sarebbe un elemento contrattuale solo qualora fosse calcolabile!

La sentenza del 22 dicembre 2015 emessa dal Tribunale di Milano ha ulteriormente precisato che *“in ogni caso, anche ipotizzando che il contratto derivato avesse una posizione negativa di €...., deve escludersi che detto elemento incida sulla causa del contratto e ne comporti la nullità. Infatti, il mark-to-market rappresenta il valore del derivato in un dato momento, secondo una proiezione fondata sulle aspettative del mercato e quindi un elemento variabile e non essenziale del contratto, che può rilevare sul piano dell'informativa che l'intermediario deve dare al cliente, ma che non appartiene alla causa del contratto”*.

(86) Trib. Genova, 30 novembre 2015. Nello stesso senso v. lodo arbitrale 17 giugno 2015 Pres. LACCHINI, Arbitri RIMINI, SANGIOVANNI.

(87) Art. 2427-bis, terzo comma e quarto, c.c.: “[3] Il *fair value* è determinato con riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato. [4] Il *fair value* non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile”.

Il Tribunale di Torino ha confermato in maniera esemplare questa lettura del *mark-to-market*⁸⁸ in pieno contrasto con due note pronunce milanesi del 2015⁸⁹.

Un recente lodo arbitrale ha statuito che “*il mark-to-market non rappresenta un elemento essenziale del contratto derivato, traducendosi nell’apprezzamento del valore teorico stimato del derivato stesso (basato su aspetti previsionali), con la conseguenza che l’omessa informativa, da parte dell’intermediario, di tale valore al cliente non appare di per sé idonea a comportare la nullità del contratto per mancanza di causa in concreto*”⁹⁰. Altro recente lodo arbitrale ha affermato che “*il mark-to-market non è un elemento del contratto di interest rate swap, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell’alea del contratto e non esiste un obbligo di comunicare il valore mark-to-market di un contratto derivato tra banca ed operatore qualificato. La mancata comunicazione del valore mark-to-market, delle commissioni e profitti dell’intermediario non solo non incide sulla validità del contratto, ma non concreta nemmeno la violazione dell’art. 21, T.u.f.*”⁹¹.

I componenti dei costi e margini che concorrono a rendere il *mark-to-market* negativo per il cliente al momento della conclusione del contratto derivato sono stati ben messi in evidenza e spiegati nella sentenza del Consiglio di Stato n. 5962/2012⁹² e verranno ripresi nel paragrafo relativo al *par swap*. 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

(88) “Nessuna norma, primaria o regolamentare, prevede che lo swap debba avere valore di mercato pari a zero; ne vi è disposizione di legge che imponga un obbligo di esplicitazione di tali costi a pena di nullità per carenza di causa. È, inoltre, acquisizione pacifica in giurisprudenza e dottrina che il valore iniziale del derivato, concluso tra un intermediario e un cliente retail, incorpora un margine di intermediazione che riflette, tra l’altro, il rischio di credito che la banca assume per il caso di insolvenza del cliente, il margine di profitto (c.d. *mark-up*) nonché il costo di copertura dell’operazione. I costi impliciti dei prodotti finanziari OTC dunque esistono, non snaturano la causa del contratto, non ne determinano la nullità per presunta carenza di causa, né obbligano a compensare il cliente tramite erogazione di *upfront*. Detti costi implicano soltanto un dovere di trasparenza informativa nei confronti del cliente, come sancito dalla comunicazione Consob del 2 marzo 2009 n. 9019104” (Trib. Torino, 30 luglio 2015).

(89) Trib. Milano, 16 giugno 2015; App. Milano, 11 novembre 2015.

(90) Lodo arbitrale 24 luglio 2015, Pres. PRAVETTONI, Arbitri MASSERDOTTI, SERRA.

(91) Lodo arbitrale 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 285.

(92) Pubblicata in *Giur. comm.*, 2013, p. 357 con nota di F. CAPUTO NASSETTI cit.

la banca debba riconoscere alla controparte un *upfront* per equilibrare il contratto. Appare quasi superfluo ricordare che non esiste alcuna norma che impone 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 si comunicano gli estremi del titolo non si riesce ad individuare l'oggetto del contratto che sarà, quindi, nullo. Ma la banca non è in alcun modo 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 anche qualora, in seguito, il titolo acquistato dovesse valere l'ottanta per cento o il centoventi per cento del prezzo di acquisto il cliente non avrebbe perso o guadagnato alcunché, salvo il caso in cui venda il titolo a tale prezzo.

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

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 il suo valore (*mark-to-market* o *fair value*)⁹³. Oltre a non essere previsto un obbligo di fornire tale

(93) Secondo il Tribunale di Pistoia (2 luglio 2015) "*l'esistenza di un margine lordo implicito in favore della banca, costituito ora dalle condizioni più favorevoli che questa ottiene sul mercato per concludere il derivato di segno opposto, ora dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi, non costituisce, di per sé, segno di una patologia dell'operazione, risultando anzi del tutto fisiologica*". La Corte di Appello di Milano (3 giugno 2014, in *dirittoeigiustizia.it*, con nota di R. BENCINI) "*non commette il reato di truffa il dipendente della banca che omette di esplicitare al cliente i costi sostenuti dall'intermediario, introdotti nella struttura del prodotto derivato e richiesti per l'attività di gestione del medesimo, difettando un obbligo ex lege di comunicazione di tale informazione*". Secondo il Tribunale di Verona (25 marzo 2013, in *Soc.*, p. 943, con nota di L. CALZOLARI; in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 719 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e rinegoziazione dello swap: una sentenza convincente*) "*la c.d. commissione implicita, più correttamente definibile come margine lordo di intermediazione, non comporta, né al momento della conclusione di un contratto di swap né durante la vigenza di esso, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente poiché consiste nella differenza*

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 renda noto all’acquirente del biglietto gli elementi essenziali dell’estrazione o della gara.

Nel contratto di opzione sui tassi, che è sicuramente aleatorio ed assimilabile alla *empio spei*⁹⁴, 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 na-

tra il valore corrente (c.d. fair value) del contratto al momento della sua rilevazione e il fair value di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Pertanto la domanda del cliente di condanna dell’intermediario al pagamento di importi che siano stati addebitati al primo, in relazione ad un contratto di swap, a titolo di c.d. commissioni implicite è diretta a riequilibrare il profilo economico di quella operazione e quindi postula la volontà di mantenere in essere il contratto, se questo sia ancora in vigore, o comunque di trarre vantaggio da esso, confermandone, quindi, l’adeguatezza. Tale domanda risulta quindi inconciliabile con la domanda di annullamento per errore o dolo del contratto nonché con quella di risoluzione per inadempimento e con quella di nullità che siano fondate sulla violazione degli obblighi comportamentali dell’intermediario”. In senso conforme lo stesso Tribunale di Verona si è espresso con sentenza 5 novembre 2012. Il Tribunale di Verona (10 dicembre 2012, in www.ilcaso.it) ha anche osservato che, “nei contratti di swap, il margine lordo in favore della banca non è di per sé segno di una patologia dell’operazione, almeno che l’importo di esso risulti eccessivo e comporti una sbilanciamento dell’operazione in danno del cliente”. In senso contrario la già citata sentenza della Corte di Appello di Milano (18 settembre 2014), Trib. Pescara, 24 ottobre 2012, in www.ilcaso.it.

(94) Simile accostamento si trova anche nella citata sentenza n. 1937 della Corte di Appello di Milano, p. 192.

vigazione 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 *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*⁹⁵ per i più complessi, passando per la *Black & Scholes*⁹⁶ 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

(95) Il metodo Monte Carlo fa parte della famiglia dei metodi statistici non parametrici. È utile per superare i problemi computazionali legati ai test esatti (ad esempio i metodi basati sulla distribuzione binomiale e calcolo combinatorio, che per grandi campioni generano un numero di permutazioni eccessivo). Il metodo è usato per trarre stime attraverso simulazioni. Si basa su un algoritmo che genera una serie di numeri tra loro incorrelati, che seguono la distribuzione di probabilità che si suppone abbia il fenomeno da indagare.

(96) La formula di Black e Scholes è l'espressione per il prezzo di non arbitraggio di un'opzione *call (put)* di tipo europeo, ottenuta sulla base del modello dei matematici Black, Merton e Scholes, inizialmente formulata da Black e Scholes nel 1973 (*The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journal of Political Economy*, n. 81, pp. 637-654). V. anche J. C. HULL, *Options, Futures and Other Derivative Securities*, 1997, Prentice Hall International; trad. it. a cura di E. BARONE, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.

a determinare l'alea del contratto, mentre il secondo è indispensabile elemento del contratto senza il quale non si riesce a determinare l'oggetto del contratto (e l'alea, nel caso in cui sia il contratto aleatorio). Nel caso dell'opzione (terzo prototipo) non si può sostenere che vi sia un vizio genetico rappresentato dalla indeterminabilità prospettica dell'alea e dovuto alla mancata comunicazione del valore del contratto (*mark-to-market* o *fair value*): in realtà, non pare sussistere tale obbligo non solo in un contratto commutativo come lo *swap*, ma anche nell'opzione, certamente aleatoria. L'alea non è affatto indeterminabile, avendo il cliente a disposizione tutti gli elementi del contratto; non si vede perché una banca debba comunicare il valore del contratto alla controparte professionale, la quale si dovrebbe, invece, fare la propria opinione utilizzando le metodologie disponibili per valutarlo. Non si vede perché sia un contraente a dover dare all'altro il suo parere – perché è di questo che si sta parlando – sul valore del contratto⁹⁷. L'onere di farsi la propria opinione sul valore del contratto spetta tuttalpiù al diligente contraente professionale, il quale non dovrebbe basarsi sull'opinione della sua controparte. Spetta al cliente decidere se pagare in un negozio di alta moda il prezzo di 2.000 euro per una borsa di plastica “firmata” da uno stilista, il cui valore intrinseco è probabilmente di 50 euro, e la compravendita di un'automobile usata non sarà nulla solo perché l'acquirente scopre dopo l'acquisto che il concessionario la ha pagata un terzo di quanto ha pagato il compratore.

Ultimo argomento da evidenziare in merito al *mark-to-market* è il fatto che esso rappresenta anche il costo di sostituzione previsto dall'art. 203, secondo comma, t.u.f., e come tale appare evidente che non possa essere un elemento costitutivo del contratto derivato.

In definitiva, raccogliendo le vele sul *mark-to-market*, si può affermare che la giurisprudenza che ritiene il *mark-to-market* elemento del contratto (e la cui assenza comporta la nullità del contratto stesso) non appare condivisibile⁹⁸.

(97) Non si deve cadere nell'errore di ritenere che l'intermediario finanziario, sia parte necessaria del contratto derivato in quanto stiamo analizzando e definendo il contratto in quanto tale e al di fuori del regime speciale che vede l'intermediario obbligato ad agire nell'interesse del cliente.

(98) Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Contratti*, 2014, p. 1012, con nota di M. INDOLFI; App. Milano, 18 settembre 2013; Trib. Milano, 15 giugno 2015; App. Milano, 11 novembre 2015; Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 700, con nota di U. MINNECI; Lodo arbitrale 4 luglio 2013, Pres. MARCHETTI, Arbitri GIRINO, FERRARINI (dissenziante), in *www.dirittobancario.it* o in *Giur. com.*, 2015, 337, con nota critica di F. CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*.

Se da un lato appare chiaro che il *mark-to-market* non è un elemento contrattuale vi è da domandarsi se la mancata comunicazione dello stesso al cliente della banca possa causare l'annullamento del contratto derivato. Il Tribunale di Milano ha affermato che si deve escludere che l'omessa informativa sul *mark-to-market* comporti un errore sull'oggetto del contratto⁹⁹, ed è noto principio che l'errore sulla valutazione economica della cosa oggetto del contratto non rientra nella nozione di errore di fatto idoneo a giustificare una pronuncia di annullamento del contratto in quanto non incide sull'identità o qualità della cosa, ma attiene alla sfera dei motivi in base ai quali la parte si è determinata a concludere per effetto delle proprie personali valutazioni sull'utilità economica dell'affare¹⁰⁰. In tema di annullamento per dolo è stato osservato che l'investitore che, in presenza di un contratto *swap*, denuncia l'esistenza di commissioni occulte deducendo l'annullamento del contratto per vizio del consenso consistente in dolo ha l'onere di fornire la prova degli elementi necessari per dimostrare l'esistenza del lamentato vizio della volontà. Qualora la doglianza sia configurabile come dolo omissivo, per aver l'intermediario taciuto l'esistenza di tali commissioni, l'investitore ha l'onere di dimostrare che, con riferimento allo specifico contesto, il silenzio dell'intermediario ha assunto rilevanza in ordine alla determinazione volitiva¹⁰¹.

In sede arbitrale, dopo aver constatato che *“il mark-to-market non è un elemento del contratto di interest rate swap, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell'alea del contratto”* è stato affermato che *“non esiste un obbligo di comunicare il valore mark-to-market di un contratto derivato tra banca ed operatore qualificato e la mancata comunicazione del valore mark-to-market, delle commissioni e profitti dell'intermediario non solo non incide sulla validità del contratto, ma non concreta nemmeno la violazione dell'art. 21, T.u.f.”*¹⁰².

Corollario finale relativo al *mark-to-market* è l'inconsistenza di quella teoria che afferma la necessità in capo alla banca di fornire al cliente, al momento della conclusione del contratto derivato, *gli scenari probabilistici*. Se tali informazioni, del tutto soggettive e che variano da operatore ad operatore, possono essere commercialmente utili, esse non sono affatto necessarie dal punto di vista giuridico, non esistendo alcun obbligo in tal senso (salvo quanto previsto dal regime Mifid e salvo che siano oggetto specifico di un contratto di consulenza).

(99) Trib. Milano, 22 dicembre 2015.

(100) Cass. 3 settembre 2013, n. 20148.

(101) Tri. Verona, 10 dicembre 2012, in *www.ilcaso.it*.

(102) Lodo arbitrale 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI.

Più in generale si vuole evidenziare l'inesistenza di un obbligo di informazione del valore *mark-to-market* del contratto, esistendo tutt'al più una raccomandazione di comunicare il valore del contratto "illiquido", introdotta nel 2009 dalla Consob¹⁰³, escludendo ogni effetto retroattivo (essendo stata introdotta solo a tutela della clientela al dettaglio, e pertanto non applicabile agli operatori professionali ed al di fuori del regime speciale previsto dal t.u.f.).

Né si può argomentare che gli art. 21, t.u.f. e 26 del regolamento intermediari impongano un simile obbligo essendo essi stessi norme generali e generiche che non impongono specifici obblighi informativi. Esse presuppongono, al contrario, 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. In assenza dell'obbligo di comunicazione del *mark-to-market* e degli scenari probabilistici appare infondato sostenere la violazione dell'art. 21 t.u.f. in quanto si debbono, in concreto, indicare quali obblighi di correttezza e trasparenza siano stati violati, senza limitarsi a generiche petizioni di principio¹⁰⁴.

In sintesi, non esiste alcuna norma specifica che imponga un obbligo di informare la controparte del valore del contratto. Non può utilizzarsi in senso contrario la raccomandazione Consob sopra citata in quanto (i) non impone un obbligo – è soltanto una raccomandazione –, (ii) si applica esclusivamente ai clienti al dettaglio e quindi, *a contrariis* (iii) non è comunque applicabile agli operatori professionali, i quali si presuppone siano in grado di fare tali valutazioni – contrasterebbe infatti con il regime normativo previsto per questi operatori – e comunque non si applica al di fuori del regime speciale del t.u.f.

Non si può infine nemmeno 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.

7. Nel mercato finanziario i contratti derivati presentano tendenzialmente una ragionevole equivalenza economica tra i valori

(103) Comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009.

(104) Lodo arbitrale 10 febbraio 2015, NUZZO (Presidente), PICOZZI e RIMINI; App. di Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 127, in relazione al procedimento penale per i contratti derivati sottoscritti dal Comune di Milano con quattro banche.

attuali delle prestazioni di pagamento delle parti. Dal punto di vista economico si insegna, ad esempio, che i flussi di cassa attualizzati dei pagamenti previsti in uno *swap* di interessi in capo ad ogni contraente devono equivalersi. Questa affermazione necessita peraltro di alcune importanti qualificazioni. In particolare, ogni controparte presenta un profilo di rischio di credito diverso e, pertanto, questa differenza si estrinseca in un maggiore o minore tasso di interesse che viene applicato nel determinare le prestazioni delle parti. Lo stesso identico *swap* concluso da una banca con Tizio con qualità creditizia ottima e con Caio dotato di scarsa qualità creditizia non potrà intuitivamente avere uguali flussi di cassa, comportando il diverso margine per il rischio di credito valori diversi.

Parimenti, due banche diverse quoteranno a Sempronio per lo stesso identico contratto condizioni diverse in quanto la percezione dello stesso rischio creditizio di norma non coincide, ovverossia il premio per il rischio di credito è del tutto discrezionale e dipende da numerosi fattori, alcuni dei quali legati alla posizione della banca che assume il rischio (costi operativi, costo del capitale, aspettativa di profitto, ecc...).

Le metodologie di *pricing* dei contratti derivati¹⁰⁵ 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, 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

(105) L. G. DOUGLAS, *Yield curve analysis, The fundamentals of risk and return*, New York Institute of Finance, New York, 1988; M. STIGUM, *The money market*, Homewood, Illinois, 1983; I. NELKEN, *The handbook of exotic options*, Irwin, Chicago, 1996; B. ANTL, *Management of interest rate risk*, Londra, Euromoney Institutional Investor/Pec, 1988; J. C. HULL, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1995; D. FITZGERALD, *Financial options*, Londra, Euromoney Publications Limited, 1987.

non fossero 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.

Si usa distinguere il processo del *pricing* in senso stretto dal processo di *valuation* – valutazione –: 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^{106, 107}.

Nel determinare il valore di uno *swap* al risultato della formula sopra citata vanno applicate le considerazioni indicate in precedenza e, in particolare, il premio teorico viene modificato per tenere conto dei fattori quali il rischio di credito, il rischio operativo, il premio per l'illiquidità, i costi operativi e amministrativi, i costi legati all'innovazione e complessità del contratto, il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Ben si comprende che ai risultati delle formule matematiche universalmente riconosciute vanno applicati quei fattori correttivi sopra

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

(107) 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 2003, p. 61).

descritti che sono diversi per ogni controparte e per ogni contratto e la cui quantificazione è in buona parte determinata da valutazioni soggettive, quale può 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.

Invocare l'invalidità del contratto sulla base del fatto che il valore dello *swap* è positivo per l'intermediario finanziario, e differisce dal suo valore teorico, significa non comprendere non solo le elementari regole di mercato, ma anche la struttura giuridica del contratto in esame.

La giurisprudenza maggioritaria si è espressa nel senso sopra indicato sostenendo che la commissione implicita, più correttamente identificata come margine di intermediazione lordo, rappresenta la differenza tra il valore corrente del contratto, c.d. *fair value*, ed il valore teorico al momento della conclusione del contratto¹⁰⁸.

8. 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 comunicare¹⁰⁹ il *mark-to-market* o *fair value* del contratto derivato, (iii) si è provato 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* o altro contratto derivato 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 finanziaria¹¹⁰. Cento euro tra un anno, cento tra due anni e cento fra tre anni non equivalgono

(108) Trib. Verona 25 marzo 2013, in *Giur. comm.*, 2014, p. 719 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e rinegoiazione* cit.; Trib. Torino, 30 luglio 2015; Trib. Verona, 5 novembre 2012; Trib. Milano 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, p. 748; Lodo arbitrale 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI. In senso contrario Trib. Milano 14 aprile 2011.

(109) Fatto salvo il regime speciale previsto dalla Mifid.

(110) La matematica finanziaria studia gli effetti del tempo sul valore del denaro. Cfr. L. G. DOUGLAS, *Yield curve analysis*, New York Institute of Finance, 1988, pp. 3-28; C. J. WOELFEL, *The desktop guide to money, time, interest and yields*, Probus Publishing Company, Chicago, 1986, pp. 7-79; M. STIGUM, *Money market calculations*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1981, pp. 15 ss.; B. CAROBENE, *Guida pratica ai calcoli finanziari*, Milano, 1989, pp. 9 ss.; E. LEVI, *Matematica finanziaria e attuariale*, Milano, 1990.

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.

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.

Così come in un negozio di alta moda la vendita della borsa di plastica al prezzo di 2.000 euro con valore intrinseco 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 per il fatto che non è stato comunicato il valore o *mark-to-market* del contratto¹¹¹ fatto ovviamente salvo il nuovo regime speciale a tutela del cliente non professionale dell'intermediario. 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.

9. Come noto i contratti derivati non sono riconducibili ad una unica fattispecie contrattuale in quanto essi si attuano attraverso cinque diverse strutture giuridiche (indicate come prototipi): due tipiche e commutative (compravendita ed opzione *ex art. 1331 c.c.*), una atipica e commutativa (*swap* di pagamenti) e due atipiche ed aleatorie (contratto differenziale e contratto di pagamento condizionato)¹¹².

(111) Fatto salvo il regime speciale previsto dalla Mifid.

(112) F. CAPUTO NASSETTI, Voce *Strumenti finanziari derivati* in *Enc. dir. cit.*

Pertanto, appare metodologicamente non corretta la qualificazione dei *contratti derivati* come scommesse legalmente autorizzate promossa da una recente dottrina¹¹³ e sposata da alcuni giudici¹¹⁴. Non appare parimenti condivisibile l'affermazione delle Sezioni Unite quando afferma apoditticamente che “*i contratti derivati, in quanto aleatori, sarebbero...*” (8.2).

Tale approccio definitorio potrebbe tutt'al più essere utilizzato – in astratto – con riferimento al secondo ed al terzo prototipo di contratto derivato, e cioè al contratto differenziale (*domestic currency swap, future rate agreement, financial futures, equity forward con cash settlement, fund forward con cash settlement, credit spread swap, forward* su indici economici, *commodity forward con cash settlement, weather index swap* con singolo pagamento) ed al contratto di pagamento condizionato (opzioni sui tassi di interesse quali *cap, floor, corridor, collar*, ecc., *commodity put, call, collar, weather call, put e collar, credit default swap, economic call o put option*), entrambi giuridicamente aleatori.

La tesi delle scommesse legalmente autorizzate si basa sull'argomento apodittico che il legislatore avrebbe espressamente riconosciuto e recepito nell'ordinamento questi contratti in quanto “scommesse razionali”. La conseguenza di tale indimostrata affermazione è che diventerebbe necessario, affinché la causa sia lecita, *a*) misurare in maniera scientifica, in termini necessariamente probabilistici, la quantità (*mark-to-market*) e la qualità (scenari di probabilità dei quali il *mark-to-market* rappresenta la media ponderata) dell'alea, entrambi conosciuti dall'intermediario che ha predisposto unilateralmente il contratto determinandone le condizioni economiche, sulla base di un ben preciso modello matematico di calcolo; *b*) raggiungere l'accordo tra le parti su tali misurazioni. I sostenitori di tale tesi infatti ritengono che tali misurazioni ed i relativi modelli di calcolo non solo debbano essere conosciuti dall'investitore, ma siano altresì oggetto dell'accordo stesso tra investitore ed intermediario: il che significa che occorre che i contraenti si accordino non solo sulle condizioni economiche – che rappresentano i criteri di calcolo delle reciproche prestazioni pecuniarie (tipicamente sempre presenti nei contratti di swap e senza le quali non

(113) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, 2014, p. 21; M. INDOLFI, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, Padova, 2013, p. 147; R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, 2014, p. 47.

(114) App. Milano, 18 settembre 2013, in www.dirittobancario.it, 2013; Trib. Lecce (ord.), 21 aprile 2011, in www.ilcaso.it.

si potrebbero determinare le prestazioni) – ma anche sulla quantità delle alee (dove la necessità che vi sia accordo sul *mark-to-market* iniziale), sulla qualità delle alee (dove la necessità che vi sia accordo sugli scenari di probabilità), sui criteri adottati per il calcolo (dove la necessità che vi sia accordo sul preciso modello matematico di calcolo). Il tutto, trattandosi dell'oggetto del contratto, a pena, ovviamente, di nullità¹¹⁵.

Prima di evidenziare alcune osservazioni alla tesi sopra descritta si segnala che essa non appare mettere in discussione alcuni punti ormai fermi in materia di contratti derivati e più precisamente *a*) che il fine di copertura o di speculazione è da ricondurre ai motivi che determinano una parte a contrarre, *b*) che i contratti derivati con fine speculativo sono leciti al pari di quelli con fine di copertura (il legislatore, infatti, non fa distinzioni nel loro riconoscimento), *c*) che la speculazione non è illecita né causa di nullità.

La prima osservazione alla tesi in esame è che la misurazione (quantitativa e qualitativa) dell'alea (sia in sede di conclusione che in sede di esecuzione o scioglimento del contratto) non è un requisito previsto da alcuna norma. La "necessarietà" di tali misurazioni non è prevista dal legislatore, ma dalla stessa dottrina in commento, così come l'illiceità della causa che ne discenderebbe è frutto di una ricostruzione della medesima dottrina. Assumere che sia oggetto del contratto la *misurazione* dell'alea è cosa ben diversa dall'affermare che l'oggetto del contratto (aleatorio) sia l'alea. Nessun contratto aleatorio tipico (rendita perpetua, *emptio spei*, assicurazione, ...) richiede ai fini della validità che vi sia un accordo sulla misurazione, tantomeno scientifica, dell'alea. Nessun contratto aleatorio richiede tale misurazione ai fini della sua validità, fermo restando che se mancasse del tutto l'alea si avrebbe un vizio causale¹¹⁶. Una cosa è affermare che l'alea è presente in qualsiasi misura, altro è fare assurgere ad elemento dell'accordo del contratto le metodologie per misurarla quantitativamente e qualitativamente. Il fatto che vi debba essere l'alea – pena la nullità del contratto aleatorio – non significa necessariamente che si debba raggiungere un accordo su formule matematiche o modelli previsionali. Il contratto di assicurazione di un immobile già distrutto prima della conclusione del contratto è nullo perché l'alea non esiste (e quindi manca la causa dello stesso) e

(115) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto* cit., p. 21.

(116) A maggior ragione anche nei contratti commutativi con alea economica elevata, quali sono i contratti a termine su strumenti finanziari, non appare abbia senso imporre come componente dell'oggetto del contratto i modelli di misurazione del rischio di variazione.

non perché le parti non hanno convenuto il metodo per misurarla. Al pari l'*emptio spei* del pescatore con le reti bucate è nulla perché manca l'alea, non perché manca il metodo per misurarla: così deve essere per il contratto derivato differenziale o di pagamento condizionato nel quale l'alea non esiste. A questo proposito si evidenzia che sembra improbabile riuscire a concepire un contratto differenziale che sia privo di alea in quanto, per definizione, l'evento futuro (il secondo prezzo a termine del contratto differenziale) è tale da creare l'alea. Altrettanto improbabile è riuscire a concepire un contratto di pagamento condizionato che sia privo di alea in quanto, per definizione, l'evento futuro ed incerto (la condizione sospensiva da cui dipende il pagamento) è tale da creare l'alea. Anche quando tale evento è remoto o improbabile il contratto merita tutela: si pensi all'acquisto di un *cap* al 12% sull'*euribor* trimestrale dell'euro della durata di 3 anni. Il premio di tale contratto sarà molto basso vista la scarsa probabilità che ciò si avveri nei prossimi 3 anni, ma ciò non toglie che sia assolutamente lecito. Se poi la durata fosse 30 anni le probabilità, ancora contenute sulla base dell'attuale mercato, sarebbero maggiori soprattutto se il compratore del *cap* ritenesse probabile una ripresa economica inflazionistica mirante alla riduzione del debito pubblico. Si tratta in definitiva di valutazioni del tutto soggettive non diverse da quelle che molti soggetti avevano effettuato quando agli inizi degli anni 2000 hanno voluto proteggersi dal rialzo dei tassi di interesse in euro (ad esempio, *euribor* trimestrale) – che allora erano in continua salita, oltre il 5% – e che sono poi crollati sotto lo zero, divenendo addirittura negativi: quanti lo avevano previsto? La risposta è abbastanza ovvia.

Si pensi al *credit default swap* con ente di riferimento il governo degli Stati Uniti: chi può pensare oggi che possa andare in *default*? Eppure esiste un mercato nel quale vi sono controparti pronte ad assumere tale rischio e controparti pronte a pagare per avere tale protezione. D'altronde il debito pubblico americano è a livelli stratosferici e non mancano argomenti a sostegno di un tale – sebbene estremamente remoto – scenario. Chi comprò tale protezione nel 2000 ha assunto l'impegno di pagare un premio molto basso (circa lo 0,01% p.a. calcolato sull'importo nozionale del derivato) ed ora potrebbe rivenderla incassando circa 20 volte il premio annuo pagato¹¹⁷.

In altre parole l'alea (giuridica) in tali contratti derivati (secondo e terzo prototipo) deriva dalla loro stessa struttura ed è, pertanto, sempre

(117) Il premio per il *credit default swap* sul rischio sovrano degli Stati Uniti d'America è attualmente circa 0,20 % p.a. (durata 5 anni).

presente, sebbene i rischi economici possano essere distribuiti in maniera non uniforme. Nelle fattispecie di derivati del secondo prototipo (contratti differenziali) esiste sempre il differenziale tra due prezzi (a pronti e a termine: il primo certo dedotto in contratto al momento della conclusione dello stesso ed il secondo futuro ed incerto) e appare difficile pensare ad una ipotesi di assenza di alea. Nelle fattispecie di derivati del terzo prototipo (contratto di pagamento condizionato) l'ipotesi di assenza di alea si concreta soltanto quando l'evento dedotto in condizione è impossibile: ad esempio un *credit default swap* con ente di riferimento non residente e non operante in Italia ed il cui *credit event* sia il fallimento dichiarato da un tribunale italiano o con ente di riferimento che è già fallito. I contratti derivati appartenenti al primo (scambio di pagamenti), quarto (compravendita) e quinto (opzione ex art. 1331 c.c.) prototipo l'alea è soltanto economica e può essere distribuita in maniera non uniforme.

Quando la tesi oggetto di esame considera come causa di nullità l'assenza di alea bilaterale (tra l'altro senza distinguere tra i diversi prototipi di contratti derivati) implica – oltre all'assenza di alea *tout court*, che come abbiamo visto in tali prototipi è piuttosto una ipotesi di scuola – che esistono ipotesi di alea “unilaterale” o fortemente sbilanciata. Con tale espressione si ritiene che una sola parte abbia elevate probabilità di eseguire il/i pagamento/i mentre per l'altra le probabilità sono estremamente remote. Tale squilibrio, a mio avviso, va affrontato con i consueti strumenti giuridici che consentono di dichiarare venuto meno il sinallagma quando lo squilibrio è ritenuto dal giudice eccessivo: si pensi alla compravendita ad un prezzo talmente tenue o simbolico da sfociare in una donazione. Similmente il giudice potrà ritenere assente o difettoso il sinallagma di un contratto derivato del primo (scambio di pagamenti), quarto (compravendita) e quinto (opzione ex art. 1331 c.c.) prototipo quando il rapporto tra prestazione e controprestazione viene meno nella sostanza. *Mutatis mutandis* nel caso dei contratti del terzo prototipo (contratto di pagamento condizionato) nei quali lo squilibrio può essere tra il premio pagato da una parte a fronte delle probabilità del verificarsi dell'evento futuro ed incerto da cui dipende la controprestazione. Ovviamente la valutazione dello squilibrio tra prestazione e controprestazione segue criteri (anche radicalmente) diversi a seconda che si sia dinanzi ad un contratto commutativo o aleatorio.

Estremizzando con alcuni esempi si pensi al contratto di opzione *call* (quinto prototipo) con il quale una parte paga un premio per il diritto di acquistare azioni Telecom Italia Spa tra 12 mesi a € 10 per azione (prezzo al 27 maggio 2020 € 0,33). Se il premio è estremamente

esiguo *nulla quaestio* in quanto è altrettanto esigua la probabilità che abbia interesse ad esercitare tale diritto (in tal caso il compratore dell'opzione potrebbe sperare in una scalata che faccia salire il prezzo delle azioni Telecom oltre la soglia di € 10 per azione). Se invece il premio è molto elevato il giudice potrà ritenere che lo scambio – premio contro rinuncia al diritto di revocare la proposta – del contratto commutativo di opzione sia assente o comunque talmente tenue da rappresentare un altro contratto, come, ad esempio, una donazione. L'assenza di scambio potrebbe scaturire da qualsiasi combinazione degli elementi dello scambio quali ad esempio un prezzo di esercizio non troppo lontano dal prezzo corrente, ma con un periodo temporale talmente contenuto da essere di fatto irrealistico: opzione *call* di acquisto azioni Telecom Italia Spa a € 2 (rispetto ad un valore attuale di € 0,33) da esercitarsi entro 2 giorni (ma se il giorno dopo viene lanciata una Opa a € 2,1?).

È quindi necessario che al momento della conclusione del contratto vi sia proporzione tra il valore economico dei due flussi di pagamenti? 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. Non sussistendo alcun obbligo a contrarre *res tantum valet quantum vendi potest*: un bene, qualunque sia, vale solo quello che qualcun altro è disposto a pagare per esso.

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 irrisorio¹¹⁸ ovvero non sia frutto di approfittamento dello stato di bisogno (c.d. lesione enorme). 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

(118) Cass. 24 novembre 1980 n. 6235, in *Rep. Foro it.*, 1980, voce "Vendita", n. 39; L. GARDANI CONTURSI LISI, *La compravendita*, in *Giur. sist. civ. comm.*, Torino, 1985, p. 295; C. M. BIANCA, *Vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, diretto da F. VASSALLI, VII Ed., tomo 1, Torino, 1972, pp. 62 ss.

atto a far ritenere un'eventuale simulazione della vendita o una vendita mista a donazione¹¹⁹.

Tale approccio appare applicabile *mutatis mutandis* anche al contratto di *swap* di pagamenti visto 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 *ex ante* (e fatto salvo il caso della lesione enorme) i confini della 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 dottrina che ha esaminato i negozi patrimoniali onerosi¹²⁰.

Il problema se alla causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso sia estraneo un rapporto di valore tra la prestazione e controprestazione è stato pressoché unanimemente risolto, salvo qualche isolata

(119) Cass. 22 novembre 1978 n. 5444, in *Rep. Foro it.*, 1978, voce "Donazione", n. 6; D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu - Messineo*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1962, pp. 268 ss.; G. FERRI, *La vendita*, in *Tratt. Rescigno*, diretto da P. RESCIGNO, vol. II, Ed. 211.

(120) G. FERRI, *La vendita cit.*, p. 210.

eccezione nel vigore del precedente codice¹²¹, in senso negativo^{122, 123}.

Nei contratti (la cui causa è) di scambio (aleatorio o commutativo) assume rilievo giuridico la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio¹²⁴.

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. economici¹²⁵.

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

(122) Basti citare per tutti N. DI STASO, *I presupposti ed il fondamento giuridico dell'azione di rescissione per lesione*, in *Giur. Compl. Cass. Civ.*, 1949, I, pp. 131 ss. e la copiosissima letteratura giuridica ed economica citata alla nota 106; A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto* cit., pp. 81 ss.

(123) Alcuni Autori (L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942, pp. 271 ss.; M. DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, pp. 23 ss.; e in particolare A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto* cit., pp. 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 finisca 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.

(124) A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto* cit., p. 84.

(125) A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto* cit., p. 86.

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, eccessiva onerosità sopravvenuta) – per i contratti di scambio¹²⁶.

In definitiva, non si può ritenere come elemento essenziale dello *swap* lo scambio *proporzionato* tra (due flussi di) pagamenti. Saranno le regole del mercato a far sì che di fatto il valore delle due prestazioni coincida nella quasi totalità dei casi.

Riassumendo questa prima osservazione si può affermare che i contratti derivati del secondo e terzo prototipo, cioè quelli giuridicamente aleatori, hanno sì per oggetto l'alea, ma non le metodologie scientifiche per misurarla. Questa affermazione vale a maggior ragione anche per gli altri contratti derivati commutativi che possono presentare in molti casi un'alea economica elevata.

Una seconda osservazione riguarda il *mark-to-market*: in precedenza abbiamo già analizzato la natura dello stesso, e cioè che altro non è che una soggettiva valutazione del valore di sostituzione del contratto. Non è un esborso per il cliente della banca e non corrisponde ad un utile per l'intermediario. In particolare, il *mark-to-market* iniziale di un contratto derivato è dato dalla somma di numerose componenti del tutto soggettive quali il costo del capitale assorbito dall'operazione, il premio e il costo del rischio di credito della controparte, 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, tutti elementi messi in evidenza anche dalla giurisprudenza più attenta (Consiglio di Stato n. 5962/2012). Appare evidente che si tratta di fattori la cui valutazione è del tutto soggettiva: lo stesso identico contratto derivato proposto alla stessa controparte da due intermediari diversi avrà "prezzi" diversi in quanto ogni intermediario stimerà in modo diverso i sopra elencati fattori. Affermare che l'intermediario debba – a pena di nullità – non solo informare, ma

(126) M. ANDREOLI, *Revisione delle dottrine sulla sopravvenienza contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1938, pp. 339-340; A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto* cit., p. 89.

addirittura condividere ognuno dei suddetti fattori esplicitando anche le formule scientifiche (che sarebbero elementi del contratto secondo la teoria dei derivati intesi come scommesse legalmente autorizzate) con le quali misura il rischio di credito o l'assorbimento di capitale, o i costi operativi o il premio per l'illiquidità del mercato, è semplicemente inattuabile¹²⁷.

Una terza osservazione riguarda il *mark-to-market* in caso di risoluzione anticipata: come noto, in generale, i contratti derivati non prevedono alcun diritto di recesso. Se una parte desidera estinguere anticipatamente il contratto deve necessariamente ottenere il consenso dall'altra. Da questo punto di vista il contratto non necessita pertanto di alcuna formula per calcolare il *mark-to-market* in caso di estinzione anticipata volontaria: non essendo prevista in contratto non si riesce a comprendere come possa la formula per calcolare il valore del contratto in caso di risoluzione volontaria essere un elemento indispensabile dell'oggetto del contratto, la cui mancanza comporta la sua nullità. Se le parti raggiungono un accordo sul costo della risoluzione volontaria non si pone alcun problema e poco importa come lo abbiano calcolato; se non lo raggiungono (perché, ad esempio, una parte chiede troppo) il contratto continua.

In caso di risoluzione per inadempimento di una delle parti il contratto derivato prevede che sia calcolato il valore *mark-to-market*: la clausola che lo prevede non indica in generale alcuna formula di calcolo, ma si limita a fare ricorso ai prezzi quotati da altri intermediari sul mercato ove disponibili per operazioni che consentano di replicare il contratto inadempito dal momento dell'inadempimento e fino alla scadenza originaria. Appare ovvio che anche questo elemento non può essere frutto di un calcolo matematico, ma sarà frutto di valutazioni scaturenti dai numerosi fattori sopra indicati (seconda osservazione). La clausola contrattuale con la quale le parti indicano in maniera generica il ricorso al *mark-to-market* in caso di estinzione anticipata dovuta ad inadempimento altro non è che la descrizione del costo di sostituzione previsto dagli art. 76 l.f. e 203, t.u.f.: in altre parole le parti potrebbero semplicemente omettere la tradizionale clausola del *mark-to-market* (generica e senza formula matematica) e fare riferimento espresso alle modalità di calcolo previste dalle citate norme. Il secondo comma dell'art. 203 recita che "per l'applicazione

(127) Le formule o i modelli dovrebbero essere tanti quanti sono i numerosi elementi che concorrono alla formulazione dei prezzi. Inoltre per ciascun elemento del prezzo esistono numerosi diversi modelli e formule per calcolarli.

dell'articolo 76 della legge fallimentare agli strumenti finanziari e alle operazioni indicati nel comma 1, può farsi riferimento anche al *costo di sostituzione* dei medesimi, *calcolato secondo i valori di mercato* alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa". Insomma, se la legge richiede che il costo di sostituzione venga calcolato secondo i valori di mercato senza stabilire alcuna formula matematica o meno, perché mai il contratto derivato dovrebbe essere nullo se privo di tale formula?

Il legislatore ha inoltre espressamente stabilito nell'art. 7, Decreto Legislativo 21 maggio 2004, n. 170 che "la clausola di *close-out netting* è valida ed ha effetto in conformità di quanto dalla stessa previsto". L'art. 1, lett. f), dello stesso decreto definisce la clausola di *close-out netting* (clausola di interruzione dei rapporti e pagamento del saldo netto) come "la clausola di un contratto di garanzia finanziaria o di un contratto che comprende un contratto di garanzia finanziaria oppure, in mancanza di una previsione contrattuale, una norma di legge in base alla quale, in caso di evento determinante l'escussione della garanzia finanziaria ...". In sostanza si ha un riconoscimento legislativo di tali clausole che non contengono alcuna formula matematica.

Una quarta osservazione riguarda gli scenari probabilistici: la teoria dei derivati intesi come scommesse legalmente autorizzate sostiene che tali scenari siano parte dell'oggetto del contratto derivato (!) senza i quali non si riesce a determinarne l'alea. Ed è questa inconsistente teoria che le Sezioni Unite hanno sposato senza argomentazioni. Pur ammettendo per un momento che gli scenari fossero necessari per i contratti derivati del secondo (contratto differenziale) e terzo prototipo (contratto di pagamento condizionato) – cioè quelli giuridicamente aleatori – non si comprende come questo requisito possa essere in concreto attuato, e quale valore oggettivo possa avere¹²⁸. I modelli previsionali sull'andamento delle variabili economiche sono tanti quanti sono coloro che fanno previsioni e, sebbene siamo molto più evoluti rispetto agli aurospici 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 esiste¹²⁹. Mal si comprende l'imporre come requisito di validità di

(128) Nega la fondatezza della tesi che vede gli scenari probabilistici come oggetto del contratto derivato il Tribunale di Genova (ordinanza 30 novembre 2015).

(129) C. W. J. GRANGER, O. MORGENSTERN, *Predictability of stock market prices*,

un contratto aleatorio 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 la teoria oggetto di esame – che le parti raggiungano un accordo su tali scenari. Ma se le parti sono d'accordo su tali scenari viene 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 ha, per definizione, 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. 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 indeterminatezza 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 dare certezze, essendo tra loro assai variegati ed opinabili.

La teoria dei contratti derivati come scommesse razionali arriva ad affermare che è di dubbia efficacia la clausola contenuta nei contratti derivati *over the counter*, soggetti alla legge italiana, secondo cui “il contratto comporta un elevato rischio preventivamente non quantificabile”: questa clausola attesterebbe uno stato dei fatti (e delle conoscenze) non conforme alla realtà, che comporta l'annullabilità per dolo, posto che l'intermediario, sia pure in termini probabilistici, ha preventivamente misurato il rischio, che è oggettivamente rilevante anche per l'investitore¹³⁰. La verità è che l'affermazione contenuta in tale clausola è quanto di più vero possa esistere: 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.

Lexington (MA), 1970, pp. 9-11, citato anche da E. BARONE, *Il mercato azionario italiano: efficienza e anomalie di calendario*, in *Finanza, imprese e mercati*, 1990, vol. 2, n. 2, p. 184; F. CAPARELLI, *I derivati*, Milano, 2001, pp. 362-364.

(130) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato* cit., p. 23.

Una quinta osservazione riguarda la diversa dimensione che assume il contratto derivato nell'ottica del rapporto tra banca e cliente: la teoria del contratto derivato come scommessa legalmente autorizzata muove le sue mosse dal fatto che l'intermediario è tenuto, a pena di nullità, a trovare un accordo con il cliente su formule di calcolo del *mark-to-market* e scenari probabilistici. Il fatto che l'intermediario sia titolare di un ufficio di diritto privato, vista la funzionalità dell'ufficio gestorio all'interesse pubblico¹³¹, non significa necessariamente che l'oggetto del contratto derivato ricomprenda anche la preventiva definizione di formule matematiche e scenari probabilistici. Si ricorda che il legislatore ha previsto che l'intermediario deve evidenziare al cliente "che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri" (art. 28, comma 6, lett. D, Reg. Consob 16190/2007). Non si nasconde l'utilità astratta dell'informazione da parte dell'intermediario di tali formule e scenari, e nemmeno che essa possa essere un modo concreto di attuare l'obbligazione di trasparenza e l'ufficio di diritto privato, ma altra cosa è violare una obbligazione di informazione rispetto alla nullità per indeterminatezza dell'oggetto del contratto. L'eventuale violazione degli obblighi informativi della banca non incide sulla validità del contratto, ma comporta responsabilità risarcitoria da inadempimento.

Una sesta osservazione alla tesi della scommessa razionale consiste nel fatto che tale pensiero presuppone necessariamente che una parte – l'intermediario – conosca in maniera scientifica, in termini necessariamente probabilistici, la quantità (*mark-to-market*) e la qualità (scenari di probabilità dei quali il *mark-to-market* rappresenta la media ponderata) dell'alea del contratto derivato. Ciò non è in realtà necessariamente vero: spesso gli intermediari – soprattutto quelli di minori dimensioni ovvero quelli di grande dimensione per prodotti considerati *non core* – acquistano il "prodotto" sul mercato, cioè concludono un contratto derivato speculare a quello che concludono con il cliente semplicemente aggiungendo un margine che copra i propri costi e rischi e consenta un profitto senza necessariamente avere a disposizione metodi "scientifici" per misurare l'alea. Questo scenario è particolarmente vero nel mercato finanziario italiano nel quale molti intermediari non "fanno mercato" di tali strumenti, cioè non hanno la capacità di strutturarli o la volontà di tenere posizioni aperte sui propri libri, ma sono perfettamente in grado di accedere a quegli intermediari che "fanno mercato", cercan-

(131) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato* cit., p. 10; Id., *La natura e struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 90.

do il prezzo migliore, di acquistare il “prodotto” (cioè concludere il contratto derivato) e di “rivenderlo” al proprio cliente.

Simile problema si porrebbe per i contratti derivati conclusi tra soggetti che non sono intermediari finanziari: in tal caso quale delle due controparti dovrebbe fornire il *mark-to-market* e gli scenari probabilistici?

Cosa fare nel caso in cui non sia possibile calcolare il *mark-to-market* in quanto non esistono dati di mercato di riferimento?

Cosa fare quando l'intermediario utilizza un modello (*mark-to model*) tendenzialmente molto complesso, costoso e segreto che dovrebbe consentire di fare la differenza rispetto ai concorrenti nell'assunzione dei rischi? Dovrebbe dividerlo con i clienti? Sarebbe come imporre alla Coca Cola di illustrare la famosa segreta formula ai consumatori o distributori. Non si dimentichi che l'intermediario ed il cliente non sono altro che le due parti contrapposte nel contesto del medesimo contratto derivato.

Non si sta forse confondendo un'obbligazione di informazione e trasparenza prevista per un regime speciale (i servizi di investimento) con l'oggetto del contratto? Contratto che, tra l'altro, viene per lo più concluso al di fuori di tale regime? Oppure esistono due mondi paralleli: quello dei contratti derivati sottoposti al regime speciale, il cui oggetto comprende formule e scenari probabilistici, e quello dei contratti derivati non sottoposti a tale regime, il cui oggetto è più semplicemente lo scambio – commutativo o aleatorio – delle prestazioni? E nel caso di contratti derivati conclusi nei mercati regolamentati perché non esiste obbligo di informare il *mark-to-market* e gli scenari probabilistici?

Si deve concludere questo esame prendendo a prestito le parole di chi lo ha sostenuto e che ha lasciato saggiamente aperta l'opzione: “*se il derivato non è una scommessa, la misura dell'alea non ne rappresenta l'oggetto. L'oggetto restano le prestazioni (pecuniarie, reciproche, istantanee o periodiche, destinate a compensarsi) e non la misura probabilistica dell'alea. Non esiste infatti ragione, se si esclude la causa di scommessa, perché sia oggetto del contratto la misura probabilistica dell'alea*”¹³².

10. Un altro punto della Sentenza che non appare condivisibile è l'interpretazione dell'art. 23, comma 5, T.u.f., che avvalorerebbe la tesi della scommessa (punti 6.4, 9.4). Tale norma esclude l'applicabilità agli strumenti finanziari derivati della disciplina dell'art. 1933 c.c.

Come noto l'art. 1933 c.c. recita che non compete azione per il

(132) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato* cit., p. 30.

pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode (...).

Il tema di analisi trova fonte nell'abrogato art. 23 della legge 2 gennaio 1991, n. 1¹³³, il cui quarto comma stabiliva che ai contratti indicati nel comma 1 non si applica l'articolo 1933 del codice civile. Il primo comma recitava che la Consob può autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi come oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute.

Come già sottolineato in dottrina¹³⁴ la disposizione è apparsa di incerta interpretazione in quanto oggetto della disciplina non sono gli strumenti finanziari, quanto piuttosto i contratti a termine che su questi vengono stipulati. In altre parole, se ci si limitasse al tenore letterale della norma si giungerebbe alla iniqua conclusione che soltanto i contratti uniformi a termine sui derivati finanziari sarebbero esenti dalla eccezione di gioco, rimanendo i derivati finanziari esposti a quest'ultima eccezione, cosicché l'acquirente a termine non sarebbe esposto a detta eccezione da parte del venditore a termine del contratto derivato, mentre lo rimarrebbe a quella del contraente ceduto, il che svuoterebbe di contenuto la norma. La *ratio legis* porta a ritenere che sia più ragionevole recuperare all'ambito di applicazione dell'art. 23 *cit.* anche i contratti finanziari che sono oggetto della contrattazione uniforme a termine.

La dottrina, nel sottolineare come la norma citata suscita perplessità¹³⁵, ricorda che già la legge 13 settembre 1876, n. 3326 agli artt. 2 e 4 disponeva che per i contratti di borsa, purché stipulati nelle forme stabilite dalla legge, era concessa l'azione in giudizio anche quando avessero per oggetto il solo pagamento delle differenze; e la legge 20 marzo 1913, n. 272 (che riformò l'ordinamento delle borse) conservava una traccia dei contratti differenziali nell'art. 43, secondo comma, che riconosceva l'efficacia in Italia del contratto stipulato all'estero secondo

(133) Abrogato con d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415.

(134) G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio quotazione in borsa*, in *Tratt. Colombo – Portale* diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, X Ed., t. 2, Torino, 1993, p. 72; A. PERRONE, *Contratti di swap* cit., p. 87.

(135) G. FERRARINI, *I derivati finanziari* cit., p. 36; ID., *Sollecitazione del risparmio* cit., p. 72.

la *lex loci contractus* quand'anche fosse stato convenuto di risolverlo col pagamento della sola differenza dei prezzi di borsa (l'art. 43 fu poi trasfuso nell'art. 8 della legge tributaria 30 dicembre 1923, n. 3278). Ai contratti differenziali sembra ancora riferirsi l'art. 5, secondo comma, r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601, secondo il quale nelle controversie relative ai contratti di borsa di cui all'art. 34 della citata legge, anche se conclusi fuori borsa e senza l'intervento di agenti di cambio, non può essere opposta l'eccezione di gioco¹³⁶.

La migliore dottrina specialistica¹³⁷ che si occupò delle citate norme e del vero problema che esse miravano a risolvere chiarì che, in breve, il problema era sorto, non già rispetto ai contratti differenziali in senso stretto (c.d. differenziali semplici) – cioè quei contratti unitari, aventi natura diversa dalla compravendita – bensì rispetto alle operazioni differenziali, intese come affari complessi in cui due contratti di compravendita di titoli siano stipulati, in senso inverso ed in tempi diversi, tra parti diverse (differenziali impropri) o tra le medesime parti (differenziali propri). Nei confronti di queste operazioni – che, per il ben noto meccanismo di liquidazione dei contratti di borsa, portano ad una liquidazione sulla base delle differenze tra i prezzi negoziati – si pose la questione se esse fossero da qualificare, nel loro insieme, come scommesse. Analoga questione non si pose, invece, rispetto ai differenziali veri e propri, semplicemente perché questi erano pressoché sconosciuti nel commercio (in borsa e fuori borsa) di titoli quotati¹³⁸. Il legislatore ritenne, comunque, di dover intervenire per escludere espressamente l'applicabilità dell'eccezione di gioco ai differenziali di borsa. Anche se, ben presto, fu chiaro che il problema affrontato dal legislatore era in realtà un falso problema, originato più che altro dal

(136) L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. Cicu – Messineo*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1969, pp. 388-389.

(137) L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa* cit., pp. 387-399.

(138) Vi è chi ha sottolineato che non si trattava di norme dirette a fattispecie sconosciute nel mercato dato che il meccanismo del pagamento di una somma di denaro pari alla differenza tra prezzo pattuito in sede di stipulazione del contratto e prezzo alla scadenza era in uso nella borsa cereali per la contrattazione dei frumenti e nella borsa merci per la contrattazione dei bozzoli e delle sete, dei vini e delle sete italiane ed asiatiche. Con tale interpretazione si elimina l'inconveniente di attribuire al legislatore la stranezza di aver dettato una disciplina speciale di atti commerciali mai esistiti. Con questo argomentare – supportato dagli artt. 47, 34 e 43 della legge 20 marzo 1913, n. 272 interpretati in forma coordinata e nella necessaria prospettiva storica – i contratti differenziali semplici su titoli e valori sono pienamente efficaci. Più diffusamente si veda COMITATO DIRETTIVO DEGLI AGENTI DI CAMBIO DELLA BORSA VALORI DI MILANO, *I contratti futures. Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, 1988, pp. 112 ss.

citato meccanismo di liquidazione differenziale, mentre i due contratti di compravendita (che compongono la c.d. operazione differenziale) resterebbero autonomi, quand'anche stipulati tra le medesime parti.

Secondo una autorevole dottrina¹³⁹ questi brevi riferimenti aiutano ad intendere il ruolo dell'art. 23 della legge n. 1 del 1991. Da un lato la possibile natura di contratti differenziali di alcuni contratti derivati, quali i *futures* e le opzioni sugli indici, dall'altro la considerazione che nei mercati regolamentati la liquidazione per differenze di alcuni contratti derivati (che non sono necessariamente contratti differenziali) è la norma, hanno consigliato al legislatore di prendere posizione sul tema dell'inapplicabilità dell'eccezione di gioco per i contratti derivati.

Il quarto comma dell'articolo 23 *cit.* non deve però essere letto come una spia della presenza nel nostro sistema di un orientamento ostile ai contratti differenziali quando gli stessi siano stipulati al di fuori di mercati regolamentati. I precedenti della legislazione di borsa, infatti, dimostrano al contrario che le disposizioni analoghe a quella dell'art. 23 *cit.* furono introdotte per risolvere mere situazioni di dubbio, originate in verità da falsi problemi, capaci tuttavia di rendere insicure le negoziazioni di borsa.

Nel condividere le considerazioni sopra svolte si aggiunge che l'art. 23 *cit.*, avendo una portata dichiarativa assai limitata, dovrebbe avere scarso peso nell'analisi mirante a determinare la natura commutativa o aleatoria degli swaps. *In primis* la norma riguarda numerose fattispecie che rappresentano contratti tipici ed atipici diversi fra loro, alcuni dei quali senz'altro non aleatori (nemmeno per volontà delle parti) e per i quali, quindi, il problema della applicabilità dell'art. 1933 c.c. non si pone affatto. La norma, inoltre, va intesa nel contesto della legge n. 1 del 1991, la quale ha l'intento di assicurare la più ampia trasparenza e la vigilanza sull'attività di intermediazione mobiliare, anche mediante l'imposizione della regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. La legge ha una portata così ampia da ricomprendere anche i contratti non suscettibili di negoziazione nei mercati regolamentati (art. 1, secondo comma). Apparirebbe contrario alla *ratio legis* sostenere che il legislatore ha introdotto una discriminazione tra contratti identici sulla base del fatto di essere conclusi in mercati regolamentati o al di fuori degli stessi¹⁴⁰. *In secundis*, stabilito il valore dichiarativo

(139) G. FERRARINI, *I derivati finanziari cit.*, p. 37.

(140) F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps cit.*, pp. 616 ss. sottolinea – nel contesto di una interpretazione rigida dell'art. 23 *cit.* – l'incongruità della norma nella parte in cui non offre piena tutela ai contratti di swap.

della norma in esame e, quindi, che l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti uniformi *non* dipende da questa norma (bensì da principi generali che la norma richiama), si può sostenere semmai che l'esistenza dell'art. 23 *cit.* non può essere utilizzata per sostenere *a contrariis* che l'eccezione di gioco sia applicabile ai contratti non uniformi regolati fuori borsa^{141, 142}.

L'art. 23 *cit.* è stato abrogato con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ed il quarto comma sopra commentato è stato sostituito dal quarto comma dell'art. 18 del citato decreto il quale stabilisce che ai contratti *futures* su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, ai contratti di scambio a pronti e a termine su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari, a contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci, e ai relativi indici, ai contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti finanziari, nonché ai contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici (tutti contratti che rientrano nella definizione – data dallo stesso decreto – di *strumenti finanziari*, insieme alle azioni, obbligazioni, quote di organismi di investimento collettivo ecc.) stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento non si applica l'art. 1933 c.c.

(141) A conclusioni diverse giunge A. PERRONE, *Contratti di swap cit.*, p. 82, secondo il quale le *swap transactions* concluse con finalità speculative non sono protette dall'art. 23 *cit.* e sono, quindi, soggette all'art. 1933 c.c. in quanto manca l'uniformità del modello negoziale e la libera transferibilità del contratto. Sembra, peraltro, lasciare qualche perplessità il fatto che l'Autore affermi da un lato che l'art. 23 va interpretato in modo tale che la non assoggettabilità all'eccezione di gioco sia riferibile anche ai contratti derivati oggetto delle negoziazioni uniformi a termine e dall'altro che questa interpretazione valga soltanto nei limiti in cui questi contratti possono formare oggetto di mercato secondario. D'altronde lo stesso Autore critica l'opinione di chi (C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991, p. 131) limita l'applicabilità dell'art. 23, quarto comma, alle sole convenzioni concluse nell'ambito del mercato regolamentato, sostenendo, in maniera convincente, che, tra l'altro, la possibilità di estendere la disposizione anche a contratti conclusi all'esterno di un mercato regolamentato risulta confermata dal combinato disposto dell'art. 5, comma secondo, r.d.l. 4 maggio 1925, n. 601, e dall'art. 1, r.d. 30 dicembre 1923, n. 3278, che esenta dall'eccezione di gioco anche i contratti conclusi fuori mercato ufficiale o senza l'intervento di agenti di cambio. Non si comprende la *ratio* di un diverso trattamento basato sull'assenza o presenza di un mercato secondario affinché l'eccezione di gioco non vada applicata alla fattispecie *de qua*.

(142) F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 593, argomenta in maniera convincente che la non applicabilità della eccezione di gioco di cui all'art. 1933 c.c. vale per tutti i contratti derivati, siano essi ammessi o no alla negoziazione su mercati regolamentati.

L'art. 18 cit. è stato in seguito a sua volta abrogato dal t.u.f. che ha "sostituito" il quarto comma dell'articolo citato con il quinto comma dell'art. 23 il quale recita che "nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile".

Le novelle sono di notevole importanza: oltre a confermare *ex post* la sopra esposta tesi interpretativa del quarto comma dell'art. 23, l. n. 1 del 1991, confermano la non applicabilità dell'eccezione di gioco a tutti i contratti indicati *indipendentemente* dal fatto che siano negoziati su mercati regolamentati o meno¹⁴³ e dal fatto che si tratti di contratti uniformi o meno.

Le nuove norme succedutesi nel recente passato (art. 23, l. 2 gennaio 1991, n. 1; art. 18, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415; art. 23, t.u.f.) possono collocarsi nello stesso solco storico tracciato in materia di contratti differenziali sopra descritto e volto ad eliminare ogni dubbio circa l'efficacia dei contratti in esame. La portata dichiarativa della norma¹⁴⁴ è confermata dal fatto che diversi contratti a cui si riferisce sono chiaramente contratti commutativi, per i quali non vi sarebbe bisogno di affermare per legge la non applicabilità dell'art. 1933 o meglio, per i quali la non applicabilità dell'art. 1933 non dipende dall'art. 23 t.u.f. in esame, bensì dalla natura del contratto¹⁴⁵.

Il fatto che la non applicabilità dell'eccezione di gioco sia stabilita per i contratti *stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio o di una attività di investimento* non significa, *a contrariis*, che gli stessi contratti stipulati *al di fuori* dell'ambito della prestazione di un servizio o attività di investimento siano soggetti all'art. 1933. Se così fosse, bisognerebbe sostenere che contratti chiaramente commutativi stipulati al di fuori del citato ambito siano soggetti all'eccezione di gioco, il che appare inaccettabile.

(143) Vi è da notare un precedente giurisprudenziale contrario emesso prima della nuova normativa: il Tribunale di Milano ha ritenuto non applicabile allo swap l'art. 23, l. 2 gennaio 1991, n. 1 in quanto ha ritenuto che esso concerna soltanto la disciplina delle negoziazioni di contratti uniformi a termine nell'ambito di mercati regolamentati (Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Giur. it.*, I, 1996, p. 79).

(144) Al proposito è significativo il contenuto della relazione al decreto legislativo n. 415, *sub* art. 18: "al fine di attribuire certezza all'utilizzo di tale strumento da parte degli intermediari e clienti viene precisato che tutti i contratti della specie stipulati nell'ambito della prestazione di servizi di investimento non si applica l'eccezione di gioco di cui all'art. 1933 c.c."

(145) Nello stesso senso G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap* cit. p. 73; M. PERASSI, *Commento all'art. 18*, in *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 1997, p. 156.

Quanto sopra conferma la natura non limitativa dell'inciso nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento contenuto nel quinto comma dell'art. 23 t.u.f. (inciso che, comunque, trova spiegazione nel fatto che la norma si colloca nel contesto della regolamentazione dei servizi e attività di investimento) e la natura dichiarativa del quinto comma nel suo complesso.

Sgomberato il campo di esame dalla presenza dell'art. 23 t.u.f. (nel senso che esso ha natura dichiarativa nel caso dei contratti in esame), l'inapplicabilità della eccezione di gioco agli *interest rate swap* discende direttamente dall'analisi della natura del contratto, che abbiamo visto essere commutativa e che non presenta – se non ad una superficiale analisi – la struttura e la funzione della scommessa¹⁴⁶.

Questa conclusione risulta importante in quanto l'art. 23 t.u.f. non si applica ai contratti di swap conclusi al di fuori dei servizi e attività di investimento (rientrando in tale ambito i contratti di swap di cui una delle parti è una impresa di investimento o una banca)¹⁴⁷. Pertanto, la norma citata non solleva l'interprete dalla ricerca della risposta sopra elaborata circa la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti di swap conclusi tra privati.

Non sarà pertanto necessario ricorrere alla determinazione dei motivi di *entrambe* le parti per stabilire se l'eccezione di gioco vada applicata o meno ai contratti di swap conclusi al di fuori dei servizi e attività di investimento. Sostenere il contrario significherebbe introdurre, come è stato rilevato¹⁴⁸, un elemento di incertezza nei mercati di dimensioni tali da minacciarne l'ordinata esistenza. Se la questione della piena tutela andasse risolta di volta in volta, in base alla analisi dei bisogni soddisfatti, con la possibilità di disconoscimento qualora lo swap non svolga una funzione di copertura di rischi preesistenti significherebbe, tra l'altro, spingere il nostro Paese verso il terzo mondo della

(146) Esclude l'applicabilità dell'art. 1933 anche D. PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, collar, swap e index futures*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, p. 35; L. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco* cit., p. 597; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, pp. 112 ss.

(147) È stato evidenziato che l'art. 23 t.u.f. non risolve il problema generale dei rapporti fra strumenti derivati ed eccezione di gioco, lasciando aperta, ad esempio, la questione dell'opponibilità dell'eccezione di gioco in relazione ai contratti derivati non conclusi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento e, tra questi, in particolare quelli per i quali entrambe le parti hanno intento speculativo (R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2004, vol. VIII, pp. 365 ss.).

(148) G. FERRARINI, op. cit., p. 39.

finanza internazionale con la conseguenza che le parti prediligerebbero la scelta di diritto straniero per regolare i rapporti di questo tipo grazie alle maggiori certezze offerte da altri ordinamenti in siffatta materia.

Prescindendo, comunque, dalle considerazioni appena svolte, si può concludere che, coerentemente con l'accertata natura commutativa della fattispecie in esame, l'ordinamento offre *a priori* piena tutela alle parti, grazie alla funzione tipica che il contratto soddisfa (e ciò a prescindere dal quinto comma dell'art. 23, t.u.f.)¹⁴⁹.

In estrema sintesi l'art. 23, cit. non è un argomento a sostegno della ricostruzione causale seguita dalle Sezioni Unite e non prova nulla¹⁵⁰.

11. Le Sezioni Unite avrebbero potuto prendere un treno ad "alta velocità" rispondendo ai due quesiti sottoposti (è l'*upfront* un finanziamento e serve la delibera del Consiglio?) ed affermare che quegli swap con gli *upfront* necessitavano della delibera del Consiglio comunale a pena di nullità perché la legge definisce l'*upfront* come indebitamen-

(149) È stato acutamente osservato che l'interpretazione dell'art. 23 t.u.f. nel senso che al contratto derivato concluso tra operatori non professionisti si applica l'eccezione di gioco potrebbe spiegarsi, ma non giustificarsi, come un tentativo di ritagliare una cornice di norme più favorevole alle operazioni compiute con l'intervento degli intermediari autorizzati al fine di incentivare il ricorso ai relativi servizi. Inoltre, è stata evidenziata la mancanza di una *ratio distinguendi* tra le ipotesi di intervento di un intermediario autorizzato e quella di intervento da parte di un soggetto non autorizzato. Non è chiaro perché l'intervento, ad esempio, in qualità di mediatore di un intermediario autorizzato dovrebbe avere una qualche valenza nobilitante su di un contratto di cui sia pacifica la valenza meramente speculativa per entrambe le parti (R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare* cit., pp. 365 ss., note 154 e 157).

(150) Una diversa chiave di lettura è offerta da C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"* cit., pp. 170-190. La causa comune a tutti i contratti derivati in generale è la *causa lucranda* ed è quindi una causa "astratta" prevalendo in definitiva la logica collettiva del mercato rispetto a quella individuale che ha indotto le parti all'operazione. Tale logica collettiva rappresenta la ragione, se si vuole dire la "causa" di quell'"astrattezza". Partendo da questa constatazione l'art. 23 cit., che si applica sia ai derivati trattati sui mercati regolamentati che a quelli *over-the-counter* e ne riconosce la validità a prescindere dalla causa, si spiega per la constatazione che essi, a seguito delle loro caratteristiche strutturali e dei modi in cui ne avviene la negoziazione, non consentono di valutarne la funzione individuale. Al centro della vicenda si pone la logica collettiva del mercato e per così dire nei suoi confronti recede quella cui empiricamente si ispira la singola operazione. Il medesimo trattamento tra derivati OTC e derivati negoziati sui mercati regolamentati si può giustificare sul presupposto che essi siano coerenti a tale logica, quando tale coerenza è in concreto verificabile. Diviene perciò necessario valutare le ragioni individuali dell'operazione per quei derivati in concreto compiuti a prezzo diverso da quello di mercato (questi non possono per così dire usufruire dell'"esonero" disposto dall'art. 23 T.u.f.).

to, magari fornendo anche qualche argomentazione in merito a tale conclusione o specificando per quale motivo la nullità si dovrebbe estendere anche alla parte del contratto prevalente in apparente contrasto con l'art. 1419 c.c. Ha invece svolto un percorso non necessario e tortuoso, inciampando in temi quali l'oggetto del contratto di swap, includendovi gli scenari probabilistici e le formule di *mark-to-market*, aderendo senza argomentazioni ad una recente dottrina minoritaria e creando un campo minato per la finanza italiana. Unico paese al mondo nel quale dovrebbero servire centinaia di pagine per descrivere previsioni economiche e finanziarie, magari anche strampalate (per ora non è richiesto che siano anche corrette ex post) e migliaia di pagine di formule e modelli matematico-statistici per misurare i numerosi elementi che concorrono alla formazione del prezzo del derivato (tra l'altro per calcolarne il valore in caso di estinzione anticipata che non è nemmeno prevista contrattualmente).

La Corte afferma una *regula iuris* deludente in tema di derivati conclusi da Comuni e cioè che essi possono “*utilmente ed efficacemente procedervi solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark-to-market sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, allo scopo [sic!] di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà [economica] del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio*” (9.8).

Ovviamente non esistono in Italia e nel mondo – ne esisteranno mai in futuro – derivati conclusi con tali caratteristiche, e tale tesi offre licenza a qualsiasi Comune italiano che ha semplicemente pagato più interessi rispetto a quanti ne ha ricevuti in uno swap di contestarne la validità.

In teoria tale tesi permette anche a tutte le banche che hanno concluso derivati con i Comuni italiani, i quali hanno ricevuto un saldo positivo, di ottenere la restituzione di quanto i Comuni hanno – a questo punto illecitamente, perché non conoscevano gli scenari probabilistici e le formule matematiche e statistiche – incassato a copertura del proprio indebitamento!

Oltre ad essere deludente la Sentenza può portare a conseguenze aberranti: non si comprende la ragione per cui questa *regula* riguardi i soli Comuni italiani e non sia applicabile agli altri enti pubblici quali le Regioni e gli altri enti territoriali ed allo Stato. Se anche questi applicassero la stessa regola i derivati da questi conclusi sarebbero nulli, e quindi

si libererebbero come per magia di oltre 30 miliardi di *mark-to-market* negativo¹⁵¹. Ne conseguirebbe il *default* internazionale del nostro Paese, con conseguente crisi finanziaria di inaudite proporzioni.

La verità da comprendere è che il valore negativo dei derivati della Pubblica Amministrazione nasce dalla semplice situazione che tutti coloro (compreso il sottoscritto) che hanno contratto derivati per coprirsi dal rischio dell'innalzamento dei tassi di interesse (scelto di pagare il tasso fisso di mercato offerto al tempo della conclusione dei rispettivi derivati) tra il 2000 ed il 2008 (periodo in cui i tassi sono gradualmente e consistentemente saliti dal 2% al 5,5%) si sono trovati a pagare tassi di interesse (appunto tra il 2 ed il 5,5%) quando il mercato è improvvisamente crollato allo zero o perfino sotto lo zero. Questo fenomeno imprevedibile ha causato l'esplosione del *mark-to-market* negativo di tutti questi derivati. Ma in tutto questo non vi è nulla di anomalo: tutti pagano il tasso fisso che hanno scelto di pagare per proteggersi e poco conta che, con il senno di poi, avrebbero fatto bene a non proteggersi. Significativo è il titolo del recente studio del quaderno di Banca d'Italia *Don't look back in anger* [non guardare indietro con rabbia] citato nella prima nota di questo contributo.

Alla luce di questa giurisprudenza ondivaga accade così che le banche straniere impongano scelte di legge inglese quando contraggono con controparti italiane o, addirittura, al momento della conclusione del contratto chiedano ad una banca italiana di porsi come intermediario per evitare così di avere a che fare con la nostra giurisdizione e giurisprudenza, anche se ciò comporta un minore guadagno: questo lo chiamano rischio Paese.

Vi è da augurarsi che al più presto il tema venga rivisto nella sua corretta prospettiva dalla stessa Corte, o che vi sia un intervento legislativo europeo, oppure che venga emanata dal legislatore una legge non dissimile dal d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170 in materia di contratti di garanzia finanziaria, e ciò al fine di eliminare la mina vagante dovuta alla mancata comprensione di fattispecie universalmente accettate.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

(151) Questo è l'ammontare del *mark-to-market* negativo dei derivati in essere al 31 dicembre 2018 (M. BUCCI, I. DE ANGELIS, E. VADALÀ, *Don't look back in anger* cit., p. 33).