

Francesco Caputo Nassetti

**DELLA CHIMERICA SUPER
CAUSA DEI CONTRATTI DEL
MERCATO FINANZIARIO**

Estratto

Della chimerica super causa dei contratti del mercato finanziario

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. L'alea. — 3. Le formule del *mark-to-market*. — 4. I contratti derivati comuni. — 5. Conclusioni.

1. *Premessa*. — Superciuk è un personaggio immaginario creato nel 1971 da Max Bunker per la serie a fumetti *Alan Ford*. Superciuk è l'*alter ego* di Ezechiele Bluff, un povero spazzino irascibile e dedito all'alcol il quale, a causa dell'esplosione di una distilleria, acquisisce una sorta di superpotere: una fiatata alcolica dall'odore nauseante che gli consente di mettere fuori combattimento qualsiasi avversario. Odiando i poveri in quanto brutti e sporchi, li deruba per donare poi il maltolto ai ricchi; questo perché nel suo lavoro di netturbino si imbatte spesso in un'umanità miserevole, poco attenta all'igiene, mentre invece i ricchi sono a suo dire educati e rispettosi della pulizia delle strade. Questa caratteristica ne fa un'ironica inversione rispetto al personaggio di Robin Hood, che invece rubava ai ricchi per donare ai poveri.

Questo personaggio ricorda quanto sta accadendo da alcuni anni nel nostro Paese a causa di una giurisprudenza che ha stravolto i principi consolidati della causa dei contratti derivati introducendo una apodittica *super causa*, inesistente in concreto e conseguentemente fonte di facile dichiarazione di nullità di contratti conclusi — ed anche completamente adempiuti — da intermediari finanziari professionalmente rispettosi delle tutele dei propri clienti. Questi ultimi, infatti, con una semplice “alitata” rappresentata dalla assenza di un accordo su modelli matematici e scenari probabilistici — requisiti a dir poco impraticabili e comunque inesistenti nella migliore prassi mondiale — ottengono la facile dichiarazione di nullità di contratti derivati, naturalmente soltanto quando sono andati a loro svantaggio.

Questa teoria ha trovato nel recente volume di Maffei *I contratti del mercato finanziario* ⁽¹⁾, una costruzione teorica che lungi dal supportarla mostra in realtà le effimere e labili fondamenta della stessa. Teoria che merita una critica radicale con l'auspicio che sia letta da quella magistratura che ha sposato la dottrina — che definisco chimerica — sull'alea razionale.

“Chimerica” perché ricorda il mostro della mitologia greca che i poeti descrissero col muso di leone, il corpo di capra, la coda di drago e vomitante fiamme, che traslato in senso figurativo significa una ipotesi assurda. Infatti, questa interpretazione dottrinale e giurisprudenziale rincorre qualcosa che non potrà mai diventare realtà fattuale, ma è una illusione, una vana fantasticheria.

Purtroppo, però, come una bugia è una bugia, ma detta un milione di volte è percepita come la verità (ma resta una bugia) così è avvenuto per la giurisprudenza che

⁽¹⁾ MAFFEI, *I contratti del mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2024.

ha avuto il suo picco — ahimè — con la sentenza delle sezioni unite della Cassazione nota come la sentenza Cattolica ⁽²⁾. *Iudex facit de albo nigro et aequat quadrata rotundis*, ma nella realtà fisica il bianco rimane bianco ed il quadrato non diventa un cerchio.

2. *L'alea*. — La critica principale, ma non è la sola, è relativa all'affermazione, centrale nel volume, che il contratto derivato per essere valido deve necessariamente avere un accordo tra le parti sulla misura dell'alea, accordo che si può avere soltanto con la *condivisione* delle formule utilizzate per calcolare il *mark-to-market* e degli scenari probabilistici forniti dall'intermediario al cliente (sia esso retail, qualificato o professionale). Questa regola non nasce dall'ordinamento positivo, leggi o regolamenti, ma da una interpretazione dottrinale sposata dapprima da alcuni tribunali e poi dalle Sezioni Unite della Cassazione.

Ma facciamo un passo indietro. L'Autore parte dalla norma chiave del diritto della finanza e cioè che l'intermediario deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (art. 21, t.u.f.).

Punto secondo: l'Autore sostiene che il tratto comune del mercato degli strumenti finanziari è l'alea. "L'alea esiste e deve essere trasparente." "Ma perché la finanza esista l'alea deve essere misurabile" ⁽³⁾. "Poiché è calcolabile, la misura dell'alea deve essere conosciuta dai contraenti e condivisa" ⁽⁴⁾. "Una decisione di investimento è (i) consapevole se la formazione della decisione avviene in presenza della conoscenza e della condivisione della distribuzione quantitativa e qualitativa dell'alea, (ii) razionale se la decisione, consapevole, tiene effettivamente conto dei dati così come conosciuti e compresi" ⁽⁵⁾. Inoltre, "ogni clausola che incide sull'alea è essenziale, l'alea è misurabile, a partire dal calcolo delle probabilità delle prestazioni incerte e dalla stima dei valori" ⁽⁶⁾ e poiché gli intermediari utilizzano formule matematiche per calcolare il valore dei contratti queste devono essere condivise con il cliente.

L'Autore asserisce quanto segue: "prendiamo atto adesso che la calcolabilità del rischio, secondo stime probabilistiche, rese possibili dalla matematica, rende giuridicamente rilevante il valore e la misura del rischio. Nelle parole della Corte di cassazione,

⁽²⁾ Cass. a sezioni unite n. 8770/2020, nota come sentenza Cattolica, dal nome del Comune parte della vicenda giudiziaria. La sentenza è stata commentata da numerosi autori. In questa sede si omette di segnalare i commenti adesivi ed apologetici e ci si limita ad indicare alcuni approfonditi ed esaurienti commenti critici: DANUSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, in *Dirittobancario.it*; CAPUTO NASSETTI, *Da Bologna a Roma passando per Bisanzio - I derivati in una recente sentenza delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 355; ID., *Parere pro veritate - Sulla causa e sull'oggetto del contratto di interest rate swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, II, 289; TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, 2403 ss.; BARTALENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, 1122 ss.; CAPALDO, *Swap e gioco: venticinque anni di capitalismo finanziario e regolazione del mercato*, in *Nuovo diritto civile*, I, 2001, 207. Dopo la sentenza Cattolica non è mancata giurisprudenza di merito in senso contrario App. Palermo, 6 agosto 2022, n. 1359, e App. Venezia, 31 maggio 2022, n. 1256, anch'esse inedite, le quali non hanno condiviso la tesi della causa aleatoria razionale al centro del § 9 di Cattolica: a quanto pare rifiutandola con riferimento a tutti gli swap, indipendentemente dalla natura privata o pubblica del cliente; Trib. Bologna, 5 gennaio 2021.

⁽³⁾ MAFFEIS, (nt. 1), 41.

⁽⁴⁾ *Ibidem*, 42.

⁽⁵⁾ *Ibidem*, 49.

⁽⁶⁾ *Ibidem*, 48.

“un’alea razionale e quindi misurabile”⁽⁷⁾ (8). Continua affermando che “l’alea propria della finanza è l’alea del contratto di scommessa” e “la peculiarità dell’alea giuridica in finanza non risiede soltanto nel fatto che è misurabile, bensì che risiede anche nel fatto che essa consiste indifferentemente nell’alea che tradizionalmente si intende giuridica o nell’alea che tradizionalmente si intende come economica”⁽⁹⁾.

Da questa costruzione, necessariamente riassunta per i suoi capisaldi, emerge che l’alea è innalzata alla causa del contratto finanziario, sia essa economica che giuridica.

Su questo innalzamento e fusione non si può essere d’accordo.

Oltre a trattarsi di una affermazione di principio e a livello di iperuranio essa non si cala affatto nella realtà dei contratti finanziari. Contrariamente al titolo dell’opera, il volume non affronta ed analizza infatti nemmeno una singola definizione di un qualsiasi contratto derivato cadendo nel comune errore di “fare di tuttata una erba un fascio” e sancendo regole generali che non sono compatibili con la realtà degli specifici contratti. Ovviamente se non li si analizzano in dettaglio non si può comprendere il perché. Se si comprende la struttura causale dei contratti derivati si giunge alla conclusione che non tutti sono giuridicamente aleatori — e atipici — e, anzi, alcuni non sono altro che comuni contratti commutativi con causa tipica.

Per i limiti dell’indagine che qui ci proponiamo riassumiamo le caratteristiche principali dei prototipi a cui sono riconducibili *tutti* i contratti derivati.

L’esame delle strutture giuridiche dei numerosi e diversi contratti porta a riconoscere che tutti i contratti derivati sono riconducibili a cinque prototipi, cioè a strutture negoziali che si ripetono sebbene si utilizzino parametri di riferimento e *nomen* diversi⁽¹⁰⁾.

Il primo prototipo è quello dello swap di pagamenti, cioè quel 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. La causa è quella di scambio di obbligazioni di pagamento. Il valore positivo emerge dallo scambio in sé stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d’essere del contratto. 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 dei pagamenti, che ha ragion d’essere di per sé ed ha una sua positiva funzione sociale. Il contratto è pertanto commutativo, ed i motivi per i quali le parti contraggono sono irrilevanti ai fini della determinazione della fattispecie⁽¹¹⁾. Si tratta di un contratto atipico. A tale

⁽⁷⁾ Cass. 19 marzo 2024, n. 7368.

⁽⁸⁾ MAFFEIS, (nt. 1), 45.

⁽⁹⁾ *Ibidem*, 47.

⁽¹⁰⁾ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011; *Id.*, *Strumenti finanziari derivati* (voce), in *Enc. del dir.*, Milano, Giuffrè, 911.

⁽¹¹⁾ Tra la dottrina che si è espressa per la natura commutativa degli *interest rate swap* si ricorda ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 612; MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria per l’impresa*, Padova, 1990, 337-344; CAPUTO NASSETTI, (nt. 10), 85 ss.; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 188 ss.; *Id.*, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 599 ss.; *Id.*, (nt. 2), 207; CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 49 sebbene in tema di *domestic currency swap*, ma le argomentazioni addotte sono a maggior ragione applicabili agli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Giuffrè, 1993, 41, limitatamente agli *interest rate and currency swap*; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2001, 169 ss. e 254; PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. contratti* Rescigno-Gabrielli,

prototipo sono riconducibili gli *swap* sugli interessi e sulle divise (*interest rate swap* o, in breve, “Irs” e *interest rate and currency swap* o, in breve, “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*. Inoltre, possono essere ricondotti a tale prototipo anche i *commodity swap* ed i *weather index swap* con pluralità di pagamenti, entrambi contratti che prevedono il pagamento di più differenziali nel tempo.

Il secondo prototipo è quello del contratto differenziale semplice, il quale 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 parte 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 incerto, in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto. Sono riconducibili a questo prototipo gli *swap* domestici (*domestic currency swap*), i fra o *forward rate agreements*, i *financial futures* su indici, i *financial futures* su tassi di interesse, i *financial futures* su azioni, gli *equity forward* con *cash settlement*, i *fund forward* con *cash settlement*, i *commodity forward* con *cash settlement*, i *weather index swap* con singolo pagamento, i *forward* su indici economici e i *credit spread swap*.

Il terzo prototipo è quello del contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento (contratto di pagamento condizionato). Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio. Sono riconducibili a questo prototipo i contratti di opzione sui tassi di interesse (*interest rate option*), i *commodity call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati meteorologici, i *credit default swap* tra i contratti derivati di credito, le *economic call* o *put option* tra i derivati su indicatori economici ed i *catastrophe swap*.

Il quarto prototipo è quello tipico della compravendita, e cioè lo scambio di bene contro prezzo, dove la causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo i *financial futures* su titoli di stato e su titoli obbligazionari, i *financial futures* su merci, gli *equity forward* con *physical settlement*, i *fund forward* con *physical settlement* ed i *commodity forward* con *physical settlement*, quali i contratti derivati su metalli preziosi ed energie.

Il quinto ed ultimo prototipo è quello tipico del contratto di opzione (art. 1331 c.c.), e cioè quel contratto in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta ed alla controparte spetta il diritto di concludere, o meno, un secondo contratto, il quale può essere uno dei contratti elencati in precedenza. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo le opzioni su *swap*, su titoli, su divise, su indici, le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, i *credit spread options*.

diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, Utet, 2004, tomo II, 1086-1089; BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in questa *Rivista.*, 1996, I, 597.

Appare chiaro che i cinque prototipi presentano contratti con cause giuridiche diverse e, pertanto, non risulta corretto l'approccio di chi affronta questo tema cercando di offrire una definizione omnicomprensiva del "contratto derivato". Non esiste, infatti, un unico prototipo, e spesso si arriva a fare tale confusione quando si estendono o generalizzano considerazioni pertinenti ad un prototipo a tutti i contratti derivati. La teoria dell'alea razionale non vuole vedere queste lapalissiane differenze causali.

Da quanto sopra emerge che i contratti derivati hanno la propria causa e non hanno necessità di una "super causa" denominata *alea*, che peraltro è spesso soltanto economica e non giuridica. Prendiamo un *domestic currency swap* ⁽¹²⁾. A cosa serve il contratto e quale è lo scopo tipico strutturale che le parti intendono perseguire? Evitare il rischio di consegna che avrebbero se facessero la stessa operazione economica con contratti comuni e tipici e cioè la vendita a termine di divise. Il cliente (che vende una divisa — es. dollari — a termine) sa che beneficerà della differenza tra *a*) il cambio di oggi del dollaro verso l'euro e *b*) il cambio tra sei mesi se il dollaro scende e che perderà la differenza se il cambio sale. Le parti ottengono lo stesso identico risultato economico che avrebbero ottenuto con la vendita a termine. Il rischio economico è identico (la variazione del cambio tra due divise), ma con il derivato si evita il rischio di consegna, e cioè il rischio che una parte non sia in grado di consegnare un bene promesso. Tale rischio è noto come *delivery risk* o anche come *Herstatt risk*, dal nome della banca che fallì nel 1974 proprio a causa del rischio di consegna. Ma a cosa servirebbero le formule del *mark-to-market* e gli scenari probabilistici? A niente. L'unica formula che il sottoscrittore deve conoscere è la sottrazione, operazione che viene insegnata alle scuole elementari. E non è nemmeno vero il fatto che l'intermediario dovrebbe saperne di più sul futuro cambio del dollaro. *Mutatis mutandis* stesso ragionamento vale per tutti i contratti derivati la cui struttura è quella del contratto differenziale, che è aleatorio per definizione, anche se manca, come noto, una definizione condivisa di contratto aleatorio.

Prendiamo un contratto di *interest rate and currency swap*, brevemente Ircs. Il contratto può prevedere che una parte è impegnata a pagare il tasso fisso su un nozionale in dollari e l'altra a pagare un tasso fisso su un nozionale in euro corrispondente al controvalore del nozionale in dollari. In tal caso tutti gli elementi del contratto sono determinati e non subiscono alcuna variazione nel tempo (anche nel caso normale in cui il cambio tra le due divise muta). Dove è l'alea giuridica? Non esiste. Esiste tutt'al più un'alea economica nel senso che il valore delle prestazioni delle parti muta nel tempo, ma ciò in maniera non dissimile da quanto accade se compro un immobile con un lungo termine di pagamento o se lo affitto o concedo in leasing a lungo termine: i canoni di mercato potranno salire o scendere, mentre il canone del leasing concluso è fisso (se quelli di mercato salgono il mio immobile varrà meno rispetto ad uno stesso immobile affittato a canoni superiori e viceversa) senza che ciò incida sulla causa del contratto di locazione. *Mutatis mutandis* per tutti i contratti derivati la cui struttura è quella dello scambio di pagamenti, contratto commutativo atipico.

L'unico obbligo a cui dovrebbe sottostare l'intermediario, in ossequio ai principi generali che sorreggono le regole della finanza, è quello di assicurarsi che il cliente comprenda i rischi che assume e la struttura del contratto. Come si misurano tali rischi è dato dalle formule presenti nel contratto: ad esempio nei contratti differenziali la

⁽¹²⁾ Per tutti v. CAPUTO NASSETTI, (nt. 10), 209.

differenza tra due valori nel tempo, mentre nei contratti di scambio di pagamenti si utilizza la semplice moltiplicazione del calcolo degli interessi (capitale per tasso per giorni). Tutto il resto non serve a nulla.

Oltretutto le formule di cui parla l'Autore e la giurisprudenza qui criticata non sono quelle che emergono *per tabulas* nel contratto derivato e che servono a determinare il *quantum* delle reciproche prestazioni, ma sono quelle del calcolo del *mark-to-market*, le quali, oltre ad essere inutili ai fini causali, presentano complessità difficilmente comprensibili per la maggioranza dei clienti degli intermediari: vedremo come è praticamente impossibile *condividere* le formule ed i modelli.

3. *Le formule del mark-to-market.* — Il *mark-to-market* — valutare al 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 in quanto non si traduce in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento e si misura tenendo conto di numerosi aspetti e rischi. Esso si utilizza in numerosi settori del mercato, dell'industria e del commercio e la normativa civilistica e contabile prevede che le aziende debbano calcolare il valore *mark-to-market* dei loro attivi (e non solo dei derivati!).

I principali elementi del calcolo nel mondo finanziario 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.

Ciascuno di questi elementi viene misurato con formule e modelli, spesso universali e a volte *tailor made* per ogni intermediario.

La critica che si può muovere all'impostazione dell'Autore e alla giurisprudenza che ne ha sposato la tesi è che nessun Autore o giudice ha mai indicato quali formule o modelli devono essere condivisi. Vanno condivise *tutte* le formule di *tutti* gli elementi che concorrono al calcolo o soltanto le principali? Non troverete un autore, o una sentenza, che scenda dall'iperuranio del principio "di condividere le formule" ad uno che indichi in concreto cosa condividere: si tratta, infatti, di centinaia di pagine di matematica finanziaria e statistica la cui comprensione richiede studi che nemmeno un matematico ha affrontato (alcune di queste formule e modelli si basano oggi anche sull'intelligenza artificiale). Tale mole di carta si aggiungerebbe alle decine di pagine contrattuali che già oggi i clienti sottoscrivono prima di concludere un qualsiasi contratto derivato (accordo quadro, privacy, profilazione, esempi e simulazioni, ecc....). Basti pensare al modello di *rating* di cui ogni banca è dotata: si tratta di modelli molto complessi, con elementi macroeconomici, settoriali, tendenze storiche, perdite pregresse e numerosi altri elementi: un modello di *rating* occupa centinaia di pagine. L'intermediario dovrebbe dividerlo per spiegare il margine di credito che utilizza nella formula del *mark-to-market*? Perché questa interpretazione non si applica al contraente

di una polizza assicurativa, il quale — per lo stesso principio — dovrebbe quindi *condividere* le formule attuariali che misurano il premio?

Quali formule andrebbero condivise? Quelle dell'hedging? Quelle che misurano i rischi operativi? Quelle che misurano l'illiquidità? Quelle che misurano il rischio di credito? Per un *credit default swap* dovremmo *condividere* il modello di *rating* di Standard & Poor's o Moody's (che spesso rappresenta un *credit event* nel caso diventi D-Default)? Oppure i modelli di intelligenza artificiale e di reti neurali che diversi intermediari utilizzano per prevedere le insolvenze ⁽¹³⁾? Ovviamente nessuna risposta è stata mai data da chi sostiene questa interpretazione.

L'Autore stesso si rende ben conto che “il calcolo del *mark-to-market* non è elementare e che nessun cliente al dettaglio né professionale dispone di mezzi e competenze per eseguirlo” ⁽¹⁴⁾. Ammesso ciò, che senso ha imporre un requisito di tale portata — la condivisione delle formule e modelli che presuppone necessariamente capirli e farli propri — ai fini della validità del contratto? Come si risolve il dilemma? Semplice: “la soluzione è la condivisione tramite apposita clausola del contratto del criterio di calcolo, sia esso semplice o complesso” ⁽¹⁵⁾. A parere di chi scrive tale conclusione è un circolo vizioso: ribadito che le formule del *mark-to-market* non servono a nulla per determinare le prestazioni delle parti (salvo l'ipotesi patologica che vedremo oltre), prevederne la condivisione ai fini della validità del contratto e poi svilirle inserendole nei contratti cartacei, dove rimarrebbero incomprese per stessa ammissione dell'Autore, è del tutto inutile, artificiale e con l'unico scopo di salvare una formalità: *condividere* significa comprendere, mentre a ciò non servirebbe l'allegazione al contratto. Fare questo sarebbe come pretendere che il compratore di una automobile da un concessionario debba necessariamente sapere come funziona lo spinterogeno o i microprocessori della parte elettronica (o meglio, che tali allegati tecnici siano allegati al contratto di compravendita dell'autovettura), a pena della nullità del contratto. La loro presenza è essenziale, ma capire come funzionano no.

Questa interpretazione dei principi generali e del principio di trasparenza va ben al di là di ogni ragionevolezza.

Supponiamo anche per un momento che tutti i clienti avessero condiviso le formule e scenari nel 2008 (prima del crollo in pochi mesi dei tassi di interesse da 5,5% circa a sottozero, che ha dato origine allo tsunami di cause giudiziarie): avrebbero perso meno? I tassi non sarebbero crollati? In realtà non sarebbe cambiato nulla, posto che conoscerle o meno — va ribadito — è del tutto indifferente ai fini della determinazione delle prestazioni contrattuali.

Il *mark-to-market* serve ai fini bilancistici per rappresentare il valore del contratto. A nessuno verrebbe in mente di sostenere che, se non condivise le formule e gli scenari in un contratto di leasing — che va valutato come tanti altri contratti con il *mark-to-market* —, questo possa essere nullo. Nessuno ha mai pensato di elevare a causa del contratto la condivisione delle formule *mark-to-market* di tutti i numerosi contratti che sono misurati con la stessa tecnica: perché i derivati?

⁽¹³⁾ LUDOVICI, *The application of neural networks to the pricing of credit derivatives*, in *Riv. di politica economica*, novembre-dicembre 2006, p. 187.

⁽¹⁴⁾ MAFFEIS, (nt. 1), 204.

⁽¹⁵⁾ *Ibidem*, 204.

L'Autore correttamente afferma che "l'ufficio di diritto privato dell'intermediario è al servizio della trasparenza dell'alea che il cliente è destinato ad assumere con il compimento di ciascun atto di investimento, perché l'investitore deve essere consapevole e auto responsabile ed è esattamente la trasparenza ciò che garantisce l'una e l'altra cosa" ⁽¹⁶⁾. Su questo nulla da eccepire, mentre il disaccordo nasce dal fatto che la trasparenza e la comprensione dell'alea non dipendono e non sono assolutamente legate alla condivisione di formule del *mark-to-market* e degli scenari. La comprensione dell'alea si basa sulla comprensione della struttura del contratto e delle relative obbligazioni: se il cliente vende una opzione ed incassa dall'intermediario un premio gradito e condiviso (ricordiamo il principio che l'intermediario deve agire nel migliore interesse del cliente) deve comprendere che il suo massimo utile è il premio incassato e la sua perdita può essere molto elevata qualora il sottostante alla data di scadenza sia variato in senso sfavorevole rispetto allo *strike price*. Se il cliente conclude un *domestic swap* o un FRA deve sapere che pagherà o riceverà un importo pari alla differenza tra un parametro iniziale ed il valore dello stesso parametro alla data di scadenza.

Mi sembra apodittico affermare che "la conoscenza e la condivisione della distribuzione quantitativa e qualitativa dell'alea e dei fattori che incidono sull'alea è un requisito imprescindibile di struttura e quindi di validità del consenso" ⁽¹⁷⁾. La condivisione delle formule del *mark-to-market* o dei modelli non consente — a parte l'oggettiva difficoltà di comprenderli — di capire e misurare l'alea del contratto.

Ha ben ragione quella giurisprudenza ⁽¹⁸⁾, non contaminata dall'alitità di Super-

⁽¹⁶⁾ *Ibidem*, 366.

⁽¹⁷⁾ *Ibidem*, 380.

⁽¹⁸⁾ Per la Cassazione si segnalano alcune sentenze significativamente in contrasto con le affermazioni della Sentenza Cattolica. In particolare: la sentenza n. 47421/2011 emessa dalla II Sezione Penale della Corte di cassazione (relativa ai contratti derivati stipulati dal Comune di Messina), nella quale essa ha indicato che è innegabile che il *mark to market* di un contratto derivato "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*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari [...]. Dunque, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un vantaggio o un danno per l'ente contraente, occorre procedere ad una disamina a posteriori, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza"; la sentenza n. 9644/2016, nella quale la Corte di cassazione ha affermato che "il *mark to market* rappresenta un'espressione che si riferisce — per approssimazione — ad un metodo di valutazione delle attività finanziarie [...]. Esso consiste nell'attribuire a tali attività il valore che esse riceverebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di risoluzione del rapporto prima della sua naturale scadenza. [...]. In effetti, il valore del *mark to market* è influenzato da vari fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari"; la sentenza n. 18724 del 13 luglio 2018, che si è soffermata sulla causa dei contratti derivati, rilevando come essa debba considerarsi meritevole di tutela, allorché il relativo contratto derivato abbia la finalità di preservare la controparte non finanziaria da un rischio che, al momento della stipula del contratto, sia da considerarsi, almeno in teoria, esistente (come potrebbe essere il caso del rischio costituito dall'aumento dei tassi di interesse). Per la ampia giurisprudenza di merito basti citare tra le numerose quella esemplare del Tribunale di Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, p. 748, con nota di GIRINO. Inoltre, Tribunale di Genova, 30 novembre 2015; App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, p. 186.; Trib. Torino, 30 luglio 2015; Consiglio di Stato n. 5962/2012, in questa *Rivista*, 2013, p. 357 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*. Nello stesso senso v. lodo arbitrale 17 giugno 2015 Pres. LACCHINI, Arbitri RIMINI, SANGIOVANNI. Un chiaro 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" (Lodo arbitrale 24 luglio 2015, Pres. PRAVETTONI, Arbitri MASSERDOTTI, SERRA). Altro 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

ciuk — che ha affermato 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 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” (19).

L’interpretazione dei principi generali che porta a sostenere che la condivisione delle formule e scenari sia necessaria a pena di nullità è quindi da contraddire, nonostante l’autorevolezza della Corte di cassazione e degli autori che la sposano. Che la comprensione e condivisione dell’alea — più spesso economica che giuridica — sia sacrosanta è pacifico. Altro è fare assurgere alla causa del contratto la condivisione di formule del *mark-to-market* e scenari, attività di fatto quasi impossibile e, per quanto detto, senza utilità alcuna. Obblighi informativi precisi e diffusi sono sempre utili, a volte anche condividendo informazioni marginali o non essenziali, ma mai a pena di nullità. Difficile sostenere che la causa di contratti tipici ed atipici, commutativi e aleatori assuma la “super causa” dello scambio di alee, che per essere razionale presuppone necessariamente la condivisione delle formule del *mark-to-market* e scenari probabilistici. Così facendo si annullano le differenze strutturali e si crea un requisito di fonte giurisprudenziale che va ben al di là dei cospicui e sostanziali obblighi informativi già previsti dal legislatore a presidio proprio del principio di trasparenza.

Andando oltre, l’Autore afferma che “la stima del guadagno e della perdita attesa dell’investimento non è per definizione un mero motivo unilaterale, ma è, civilisticamente, la causa di ogni e qualsiasi investimento”! Avremmo quindi una “super causa” che sostituisce la causa del singolo contratto in contrasto con la dottrina generale del contratto e con la giurisprudenza consolidata. Infatti, il problema sul fatto che alla causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso sia estraneo o meno un rapporto di valore tra la prestazione e la controprestazione è stato unanimemente risolto in senso negativo. Nei contratti (la cui causa è) di scambio assume rilievo giuridico la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio (20). Che si tratti di una “super causa” emerge anche da altri passaggi dell’Autore, come quando afferma che “la peculiarità dell’alea giuridica in finanza non risiede soltanto nel fatto che essa è misurabile [n.d.r. anche al di fuori della finanza l’alea è misurabile!], bensì risiede anche nel fatto che essa consiste indifferen-

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

(19) Tribunale di Milano, 19 aprile 2011, vedi nota precedente.

(20) Basti citare per tutti DI STASO, *I presupposti ed il fondamento giuridico dell’azione di rescissione per lesione*, in *Giur. Compl. Cass. Civ.*, 1949, I, 131 e la copiosissima letteratura giuridica ed economica citata nella nota 106; BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952, 81 ss.; MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, Vallardi, 1942, 271 ss.; DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, 23.

temente nell'alea che tradizionalmente si intende come giuridica o nell'alea che tradizionalmente si intende come economica.”⁽²¹⁾ E che l'alea economica sia diventata giuridica emerge anche dall'affermazione apoteosica secondo cui “in finanza è aleatoria anche la prestazione giuridicamente certa, perché ha un valore il rischio che la prestazione non sia eseguita ed essa stessa, in vista della sua esecuzione, ha un valore di scambio”⁽²²⁾. Questo ragionare porterebbe alla conseguenza di poter sostenere che anche un mutuo, un prestito obbligazionario, una vendita a termine di titoli (cioè, un future su titoli di stato), siano aleatori, ma sarebbe scambiare il concetto di *rischio di credito* — e quindi la normale alea economica — con la causa del contratto stravolgendo i fondamentali del diritto civile.

Non va dimenticato che non esiste alcuna norma, né primaria né secondaria, da cui si possa trarre un obbligo di *condivisione* (di formule e scenari) così penetrante tale da incidere addirittura sulla validità del contratto derivato.

Infine va rammentato che non si deve confondere la condivisione con il cliente delle formule del *mark-to-market* con la condivisione del valore del *mark-to-market* iniziale del contratto: è noto che tale valore è negativo per il cliente in quanto comprende la marginalità dell'intermediario, il differenziale denaro-lettera (*market spread*, che sarà più basso più è alta la liquidità di riferimento e viceversa), la valutazione del rischio creditizio del cliente e altre componenti, fermo restando che l'intermediario deve perseguire al meglio l'interesse del cliente: se tale numero, al cliente, non piace — perché, ad esempio, la percezione del “rischio cliente” da parte dell'intermediario è particolarmente elevata o la marginalità richiesta dall'intermediario è alta — egli è libero di non contrarre.

Non va nemmeno confusa con la causa del contratto la comunicazione periodica del valore *mark-to-market* al cliente da parte dell'intermediario: si tratta di un obbligo di trasparenza validamente implementato con la comunicazione del valore senza che sia necessario dividerne le formule non rappresentando una obbligazione di pagamento del cliente, ma avendo solo lo scopo di informarlo sul valore dello strumento nel tempo.

4. *I contratti derivati comuni.* — Leggendo il volume in esame sembra quasi che i contratti derivati abbiano come controparte necessaria un intermediario regolamentato, non essendoci menzione alcuna del fatto che i contratti derivati sono contratti comuni i quali possono essere conclusi — e sono nella pratica conclusi — tra soggetti privati al di fuori della riserva di legge e del conseguente regime speciale: numerose sono le ipotesi di contratti derivati conclusi lecitamente al di fuori del regime speciale e cioè ogni qual volta non sono negoziati (o) professionalmente (o) nei confronti del pubblico⁽²³⁾. Tizio e Caio sono certamente liberi di concludere un contratto derivato che sarà valido a prescindere dalla condivisione delle formule e degli scenari.

In un caso simile quale dei due contraenti dovrebbe fornire formule e scenari? Tutti e due reciprocamente? Il dilemma che si creerebbe in dottrina e giurisprudenza è che bisognerebbe affermare che esistono due *swap* di pagamenti, due opzioni, due *credit default swap*, due *domestic swap*, due FRA, due *floor* ecc..., uno del regime speciale e l'altro del diritto comune, i quali differirebbero per la causa. I primi sarebbero

⁽²¹⁾ MAFFEIS, (nt. 1), 47.

⁽²²⁾ *Ibidem*, 48.

⁽²³⁾ CAPUTO NASSETTI, *Strumenti finanziari derivati*, voce, in *giurEnc. del dir.*, Milano, Giuffrè, 913.

caratterizzati dall'alea razionale, che è tale solo se si *condividono* le formule e scenari, e gli altri sarebbero contratti tipici o atipici, aleatori o commutativi in base alla loro specifica causa.

5. *Conclusioni.* — Vi è da sperare che la Corte di cassazione riveda il suo orientamento meglio comprendendo che la chimera apoditticamente creata non corrisponde alla giustizia, non porta ad alcuna utilità concreta ed è inattuabile. Occorre decisamente un novello Bellerofonte (colui che sconfisse la chimera) a riportarci alla realtà ed equità: obblighi informativi finalizzati a rendere l'alea intellegibile (e per questo non serve il calcolo del *mark-to-market*) e non requisito di validità.

Vi è da domandarsi come mai la Cassazione si è arrampicata sugli specchi di questa interpretazione, costruendo una chimera: diversi sono stati tentati di pensare che ancora una volta la magistratura ha sconfinato nel campo del legislatore e abbia fatto politica, una politica contro le banche ed il capitalismo finanziario.

Viene anche il sospetto che l'interpretazione che sostiene la nullità dei contratti per mancanza di condivisione di formule e scenari sia stata utilizzata come comoda scorciatoia per agevolare i clienti (al dettaglio in particolare, tra cui rientrano anche i Comuni) che avevano contratto derivati prima del crollo dei tassi di interesse del 2008. Non è da dimenticare infatti che lo tsunami di cause sugli swap nasce dal fatto che i tassi di interesse sono gradualmente saliti oltre al 5% nel periodo tra il 2000 ed il 2008 per poi crollare sotto lo zero nel giro di diciotto mesi, con il risultato che tutti coloro che avevano concluso un contratto di *swap* per evitare il rischio di variazione dei tassi, impegnandosi a pagare per molti anni, se non decenni, un tasso fisso di mercato — elevato a quel tempo e poi andato sotto zero —, si sono trovati a pagare importanti somme che, se non avessero contratto, avrebbero ampiamente risparmiato. Se non si fosse verificato questo inusuale fenomeno macroeconomico la giurisprudenza in commento, probabilmente, non esisterebbe. Ma il giudice interpreta il diritto e non dovrebbe fare politica sociale.

Il regime speciale previsto dal t.u.f. ha per obiettivi: *a)* la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; *b)* la tutela degli investitori; *c)* la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; *d)* la competitività del sistema finanziario; *e)* l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria (art. 5 t.u.f.). Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per salvaguardare l'integrità dei mercati (art. 21 t.u.f.). L'interprete che applica le norme di diritto al caso concreto deve tenere presente le predette finalità che il legislatore ha imposto. Se l'interpretazione che si commenta venisse estesa ed applicata a tutti i contratti derivati — sia a quelli in essere che a quelli estinti (la nullità non si prescrive) — porterebbe a conseguenze drammatiche per il Paese: il sistema bancario fallirebbe sotto la montagna di miliardi di risarcimenti (è facilmente reperibile da varie fonti istituzionali il valore *mark-to-market* dei contratti in essere e per quelli già estinti basterebbe calcolare i flussi pagati) e, conseguentemente, il Paese Italia entrerebbe in una spaventosa crisi economica, con povertà diffusa e distruzione del sistema economico e sociale. Non è certo questo il principio a cui il legislatore (non solo italiano) ha improntato la normativa speciale a tutela dell'integrità dei mercati. Se quindi il procedimento di sussunzione che il giudice applica — tra l'altro vi è da domandarsi: sussunzione a quale norma? — porta,

in ultima analisi, a risultati contrari alla stabilità del mercato significa che il procedimento evidentemente non è corretto.

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), di tale 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: 1) le obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nell'obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato, oppure esse sono estinte e sostituite dall'obbligazione di versare tale importo, ovvero 2) viene calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni e viene determinata la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato, ad estinzione dei reciproci rapporti;». In sostanza si ha un riconoscimento legislativo di tali clausole, le quali non contengono alcuna formula matematica: in base all'interpretazione dell'alea razionale, che viene qui criticata, anche questa norma verrebbe travolta?

La giurisprudenza qui criticata, infine, è stata la scaturigine del deplorabile fenomeno diffusosi in Italia negli ultimi anni e rappresentato da schiere di consulenti ed avvocati *ambulance chasers* ⁽²⁴⁾ che si propongono alle aziende per fare causa alle banche controparti dei loro derivati, anche se sepolti negli archivi in quanto conclusi e terminati anni or sono (come detto, la nullità non si prescrive), con l'offerta di sostenerne le spese legali per poi dividersi «la torta». Si tratta di soggetti scorretti che approfittano di una giurisprudenza chimerica in quanto la vittoria è certa, posto che nessun intermediario ha mai *condo* formule, modelli e scenari probabilistici. Si è creato un business che arricchisce consulenti ed avvocati — e i clienti dei derivati — a scapito del sistema bancario: quale cliente non cede di fronte alla tentazione di vedersi pagare importanti somme su derivati che ha utilizzato, e ben capito nella struttura legale, comprendendone i rischi economici, anche senza aver ricevuto formule e scenari?

La potenziale torta da spartirsi sarebbe spaventosamente grande, trattandosi di centinaia di miliardi che, se fossero tutti «restituiti» ai clienti, provocherebbero il collasso del sistema bancario italiano. Tale fenomeno non solo è ingiusto, ma è potenzialmente destabilizzante, come detto, per il sistema finanziario, sistema che il legislatore vuole proteggere, e per il Paese.

Vi è da augurarsi che il tema venga rivisto al più presto 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 oppure, più facilmente, che venga emesso un regolamento interpretativo da parte della Banca d'Italia per fare chiarezza e fare tornare il tema nei binari della nostra tradizione giuridica.

Il regolamento della Banca d'Italia sui derivati troverebbe la sua giustificazione e fondamenta in ulteriore attuazione della direttiva 2006/73/CE del 10 agosto 2006.

⁽²⁴⁾ Letteralmente «inseguitore di ambulanza». Espressione derogativa americana relativa agli avvocati che sollecitano di fare cause aggressive e strumentali.

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

In altre parole è fatto divieto agli Stati membri di introdurre requisiti informativi non previsti dalla normativa europea, secondo la regola del c.d. *gold plating* (di cui alla direttiva 2006/73/CE, recepita nel nostro ordinamento all'art. 6, comma 2, del T.U.F. che prevede "La Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dall'articolo 16, paragrafi 8, 9 e 10, della direttiva 2014/65/UE e dai relativi atti delegati, nonché dall'articolo 24 della direttiva medesima, solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano").

Il recepimento della direttiva già c'è stato e si potrebbe quindi pensare a un provvedimento interpretativo "in attuazione/chiarimento della direttiva [ecc...]": il secondo comma dell'articolo 6 del T.U.F. fa riferimento, infatti, solo a Banca d'Italia e Consob, mentre la direttiva fa riferimento più in generale agli "stati membri".

Gli scenari probabilistici e le formule matematiche del *mark-to-market* non possono essere requisiti di validità dei contratti anche in quanto tale interpretazione distorcerebbe il *level playing field* previsto dalla direttiva europea. Il regolamento volutamente non creerebbe nuove regole e sarebbe essenzialmente descrittivo.

Vi è infine da augurarsi che — come nel fumetto degli anni settanta Superciuk veniva portato a rinsavire da Alan Ford — vi sia presto una magistratura fordiana o bellerofontiana che scoperchi ed esponga l'apoditticità della teoria che qui si critica e che si basa sul nulla.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

Abstract

The Author criticizes with strong and solid arguments the recent doctrinal and jurisprudential thesis that identifies in derivative contracts a super cause, non-existent in practice and source of undue applications. The criticized thesis maintains that the cause of these contracts is the "rational alea", which must be known and shared between the parties and this can only happen with the sharing of the mark-to-market formulas and the probabilistic scenarios. The article proves that this approach is totally devoid of foundation and it is irrational.