

GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

Anno XXXIX Fasc. 2 - 2012

Francesco Caputo Nassetti

**IL GRANDE EQUIVOCO DELLA
VALUTAZIONE DEI CONTRATTI
DI SWAP**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

Mercati finanziari - Intermediazione finanziaria - Contratti derivati con ente pubblico territoriale - Metodologie di valutazione del valore iniziale del contratto - Par swap.

(Codice civile, art. 1418; art. 41, l. 28 dicembre 2001, n. 448; art. 3, D.M. Ministero dell'economia e delle finanze 1° dicembre 2003, n. 389; art. 3, Regolamento Consob 11522/1998).

La presenza di un valore iniziale del contratto di swap di interessi negativo a scapito di un ente pubblico attribuisce al contratto una funzione speculativa e lo priva della funzione causale di strumento finanziario meramente conservativo, causandone la nullità per difetto della causa in concreto loro consentita ai sensi dell'art. 3, D.M. 1 dicembre 2003, n. 389.

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO. — Preliminarmente si dà atto che la presente sentenza viene redatta in forma abbreviata ex art. 16, 5° comma, d.lgs. 5/2003, facendosi espresso rinvio per lo svolgimento del processo alla ricostruzione operata sul punto dalla convenuta nella propria comparsa conclusionale.

La causa, all'esito della discussione tenutasi all'udienza collegiale, era riservata in decisione sulle conclusioni in epigrafe trascritte.

MOTIVI DELLA DECISIONE. — Il Comune di O. ha instaurato il presente giudizio nei confronti di U.C.B. al fine di ottenere che fosse dichiarata la nullità o fossero annullati o comunque risolti per inadempimento della convenuta tre contratti di acquisto di strumenti finanziari derivati di tipo "collar swap". L'attore in particolare esponeva:

— che il 7 maggio 2002, tramite il proprio Dirigente del Settore Ripartizione Finanziaria del Comune, stipulava con la convenuta un contratto quadro avente ad oggetto la regolamentazione riguardante la conclusione di successivi contratti in strumenti finanziari derivati;

— che, contestualmente, il dirigente preposto attestava con propria dichiarazione sottoscritta ex art. 31 Reg. Consob la qualifica del Comune di O. quale "operatore qualificato";

— che nel dicembre 2005 veniva stipulato fra le parti un mandato di consulenza gratuita ad opera della convenuta in favore del Comune, con previsione di esclusiva in favore della banca in relazione all'acquisto degli strumenti finanziari oggetto della consulenza;

— che il 10 gennaio 2006, nell'ambito del rapporto strutturato intercorrente tra le parti, il Comune stipulava con la convenuta tre contratti di *collar swap*, con la dichiarata finalità conservativa di consentire al Comune di ristrutturare mutui già in essere con la Cassa Depositi e Prestiti;

— che detti contratti, pertanto, avrebbero dovuto essere strutturati secondo la tipologia "par", ossia con un *mark to market* iniziale sostanzialmente pari a zero e, quindi, di valore nullo;

— che, viceversa, i tre contratti presentavano un *mark to market* iniziale non dichiarato fortemente negativo per il Comune;

— che gli strumenti finanziari erano stati costruiti in modo tale da prevedere la corresponsione da parte del Comune di tassi di interesse incongrui già sulla base di una valutazione *ex ante*;

— che, infine, erano stati previsti dei limiti di rischio di rialzo dei tassi di interesse (*cap*) irrealistici e inverosimili (Euribor 3 mesi 8,5%), di fatto annullando la garanzia rappresentata dal tetto alle possibili perdite;

— che, pertanto, i tre contratti in questione erano nulli per carenza di causa in concreto, in quanto, prevedendo un *mark to market* iniziale negativo, assumevano una funzione speculativa non consentita dall'art. 3 del D.M. 389/2003 in riferimento ai contratti in derivati stipulabili dagli Enti Locali;

— che, in ogni caso, i contratti in questione erano annullabili per errore essenziale e riconoscibile sulla natura e sull'oggetto del contratto e/o sulla identità e qualità dell'oggetto della prestazione;

— che, infine, la autocertificazione ex art. 31 Reg. Consob di operatore qualificato operata dal Comune era illegittima, in quanto effettuata non dal Sindaco e, comunque, disposta senza che ne fossero illustrati gli effetti.

La domanda principale attorea di nullità dei contratti è fondata e, pertanto, merita di trovare accoglimento.

A seguito, infatti, di espletamento di consulenza tecnica di ufficio diretta a ricostruire le caratteristiche strutturali dei tre contratti derivati stipulati tra le parti, è emerso come gli stessi effettivamente non fossero del tipo "par", ma prevedessero un *mark to market* iniziale negativo per il Comune per un totale di oltre euro 576.000,00; considerato come gli stessi contratti non prevedessero la corresponsione di importi in favore del cliente della banca (c.d. *up front*, in teoria sostanzialmente corrispondente all'eventuale *mark to market* iniziale negativo, al fine di ricondurre l'operazione finanziaria nell'ambito di un corretto rapporto di sinallagmaticità), l'ausiliario tecnico del Tribunale ha osservato come ciò comportava che lo squilibrio di partenza sfavorevole alla posizione del Comune si risolveva interamente in un vantaggio ingiustificato per la controparte, ossia la convenuta.

A fronte di tale dato, la banca convenuta ha obiettato come in realtà i contratti *swap* "par" nella realtà delle contrattazioni finanziarie sarebbero inesistenti, in quanto ciò comporterebbe l'assenza di remunerazioni in favore dell'istituto di credito, sia per quanto attiene alla costruzione "ingegneristica dello strumento finanziario, sia per quanto concerne le componenti di rischio che vengono assunte dall'emittente in ordine alla gestione del contratto e, quindi, al variare dei flussi durante la sua vigenza; per tali ragioni, pertanto, contratti "par" sarebbero solo utopistici, prevedendosi invece in tutti i contratti in derivati un *mark to market* iniziale negativo per il cliente, espressione delle commissioni e del corrispettivo spettante alla banca per l'operazione.

In tale prospettiva, pertanto, la difesa della convenuta ha contestato le valutazioni sul punto espresse dal consulente tecnico dell'ufficio, il quale ha stimato come corrispondenti ai valori di mercato commissioni nella misura di circa il 10% del *mark to market* negativo accertato, evidenziando come il residuo 90% avrebbe dovuto essere versato quale *up front*, al fine di rendere il contratto equilibrato e corrispondente alle sue funzioni.

In particolare la banca ha criticato i criteri di stima dei costi connessi con il rischio proprio del cliente Ente Locale, il quale, a differenza di quanto accadeva in passato, non poteva più considerarsi "infallibile", in quanto non era più previsto l'intervento in via sussidiaria dello Stato per ripianare i debiti contratti dai Comuni; ne discendeva, pertanto, che a differenza di quanto ritenuto dal consulente, anche in relazione ai contratti stipulati da Enti Locali al fine di determinare le commissioni andava calcolato anche il costo corrispondente al rischio proprio del cliente.

Per ultimo la convenuta ha contestato che le commissioni così determinate potessero essere qualificate come "occulte", in quanto non pattuite, precisando come fosse

nella stessa natura del contratto in derivati che le commissioni riconosciute all'istituto di credito fossero ricomprese nella struttura dello strumento finanziario e, quindi, nelle modalità operative dei flussi reciproci degli interessi.

Senonché non può non rilevarsi come la costruzione difensiva operata dall'istituto di credito convenuto non trovi adeguato riscontro nel dato normativo e contrattuale.

Sotto il primo profilo, infatti, deve riscontrarsi come l'inesistenza di contratti di *swaps* "par" sia smentita dalle indicazioni fornite nell'allegato 3 al Reg. CONSOB n. 11522/1998, vigente alla data di stipula dei contratti in esame, là dove si precisa come "... alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* è sempre nullo ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto".

In secondo luogo, prendendo in considerazione anche il secondo profilo in esame, la tesi difensiva diretta a ricondurre le commissioni spettanti alla convenuta allo squilibrio iniziale del contratto e, quindi, al *mark to market* negativo, appare in evidente contrasto sia con quanto previsto alla lett. g dell'art. 61 della delibera CONSOB sopra citata, la quale impone che siano specificate nella nota di conferma dell'ordine contrattuale eseguito le commissioni che sono state applicate; sia, soprattutto, con quanto disposto all'art. 8 del contratto quadro stipulato tra le parti, il quale, sotto l'intitolazione "Interessi moratori, commissioni e spese", rimette ai singoli contratti in derivati che saranno conclusi dalle parti l'indicazione degli oneri e delle commissioni che saranno applicate al Comune di O. in favore della banca.

Il semplice esame dei tre contratti di *collar swap* oggetto di causa consente, quindi, di verificare come, a differenza di quanto programmato con il contratto quadro, nessuna indicazione fosse stata data in ordine alle commissioni riconosciute alla convenuta e che, pertanto, le stesse non possano oggi essere *sic et simpliciter* ricondotte al *mark to market* iniziale negativo, peraltro anch'esso non esplicitato nei contratti, pena altrimenti contraddire quanto pattuito con il contratto quadro e quindi richiamato nei singoli contratti conclusi dalle parti.

Le considerazioni sopra esposte, infine, appaiono ulteriormente confortate dalla dimensione particolarmente alta, in termini percentuali rispetto al valore nozionale, del *mark to market* negativo iniziale, circostanza che porta a escludere la possibilità di attribuire a tale squilibrio la funzione causale di corrispettivo, sotto forma di commissioni più o meno implicitamente attribuite all'istituto di credito.

La presenza, quindi, di tale squilibrio contrattuale priva i contratti in esame della funzione causale di strumento finanziario meramente conservativo, propria invece degli omologhi contratti strutturati come "par", in quanto la previsione già in partenza di una posizione in perdita per l'Ente Locale è incompatibile con una funzione di mero ammortamento e ristrutturazione di mutui già esistenti gravanti sul bilancio del Comune.

Un *mark to market* iniziale negativo, tanto più se non collegato a un corrispondente *up front*, attribuisce ai contratti in parola una funzione speculativa, in contrasto con la tipologia di contratti derivati rimessi alla possibile stipulazione da parte degli Enti Locali dall'art. 3 del D.M. 389/2003, secondo quanto disciplinato dall'art. 41, comma 1, della Legge 448/2001.

Considerato, quindi, come sia pacifico, oltre che risultare dagli stessi negozi stipulati, come le parti avessero inteso stipulare contratti di *swaps* conformi alle tipologie consentite al Comune, secondo la normativa sopra richiamata, l'accertamento tecnico contabile condotto in corso di causa ha viceversa rivelato come i tre contratti oggetto di domanda non assolvessero alla causa in concreto predeterminata dal legislatore, avendo connotati speculativi in misura accentuata (superiore anche ai limiti

massimi fissati dal legislatore per la tipologia di derivati disciplinata dalla lett. f dell'art. 3 del citato Decreto Ministeriale, ancorché fattispecie estranea ai contratti in esame).

Ne deriva, quindi, come debba trovare accoglimento la domanda attorea diretta ad ottenere la declaratoria di nullità dei tre contratti di *collar swap* stipulati il 10 gennaio 2006 per difetto della causa in concreto loro consentita.

Alla declaratoria di nullità seguono gli effetti restitutori, rappresentati dalle somme versate dall'attore in esecuzione dei contratti, nonché il risarcimento dei danni patiti.

Considerato come nelle more dell'espletata consulenza tecnica di ufficio i tre contratti sono stati chiusi, conseguendo un *mark to market* positivo (euro 97.200,00) per uno di essi e negativo per gli altri due (rispettivamente euro 114.200,00 ed euro 48.600,00) e tenuto conto che, considerati i flussi reciprocamente versati dalle parti durante la vigenza dei contratti, il risultato complessivo è stato positivo per il primo contratto (euro 50.308,00) e negativo per gli altri due (euro 158.763,93 ed euro 224.740,94), ne consegue che il danno effettivo patito dall'attore per effetto dei tre contratti oggetto di domanda si è stabilizzato nel risultato finale complessivo, pari a una perdita di euro 343.196,83 e che, pertanto, la convenuta va condannata a corrispondere a titolo di risarcimento danni detta somma, maggiorata da interessi secondo il tasso legale dalla data di ciascun addebito, al saldo, come da domanda.

Non può, viceversa, trovare accoglimento la domanda riconvenzionale proposta in via subordinata dalla convenuta, diretta ad ottenere che, qualora fosse stata accolta la domanda attorea, il saldo complessivo fosse determinato tenendo conto di tutti i contratti di *swap* conclusi tra le parti e, quindi, anche di un primo, non costituente oggetto di pretesa alcuna da parte del Comune, il quale era stato chiuso con un esito fortemente vantaggioso per l'Ente Locale.

Sul punto, infatti, la banca parte dal presupposto che la domanda attorea di nullità e/o risoluzione avanzata in relazione ai tre contratti stipulati il 10 gennaio 2006 necessariamente avrebbe dovuto essere riferita al contratto quadro *inter partes* e che, pertanto, avrebbe avuto l'effetto di travolgere tutti i contratti che hanno trovato la propria fonte negoziale in esso.

Sennonché deve replicarsi come le doglianze mosse dall'attore sono state riferite esclusivamente ai tre contratti di *collar swap* del 10 gennaio 2006, denunciandosi un vizio genetico di carenza di causa in concreto sussistente esclusivamente in relazione a tali tre negozi, senza in alcun modo contestare la validità ed efficacia del contratto quadro, il quale è rimasto estraneo al presente giudizio.

Il preteso effetto estensivo della pronuncia di accoglimento della domanda del Comune, pertanto, non trova fondamento nel suo stesso presupposto, costituito dal coinvolgimento del contratto quadro.

L'accoglimento della domanda attorea per le motivazioni sopra illustrate porta a ritenere assorbite le ulteriori argomentazioni esposte dalle parti.

Le spese di lite seguono la soccombenza e si liquidano in complessivi euro 28.980,00, oltre c.p.a., di cui euro 5.780,00 per diritti, euro 18.800,00 per onorari, euro 1.327,50 per spese ed euro 3.072,50 per spese generali.

A carico della convenuta vanno poste in via definitiva anche le spese di c.t.u., liquidate in complessivi euro 30.768,90, oltre IVA e previdenza e oltre euro 250,00 per spese.

P.Q.M.

Il Tribunale in composizione collegiale, definitivamente pronunciando nel contraddittorio delle parti, ogni diversa istanza disattesa:

— in accoglimento della domanda proposta dal Comune di O. nei confronti di U.C.B. dichiara nulli i tre contratti di *collar swap* stipulati dalle parti il 10 gennaio 2006;

— condanna, per l'effetto, la convenuta a pagare all'attore a titolo di risarcimento danni la somma complessiva di euro 343.196,83, oltre interessi secondo il tasso legale dalla data di ciascun addebito al saldo;

— condanna la convenuta a rifondere l'attore delle spese di lite, liquidate in complessivi euro 28.980,00, oltre c.p.a., di cui euro 5.780,00 per diritti, euro 18.800,00 per onorari, euro 1.327,50 per spese ed euro 3.072,50 per spese generali;

— pone definitivamente a carico della convenuta le spese di c.t.u., liquidate in complessivi euro 30.768,90, oltre IVA e previdenza e oltre euro 250,00 per spese.

(1) Il grande equivoco della valutazione dei contratti di *swap*.

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. La vicenda giudiziaria. — 3. Descrizione dei contratti utilizzati. — 4. Metodologie di *pricing*. — 5. Considerazioni sulla vicenda giudiziaria.

1. *Introduzione*. — Il tema trattato dal Tribunale di Milano rappresenta una problematica di grande attualità. Oltre ad esservi scarsi precedenti specifici in materia vi sono alcuni procedimenti in corso che hanno suscitato anche la notorietà giornalistica (1), la cui soluzione dipende da come viene affrontato lo stesso tema trattato da questa sentenza milanese. In particolare ci si riferisce alla nota vicenda giudiziaria che vede il Comune di Milano agire contro quattro banche internazionali — Deutsche Bank, JP Morgan, UBS e Depfa — in relazione ai contratti *swap* conclusi in occasione dell'emissione obbligazionaria di circa euro 1.700.000.000 effettuata nel 2005 dal capoluogo lombardo. Secondo la stampa, si tratta del primo processo penale al mondo sui derivati sottoscritti da un ente locale. Le quattro banche e undici loro funzionari sono stati rinviati a giudizio il 17 marzo 2010 con l'accusa di aver truffato il Comune lombardo mettendo in atto una serie di raggiri per realizzare un profitto illecito, quantificato intorno ai 100 milioni di euro. Prima del procedimento penale venne concesso un sequestro preventivo dei beni delle banche per 100 milioni di euro. Le banche avrebbero inviato al Comune una lettera ingannevole nella quale veniva assicurato che i derivati erano economicamente vantaggiosi quando, invece, — secondo il Comune di Milano — non sembra che lo fossero. Il raggio, sempre secondo l'accusa, consisterebbe anche nel fatto che nel contratto, regolato dalla legge inglese, il Comune si è dichiarato «operatore qualificato» senza ricevere l'articolata informativa in merito ai vantaggi e ai rischi conseguenti tale dichiarazione, specificatamente prevista dal diritto inglese. Il Comune accusa le banche di aver fornito un calcolo di convenienza errato e fuorviante, facendo apparire conveniente un'operazione che non lo era.

Il tema di fondo riguarda il valore iniziale delle obbligazioni delle parti del contratto di *swap* e, più precisamente, la metodologia di *pricing* che viene utilizzata per

(1) *Derivati Milano, scattano i sequestri*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 aprile 2009, 45; *Banche al contrattacco: «Milano sbaglia i conti»*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 maggio 2009, 38; *Derivati, lo scontro sui costi*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 marzo 2010, 7; *Derivati, le banche rischiano una sanzione da 2,79 milioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 marzo 2010, 47; *Processo sui derivati, primo atto oggi a Milano*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 maggio 2010, 45; *La difesa delle banche sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 maggio 2010, 45; *A Milano l'ammancio si attesta a 271 mln*, in *Plus24 - Il Sole 24 Ore*, 19 giugno 2010, 20.

determinarne i valori. Gli strumenti necessari per affrontare la controversia in esame e individuarne la relativa soluzione passano per forza di cose nell'apprendimento delle metodologie di *pricing* dei contratti derivati utilizzate in maniera standard sui mercati internazionali. Sin da ora ci scusiamo con il lettore per la digressione tecnico-finanziaria indispensabile per comprendere il tema.

Per analizzare compiutamente la sentenza seguiremo questo ordine: (i) dapprima si riassumeranno i termini della vicenda oggetto della sentenza in commento, (ii) seguirà la descrizione dei contratti oggetto della sentenza (contratto di *swap* di interessi e contratto di opzione sui tassi), (iii) si affronteranno i punti principali delle metodologie di *pricing* dei contratti utilizzati ed, infine, (iv) si affronterà criticamente la sentenza.

2. *La vicenda giudiziaria.* — Nel 2002 il Comune di Ortona stipulava con una banca un contratto quadro avente ad oggetto la regolamentazione riguardante la conclusione di successivi contratti in strumenti finanziari derivati. Contestualmente, il dirigente preposto attestava con la propria dichiarazione, sottoscritta ex art. 31 del Regolamento Consob n. 115522/98 («Regolamento Intermediari»), la qualifica del Comune quale «operatore qualificato».

Nel 2006 nell'ambito del contratto quadro intercorrente tra le parti il Comune stipulava con la banca tre contratti di *collar swap* con la dichiarata finalità conservativa di consentire al Comune di ristrutturare mutui già in essere con la Cassa Depositi e Prestiti. Viceversa, i tre contratti presentavano, secondo il Comune, un valore (*mark-to-market*) iniziale non dichiarato fortemente negativo per il Comune. Gli strumenti finanziari erano stati costruiti — sempre secondo il Comune — in modo tale da prevedere la corresponsione da parte del Comune di tassi di interessi incongrui, già sulla base di una valutazione *ex ante*, ed erano stati previsti dei limiti di rischio di rialzo dei tassi di interesse (*cap*) irrealistici ed inverosimili (più precisamente, il tetto massimo previsto era l'*euribor* a 3 mesi, pari all'8,5%) di fatto annullando la garanzia rappresentata dal tetto alle possibili perdite. Pertanto, i tre contratti in questione erano nulli per carenza di causa in concreto in quanto, prevedendo un *mark-to-market* negativo, assumevano una funzione speculativa non consentita dall'art. 3 del D.M. 389/2003 in riferimento ai contratti derivati stipulabili dagli enti locali. In ogni caso, i contratti in questione erano annullabili per errore essenziale e riconoscibile sulla natura e sull'oggetto del contratto e/o sulla identità e qualità dell'oggetto della prestazione. Infine, la autocertificazione ex art. 31 Regolamento Intermediari di operatore qualificato operata dal Comune era illegittima in quanto effettuata non dal sindaco e, comunque, disposta senza che ne fossero illustrati gli effetti.

La domanda principale attorea di nullità dei contratti è stata considerata fondata ed è stata accolta dal Tribunale di Milano.

3. *Descrizione dei contratti utilizzati.* — Prima di affrontare le metodologie di valutazione del prezzo dei contratti utilizzati nel caso in esame — *swap* di interessi e contratto di opzione *collar* — è utile inquadrare le due fattispecie contrattuali.

La prima fattispecie consiste nel contratto di *swap* di interesse ⁽²⁾. Una definizione

(2) Senza pretesa di esaustività gli Autori che si sono occupati della specifica materia sono (in ordine alfabetico): AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, 10; Id., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, II, 457; Id., *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 262; Id., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 112; ALPA, *Nuovi strumenti*

che appare comprendere tutti i tipi di swap di interessi e divise è la seguente: lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento

finanziari: problemi di qualificazione, in *Econ. dir. terziario*, 1992, n. 2, 321; ANGERETTI, Swap transactions ed eccezione di gioco, in *Giur. it.*, 1996, I, 2, 50; ANTONUCCI, Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 204; BERNARDINI, Il rischio di cambio nei contratti internazionali, in *Dir. comm. int.*, 1989, 10; BO, VECCHIO, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, Il Sole-24ore libri, 1997; 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, 593; ID., Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. 26°, Padova, Cedam, 1994, 37; CAIAZZO, Gli swaps nella disciplina fallimentare, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 105; CAMFOLO, Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati, in *Mondo bancario*, 1998, n. 6, 11; CAPALDO, La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari, in *Bancaria*, 1993, n. 2, 49; ID., Contratto di swap e gioco, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 587; CAPRIGLIONE, I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 359; ID., Gli swaps come valori mobiliari, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, 792; CAPUTO NASSETTI, I contratti derivati finanziari², Milano, Giuffrè, 2011; ID., Interest rate swap e interest rate and currency swap, in *Dir. comm. int.*, 1990, 675; ID., Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps, in *Dir. comm. int.*, 1992, 69; ID., Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap, in *Dir. comm. int.*, 1992, 95; ID., Considerazioni in tema di swaps, in *Dir. comm. int.*, 1993, 321; ID., Basic elements in the maze of netting, in *Journal of international banking law*, 1995, vol. 10, n. 4, 145; ID., Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront, in questa *Rivista*, 2011, 196; ID., Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto, in corso di pubblicazione; in questa *Rivista*, CARBONE, Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni, in *Dir. comm. int.*, 2004, 3; CARBONETTI, I contratti di intermediazione mobiliare, Milano, Giuffrè, 1992; CAROZZI, Swap, in CENDON (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, Utet, 2004, 468; CATALANO, Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana, in *Foro it.*, 1992, 310; ID., L'utilità di una sentenza "anacronistica": gli swap in Corte di Cassazione, in *Foro it.*, 1998, I, 3293; CAVALLO BORGIA, Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio, in *Contr. impr.*, 1988, 393; ID., Le operazioni su rischio di cambio, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, trattato diretto da Galgano, Torino, Utet, 1995, 2395; CHIOMENTI, Cambi di divise a termine, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 45; CIRILLO, Nifs, swap ed option — operazioni bancarie innovative, Padova, 1990; CLARIZIA, Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia, in *I derivati finanziari*, Milano, Edibank, 1993, 119; COSTI, Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare, in *Dir. banc.*, 1992, I, 159; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, a cura di Riolo, Padova, Cedam, 2004, 365 ss.; DE BIASI, Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 644; ID., Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC, Siena, 2000; DE IULIIS, Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 391; DE NOVA, I contratti derivati come contratti alieni, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 26; FERRARINI, I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 27; ID., Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, Utet, 1993, vol. X, 3; FERRERO, Contratto differenziale, in *Contr. imp.*, 1992, 475; ID., Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari, in *Econ. dir. terziario*, 1992, n. 2, 399; FINARDI, RUGGERI, Interest rate swap e fallimento, in *I contratti*, 2003, n. 1, 97; GABRIELLI, Operazioni in derivati: contratti o scommesse?, in *Contr. imp.*, 2009, 1136; GALASSO, Options e contratti derivati, in *Contr. imp.*, 1999, 1269; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2001 e seconda edizione 2010; ID., Gli swap come strumenti finanziari, in *I contratti*, 1999, I, 45; ID., Currency swap, in *Amministrazione e finanza*, 1989, 19, 1153; ID., Lo swap domestico, *ibidem*, 5, 278; ID., Gli

diversi (3). Trattasi di un contratto consensuale, commutativo, ad effetti obbligatori. Lo swap si perfeziona nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza

asset swap, *ibidem*, 21, 1189; GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in questa *Rivista*, 1992, I, 79; INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597; *Id.*, *Swap*, in *La banca e i nuovi contratti*, a cura di De Nova, Milano, Edibank, 1993, 45; *Id.*, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, Torino, Utet, 1995, 2441; *Id.*, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. «rimodulazioni»*, in *Giur. it.*, 2009, 1393; IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro pad.*, 1987, II, 122; LOIACONO, CALVI, BERTANI, *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, Supplemento; MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 779; MALANDRUCCO, *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Dir. econ. ass.*, 1992, 471; 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, 196; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, n. 3, 27; MORI, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, Cedam, 1990; NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, 2010, 17; PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Leur, Torino, Utet, 2004, II, 1077 ss.; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, 63; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, 82; *Id.*, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, Giuffrè, 1999; *Id.*, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 51; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. imp.*, 2010, 505; PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1953. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap e index futures*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, 26; *Id.*, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171; RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, 539; RAPONE, *Securities intermediaries law creates Italian derivatives markets*, in *Derivatives: tax - regulation - finance*, novembre-dicembre 1995, 91; RECINE, *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Politiche legislative e contrattazione standardizzata nel settore finanziario: lo European Master Agreement*", in *Quaderni di ricerca dell'Ente Einaudi*, n. 55, 2003; RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993; ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, 602; *Id.*, *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 87; SEBASTIANUTTI, *Rischio legale nei contratti derivatives conclusi nei mercati internazionali*, in *Strumenti finanziari innovativi e profili di rischio*, Milano, *Il sole-24 ore libri*, 1993, 135; SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in questa *Rivista*, 1996, 85; TONELLI, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 342; TREMANTE, *La compensazione nelle operazioni internazionali di swap*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Edibank, 1993, 113; ZITIELLO, *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *I contratti*, 1998, 179.

(3) Si vedano i miei precedenti scritti: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, (nt. 2), 56 ss., *Id.*, *Profili legali*, (nt. 2), 80; *Id.*, *Considerazioni*, (nt. 2), 325 s.. Nello stesso senso MORI, (nt. 2), 318-320, 325 s.; FERRERO, *Profili civilistici*, (nt. 2), 416; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, Giuffrè, 1999, 39, 41, la quale bene descrive che la difficoltà della dottrina nel ravvisare nello swap uno scambio *sub specie iuris* nasce dal fatto che le obbligazioni oggetto del contratto sono entrambe pecuniarie e descrivono una struttura che nulla ha in comune con lo schema della consegna e restituzione dei contratti di credito (*op. cit.*, 27). L'Autrice sottolinea anche che la difficoltà di comprendere la finalità spiccatamente finanziaria degli accordi di swap, unitamente all'assenza di una *res* o di un diritto precisamente identificabili come oggetto dell'accordo, impedisce all'interprete di ravvisare il significato economico di quelle prestazioni di denaro presenti nello swap (*op. cit.*, 53).

dell'altrui accettazione. Trattasi cioè di un contratto *consensuale* (4). Normalmente le parti negoziano i termini del contratto e lo concludono al telefono. Segue a breve distanza temporale una conferma scritta per facsimile o posta elettronica che contiene tutti gli estremi dell'operazione. La formalizzazione attraverso la firma di un documento avviene di norma successivamente. La forma scritta non è richiesta né *ad substantiam* né *ad probationem* (5), salvo nei rapporti tra intermediari finanziari ed il pubblico nell'ambito della prestazione di servizi e attività di investimento, per i quali la forma scritta è prevista a pena di nullità (art. 23 t.u.f.). La prova della conclusione può essere data in qualsiasi forma (salvo naturalmente quando la forma scritta è richiesta a pena di nullità).

Lo *swap* è un contratto ad *effetti obbligatori* in quanto le parti si impegnano ad eseguire pagamenti futuri.

Lo *swap* è un contratto *a prestazioni corrispettive* nel senso che fra le due prestazioni esiste un rapporto di interdipendenza o causalità reciproca per cui ciascuna parte non è tenuta alla propria prestazione, se non sia dovuta ed effettuata la prestazione dell'altra; l'una prestazione è il presupposto inscindibile dell'altra. Ciascuna parte è nel contempo debitore e creditore in quanto sorgono contemporaneamente per l'una e per l'altra parte obblighi e diritti a prestazioni reciproche legate da un rapporto di interdipendenza. Da tale qualificazione deriva, tra l'altro, l'opponibilità della clausola risolutiva espressa (art. 1456 c.c.), l'opponibilità dell'*exceptio inadimpleti contractus* (art. 1460 c.c.), la possibilità di sospendere la prestazione nel caso di mutamento delle condizioni patrimoniali della controparte (art. 1461 c.c.), l'opponibilità della clausola

Sembra, invece, confondere lo schema ordinario del contratto in esame con quello del contratto che ha per oggetto soltanto il pagamento del differenziale GIRINO *I contratti derivati*, (nt. 2), 109 ss. L'Autore afferma erroneamente che «lo schema ordinario dell'operazione non prevede flussi monetari incrociati in entrata ed in uscita, bensì la liquidazione del solo differenziale risultante dal saldo fra gli importi derivanti dall'applicazione dei due tassi, che ha luogo periodicamente in coincidenza con le scadenze alle quali le parti sono tenute ad onorare i rispettivi debiti» ed aggiunge che la peculiarità dell'*interest rate swap* risiede propriamente nell'incrocio di due contratti di accollo con i quali ciascuna parte assume il debito dell'altra, con l'intesa (compensativa) di procedere alla liquidazione del solo differenziale». In realtà il contratto di *interest rate swap* non corrisponde a tale descrizione (tutt'al più potrebbe rientrarvi in rari casi occasionali che non determinano il tipo negoziale). Il ricondurre lo *swap* all'incrocio di due accollati interni o semplici è considerato un errore di prospettiva da parte di CAPALDO, (nt. 3), 8. Sembra seguire le stesse tracce dell'accollo interno PAGNONI, (nt. 2), 1079.

DE IULIIS, (nt. 2), 394, 400, 402, confonde la struttura dell'Irs con quella del *domestic currency swap*, la cui struttura giuridica nulla ha in comune con lo *swap* di cui stiamo occupando essendo un contratto differenziale semplice, affermando che nell'Irs si liquidano i differenziali. AGOSTINELLI, *Le operazioni*, (nt. 2), 113 ss., nel tentativo di individuare una nozione unitaria degli *swap*, ritiene che «lo *swap* consista in uno scambio a termine di (almeno) due somme di denaro calcolate applicando (almeno) due diversi parametri ad un unico ammontare di riferimento». Tale definizione non appare corretta in quanto lascerebbe fuori diverse fattispecie concrete, tra le quali basti citare quelle nelle quali non vi è un unico ammontare di riferimento (ve ne possono essere due diversi — Ircs — o possono mancare entrambi — *annuity swap* —).

(4) Nello stesso senso FERRERO, *Profili civilistici*, (nt. 2), 404. In giurisprudenza v. lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger, 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 559 con nota di CAPALDO, *Contratti di swap*, nel quale si conferma che il perfezionamento delle singole operazioni previste nelle convenzioni quadro è conseguente al raggiungimento dell'accordo telefonico, mentre il telex o il telefax assolve una funzione di conferma materiale del contenuto dell'operazione già concordata con evidente sola funzione probatoria.

(5) Nello stesso senso FERRERO, *Profili civilistici*, (nt. 2), 405.

solve et repete (art. 1462 c.c.), la possibilità di liberarsi dall'obbligazione per sopravvenuta impossibilità della prestazione (art. 1463 c.c.).

Il contratto di *swap* comporta l'assunzione di rischi di credito notevoli e per durate spesso non brevi. Le condizioni, a cui viene concluso il contratto, tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio delle parti: una società con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un *rating* inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può, pertanto, ritenere che, essendo la persona in concreto delle parti un elemento essenziale, lo *swap* sia un contratto *ab intuitu personae* ⁽⁶⁾, al pari di altri contratti di credito ⁽⁷⁾. Da qui consegue, ad esempio, la incedibilità del contratto — fatto salvo, ovviamente, il diverso accordo delle parti.

Il contratto di *swap* è un contratto di durata o ad esecuzione periodica. Il tempo, o meglio la distribuzione dell'esecuzione nel tempo, costituisce il carattere peculiare del contratto ed è un elemento essenziale della fattispecie che ne permea la causa. Da tale carattere deriva l'irretroattività degli effetti della condizione risolutiva (secondo comma, art. 1360 c.c.), l'inapplicabilità rispetto alle prestazioni già eseguite del recesso unilaterale (secondo comma, art. 1373 c.c.) e della risoluzione per inadempimento (primo comma, art. 1458 c.c.).

La seconda fattispecie consiste in un contratto *collar*, il quale è a sua volta composto da un *cap* e da un *floor*. Non si può, peraltro, procedere all'analisi degli aspetti giuridici delle fattispecie se non dopo averle descritte anche con l'ausilio di esemplificazioni utili, per meglio comprenderne la *ratio*. Si chiede pertanto al lettore di pazientare per alcune pagine.

Il contratto di *cap* ⁽⁸⁾ (*rectius: interest rate cap*, ma per brevità si usa soltanto *cap*) consiste in un accordo in base al quale, dietro pagamento di un premio, l'acquirente del *cap* ha il diritto di ricevere dal venditore alle scadenze stabilite un ammontare calcolato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso variabile e un tasso fisso predeterminato e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite, dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Nel caso in cui la differenza tra il tasso variabile e quello fisso predeterminato sia negativa, nulla è dovuto ⁽⁹⁾.

Si riporta, per chiarire, il seguente esempio: un imprenditore ha contratto un prestito di dieci milioni di euro della durata di cinque anni il cui tasso è calcolato ogni sei mesi con riferimento ad un parametro variabile (per esempio l'*Euribor* — *Euro inter-bank offered rate* — il tasso interbancario quotato dalle banche). Essendo il tasso variabile, l'imprenditore è esposto al rischio che il costo del finanziamento possa diventare molto alto e possa intaccare la redditività aziendale. L'imprenditore sa che il massimo costo che può sostenere, oltre il quale l'azienda perderebbe, è, ad esempio, un tasso di interesse pari al 15 per cento.

⁽⁶⁾ Nello stesso senso MORI, (nt. 2), 336.

⁽⁷⁾ SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, Cedam, 1953, 250 ss.

⁽⁸⁾ In inglese il sostantivo *cap* significa *protective cover or top* (coperchio di protezione, livello massimo): COWIE, *Oxford advanced learner's dictionary of current english*, Oxford, 1990, voce «*cap*».

⁽⁹⁾ La Banca dei Regolamenti Internazionali definisce il *cap* come «*a contract whereby a seller agrees to pay to the purchaser, in return for a one-off premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike) rate, times the notional principal, should interest rates rise above the agreed rates*» (*Recent development in international interbank relations*, Basilea, 1992, 59).

Al fine di limitare tale rischio l'imprenditore può comprare un *cap* al 15 per cento contro l'*Euribor* semestrale su dieci milioni di euro per la durata di cinque anni. Dietro pagamento di un premio, il venditore del *cap* — normalmente, ma non necessariamente, una banca o un intermediario finanziario — si impegna a pagare all'imprenditore una somma di denaro nel caso in cui il tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo sia superiore al tasso del 15 per cento. Se il tasso variabile è, ad esempio, 18 per cento, l'imprenditore riceverà una somma calcolata come sopra e cioè *a*) euro dieci milioni per *b*) 3 per cento (la differenza positiva tra il tasso variabile ed il tasso fisso) e per *c*) 180 giorni (sei mesi è il periodo di riferimento usato nell'esempio) e dividendo il risultato per il numero dei giorni compresi nell'anno.

Questo calcolo viene eseguito ad ogni data prestabilita ed è, pertanto, molto comune che a certe scadenze nulla sia dovuto, mentre ad altre siano dovute delle somme di volta in volta diverse. Il tutto dipende dalla variabilità del tasso di interesse preso a riferimento dalle parti.

Se nulla è dovuto all'imprenditore dal venditore del *cap* significa che il tasso variabile è al di sotto del 15 per cento e, quindi, l'azienda non perde a causa del costo del debito. Se, al contrario, il venditore del *cap* paga una somma all'imprenditore significa che l'imprenditore sta sopportando un tasso di interesse del prestito superiore al 15 per cento. Beneficiando, però, del *cap*, il costo netto del finanziamento per quel periodo è di fatto pari al 15 per cento, dato che l'imprenditore riceve esattamente la differenza tra il 15 per cento ed il tasso proprio del finanziamento. In altre parole, con l'acquisto del *cap* l'imprenditore si è assicurato un costo del finanziamento non superiore al 15 per cento.

Il venditore del *cap* guadagna se, alla fine dell'operazione, quanto ha pagato alla controparte è inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno che il venditore può ottenere è il premio (nel caso in cui non sia tenuto ad alcun esborso per tutta la durata del contratto). Al contrario, la perdita potenziale è illimitata.

Il calcolo del valore del premio è assai complesso e numerose sono le variabili che vengono utilizzate. A grandi linee esso dipenderà dal livello del *cap* rispetto ai tassi di mercato correnti e dalle aspettative sui tassi di interessi.

Il contratto di *floor* ⁽¹⁰⁾ (il cui nome corretto è *interest rate floor*), consiste in un accordo in base al quale, dietro pagamento di un premio, l'acquirente del *floor* ha il diritto di ricevere dal venditore alle scadenze stabilite un ammontare calcolato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso fisso predeterminato ed un tasso variabile e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Se la differenza tra i tassi è negativa nulla è dovuto ⁽¹¹⁾.

Si riporta, per chiarire, il seguente esempio: un investitore ha comprato un titolo di Stato, per esempio un Certificato di Credito del Tesoro (CCT), del valore di dieci milioni di euro e della durata di cinque anni, il cui tasso viene ricalcolato ogni sei mesi. Essendo il tasso variabile, l'investitore è esposto al rischio che il rendimento dell'investimento possa diventare molto basso.

Al fine di limitare tale rischio e di assicurarsi un ritorno dell'investimento non

⁽¹⁰⁾ In inglese il sostantivo *floor* significa *minimum level* (livello minimo): COWIE, (nt. 8), voce «*floor*».

⁽¹¹⁾ La Banca dei Regolamenti Internazionali definisce il *floor* come «*a contract whereby the seller agrees to pay to the purchaser, in return for the payment of a premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike) rate, times the notional amount should interest rates fall below the agreed rate. A floor contract is effectively a string of interest rate guarantees*» (*Recent developments*, [nt. 9], 60).

inferiore, per esempio, al 10 per cento, l'investitore può comprare un *floor* del 10 per cento contro il tasso semestrale del CCT su dieci milioni per la durata di cinque anni. Dietro pagamento di un premio, il venditore del *floor* si impegna a pagare all'investitore una somma di denaro nel caso in cui il tasso fisso del 10 per cento sia superiore al tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo. Se, ad esempio, il tasso variabile è 8 per cento, l'investitore riceve una somma calcolata come segue: a) euro dieci milioni per b) 2 per cento (la differenza positiva tra tasso fisso e tasso variabile) per c) 180 giorni (sei mesi è il periodo di riferimento usato nell'esempio) e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Questo calcolo viene eseguito ad ogni data prestabilita ed è, pertanto, molto comune che a certe scadenze nulla sia dovuto, mentre ad altre siano dovute delle somme di volta in volta diverse. Il tutto dipende dalla variabilità del tasso di interesse preso a riferimento dalle parti.

Se nulla è dovuto all'investitore dal venditore del *floor*, significa che il tasso variabile del CCT è al di sopra del 10 per cento. Se, al contrario, il venditore del *floor* paga una somma, significa che l'investimento rende meno del 10 per cento. Beneficiando, però, del *floor*, il rendimento netto dell'investimento per quel periodo è di fatto pari al 10 per cento, dato che l'investitore riceve esattamente la differenza tra il 10 per cento ed il tasso del CCT. In altre parole l'investitore si è assicurato un rendimento non inferiore al 10 per cento.

Il venditore del *floor* guadagna se alla fine del contratto quello che ha pagato alla controparte è inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno che il venditore può ottenere è il premio (nel caso in cui non sia tenuto ad effettuare alcun esborso per tutta la durata del contratto). La perdita potenziale trova il solo limite del tasso di interesse variabile di riferimento uguale a zero, cioè la perdita massima sarà data dalla differenza tra il tasso del *floor* ed il tasso di riferimento al momento del calcolo che non può scendere sotto lo zero ⁽¹²⁾.

Il calcolo del valore del premio è assai complesso e valgono le stesse considerazioni fatte in precedenza per il premio del *cap*.

Veniamo ora alla fattispecie del *collar* ⁽¹³⁾ (il nome corretto è *interest rate collar*), che è dato dalla combinazione di un *cap* e di un *floor*. Un *collar* può consistere nell'acquisto di un *cap* con simultanea vendita di un *floor*, oppure nell'acquisto di un *floor* e simultanea vendita di un *cap*. Nel *collar* non esiste tecnicamente un venditore ed un compratore del *collar*, in quanto ogni parte è contemporaneamente venditrice di un *floor* (o di un *cap*) e compratrice di un *cap* (o di un *floor*). Il *collar*, infatti, non assume autonomia giuridica rispetto alle due opzioni di cui è composto. Una parte può comprare un *cap* da una banca e vendere il *floor* ad un'altra banca realizzando un *collar*. Se l'acquisto del *cap* e la vendita del *floor* avvengono tra le stesse parti vi è un effetto compensativo sui premi ⁽¹⁴⁾.

(12) In realtà è possibile che il tasso di riferimento scenda sotto lo zero: si pensi al caso, assai comune, in cui all'indice viene sottratto un margine e il tasso di interessi della divisa è particolarmente basso. Ad esempio, nel 1995 nel caso dello yen giapponese si sono verificate fattispecie nelle quali il tasso scendeva sotto lo zero. Su questo specifico problema l'Isda, l'associazione internazionale che riunisce i principali operatori in derivati finanziari, ha emesso un documento con cui si suggeriscono le clausole, che regolano questo particolare aspetto, da aggiungersi al contratto modello (*Negative interest rates*, memorandum datato 15 novembre 1995).

(13) In inglese il sostantivo *collar* significa *band* (banda, collo o collare): Cowie, (nt. 8), voce «*collars*».

(14) La Banca dei Regolamenti Internazionali definisce il *collar* come «*the simulta-*

Torniamo al nostro esempio dell'imprenditore che, avendo contratto un finanziamento di dieci milioni di euro della durata di cinque anni a tasso variabile (sei mesi *Euribor*), vuole proteggersi da una eventuale crescita dei tassi di interesse. Questi può comprare un *cap* al 15 per cento contro sei mesi *Euribor* e, al fine di ridurre il costo del *cap*, può vendere un *floor*, per esempio, al 10 per cento. Il risultato economico ottenuto dall'imprenditore è che se il tasso variabile supera il 15 per cento riceve compensazione dal venditore del *cap*, ma se il tasso variabile scende al di sotto del 10 per cento è obbligato a compensare il compratore del *floor*. Pertanto, fintantoché il tasso variabile rimane nella fascia tra il 10 per cento e 15 per cento, non vi sono esborsi. Se il tasso variabile supera questa fascia, sia per eccesso che per difetto, una parte sarà tenuta a compensare l'altra.

Naturalmente la fascia può essere più o meno ampia (o addirittura negativa nel caso in cui il *cap* comprato sia più basso del *floor* venduto oppure il *floor* comprato sia più alto del *cap* venduto) ⁽¹⁵⁾ e ciò dipenderà dal grado di protezione e rischio che le parti intendono assumere, nonché dal valore dei relativi premi.

Le fattispecie di opzioni sul tasso di interesse sopra descritte, sebbene soddisfino esigenze diverse e presentino differenze dal punto di vista finanziario, si basano sulla stessa struttura giuridica e cioè sulla promessa del venditore di pagare una somma di denaro, qualora il tasso di interesse oggetto dell'opzione vari al di sopra, al di sotto o entro certi limiti.

Tutte le fattispecie, infatti, possono essere ricondotte alla seguente definizione del contratto: *l'opzione sul tasso di interesse è il contratto col quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una o più somme di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse* ⁽¹⁶⁾.

neous purchase of a cap and the sale of a floor with the aim of maintaining interest rates within a defined range. The premium income from the sale of the floor reduces or offsets the cost of buying the cap» (Recent development, [nt. 9], 59).

⁽¹⁵⁾ Nel caso in cui il livello del *cap* e del *floor* siano uguali si ottiene, dal punto di vista tecnico, una situazione simile a quella di un *interest rate swap* (Irs) nel quale il pagatore del tasso fisso dello Irs è il compratore del *cap* e il venditore del *floor*, mentre il pagatore del tasso variabile dello Irs è il compratore del *floor* e venditore del *cap*. Trattasi, comunque, di fattispecie giuridiche ben diverse: l'Irs è un contratto unitario di scambio in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri diversi, mentre il *collar* è la combinazione di due contratti autonomi. Il fatto che una particolare ipotesi di Irs (tasso fisso contro variabile) possa coincidere dal punto di vista pratico (e non necessariamente anche da quello economico in quanto i due premi possono non essere uguali da compensarsi) con un caso particolare di *collar* (*cap* e *floor* allo stesso livello) nulla evidenzia se non le differenze tra le due fattispecie in esame (MORI, *Swap*, [nt. 2], 73-76).

⁽¹⁶⁾ Per un esame della causa del contratto in esame v. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati* (nt. 2), 332. In dottrina si sono occupati di questa fattispecie ABRAMI, *Gli strumenti finanziari e creditizi innovativi*, Padova, Cedam, 1998, 31 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali*, (nt. 2), 873; CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 375; CLARIZIA, (nt. 2), 119; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 125; FANTOZZI, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors e collars*, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, 547; FERRARINI, *I derivati*, (nt. 2), 27; FERRERO, *Profili civilistici* (nt. 2), 399; 629-648; GIRINO, *I contratti*, (nt. 2); IRRERA, voce *Options e futures*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, X, Torino, Utet, 1994, 366; MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, 2000, 301 ss.; MORI, (nt. 2), 73 ss.; PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, Egea, 1997; PREITE, *Contratti differenziali*, (nt. 2), 26. Id., *Recenti sviluppi*, (nt. 2), 171; VECCHIO, *Contabilizzazione e regime contabile delle options*, in *Corr. trib.*, 1991, n. 50, 3721; Id., *Il contratto di interest rate cap*, in *Corr. trib.*, 1991, n. 36, 2666; VECCHIO,

Tale contratto non può essere considerato un contratto di assicurazione in quanto questo presuppone necessariamente — a pena di nullità — l'esistenza di un rischio che viene trasferito all'assicuratore (causa di trasferimento del rischio). La variazione di tale rischio dà adito a mutamenti nel rapporto tra assicuratore e assicurato. Nell'opzione sul tasso di interesse, invece, la causa consiste nell'assunzione di un rischio (di variazione del tasso di interesse) che non deve necessariamente preesistere in capo al compratore dell'opzione. Le variazioni del rischio sono ininfluenti sul rapporto contrattuale (nel senso che, pur determinando il *quantum* delle prestazioni, non possono alterare il sinallagma).

Si distingue, inoltre, dalla scommessa in quanto questa si può basare anche su un evento passato, mentre la prestazione del venditore dell'opzione non può che dipendere da un evento futuro e incerto. La principale differenza risiede nella causa dei due contratti: la causa della scommessa sta nella creazione artificiale del rischio per sfida (seppur intimamente legata al lucro), mentre la causa dell'opzione consiste nella assunzione del rischio (di variazione del tasso di interesse) verso il corrispettivo di un premio (17).

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

L'opzione sul tasso di interesse va distinta dall'opzione *ex art. 1331 c.c.* (18). Quest'ultima è un contratto inteso a rendere irrevocabile la dichiarazione (così già manifestata) di una delle parti relativa ad un contratto da concludere in un tempo futuro. Il secondo contratto cui l'opzione si riferisce si conclude con la semplice accettazione ed acquista efficacia *ex nunc*. Essa rappresenta un caso di rinuncia convenzionale al diritto di revoca della proposta del negozio che potrà nascere con la sola manifestazione della volontà di accettare espressa dall'altra parte. Nell'opzione sul tasso di interesse non vi è un secondo contratto da concludersi e non è necessaria una successiva accettazione (o manifestazione di volontà) del compratore dell'opzione affinché il venditore sia tenuto ad effettuare i pagamenti dovuti; il contratto è definito con la promessa di pagare una o più somme al verificarsi di certe variazioni del tasso di interessi.

La fattispecie in esame si differenzia infine dal contratto differenziale in quanto, nell'opzione, non esiste una prestazione futura di entrambe le parti.

Alla luce di quanto sopra sembra che il contratto in esame non sia riconducibile a nessuna fattispecie tipica e che, pertanto, concreti una ipotesi di contratto innominato al pari dello *swap* di interessi (19).

L'obbligazione fondamentale del venditore consiste in un *pati*, nel dover sopportare, cioè, il rischio di un movimento a lui sfavorevole del tasso di interesse. Il contratto in esame è aleatorio in quanto il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto del contratto, nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi

VITALI, *Profili civilistici e fiscali delle options*, in *Boll. trib.*, 1990, n. 13, 965. Concordano con la definizione del contratto descritta nel testo FERRARINI, *I derivati*, (nt. 2), 35; CLARIZIA, (nt. 2), 121; CORTI, (nt. 16), 128 ss.

(17) Nel senso che i *cap, floor*, ecc. non siano assimilabili alla scommessa cfr. PREITE, *Recenti sviluppi*, (nt. 2), 171-182.

(18) Nello stesso senso CLARIZIA, (nt. 2), 121; CORTI, (nt. 16), 131; VECCHIO, VITALI, (nt. 16), 965; IRRERA, (nt. 16), 366; GIRINO, (nt. 16), 87 ss.

(19) Nello stesso senso VECCHIO, *Il contratto*, (nt. 16).

se non in funzione del rischio ⁽²⁰⁾. In questa fattispecie, infatti, non è noto né certo il rapporto tra l'entità del vantaggio del venditore (premio) e l'entità del rischio cui si espone contraendo; quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma l'esistenza stessa delle prestazioni ⁽²¹⁾.

Il premio è elemento essenziale della fattispecie, costituendo la controprestazione del compratore per l'assunzione del rischio da parte del venditore dell'opzione ⁽²²⁾. L'ammontare del premio non necessariamente deve essere determinato al momento della conclusione del contratto, come accade nella normalità dei casi. Il momento del pagamento del premio è lasciato alla libera determinazione delle parti. Nella prassi commerciale viene normalmente pagato subito dopo la conclusione del contratto, ma è possibile concordare termini diversi (ad esempio, pagamento a rate).

Il contratto di opzione comporta per l'acquirente l'assunzione di rischi di credito notevoli e per durate spesso non brevi. Le condizioni a cui viene concluso il contratto tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio del venditore dell'opzione: una società con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un *rating* inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte venditrice piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può pertanto ritenere che, essendo la persona in concreto del venditore un elemento essenziale, l'opzione sia un contratto *ab intuitu personae*, al pari di altri contratti di credito ⁽²³⁾.

Valgono le stesse considerazioni svolte in precedenza per il contratto *swap* in merito alle caratteristiche, alla forma e agli effetti del contratto.

La fattispecie oggetto della sentenza in commento consiste nella combinazione di un contratto standard di *swap* di interessi nel quale la banca si obbliga ad effettuare pagamenti determinati in base ad un tasso fisso (probabilmente corrispondente al tasso fisso che il Comune deve corrispondere in base ai mutui in essere) e il Comune si obbliga ad effettuare pagamenti determinabili in base al tasso variabile (nel caso di specie l'*Euribor* fissato per depositi della durata di tre mesi).

Dal punto di vista finanziario il Comune, pertanto, ha trasformato un debito a tasso fisso in un debito a tasso variabile. Al momento della conclusione dello *swap* è probabile — alla luce della struttura della curva dei tassi di interesse esistente allora — che il tasso variabile fosse più basso, come di norma lo è, rispetto a quello fisso ottenendo così un immediato risparmio finanziario. Come contropartita il Comune si è però esposto al rischio del rialzo dei tassi di interesse variabili. Al fine di contenere tale rischio ha concluso un contratto *collar*, in base al quale può ricevere un pagamento dalla banca se gli interessi variabili superano il *cap* e può essere chiamato ad eseguire pagamenti alla banca se questi scendono sotto il livello del *floor*. Il premio del *floor* che il Comune avrebbe diritto di ricevere dalla banca viene di fatto compensato in tutto o in parte con il premio che avrebbe dovuto pagare alla banca in relazione al *cap*.

⁽²⁰⁾ BOSELLI, voce *Alea*, in *Noviss. Dig. it.*, Milano, Giuffrè, 1958, 472; *Id.*, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1968, vol. XXI, tomo I, 774.

⁽²¹⁾ PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, Cedam, 1952, 72; ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Ambrosiana, 1942, 341.

⁽²²⁾ In teoria è concepibile anche una opzione gratuita nella quale cioè il venditore — con *animus donandi* — non riceve alcun compenso per l'assunzione del rischio.

⁽²³⁾ SIMONETTO, (nt. 3), 250 ss.

Dal punto di vista finanziario la sintesi per il Comune è di avere un debito a tasso variabile compreso tra il livello minimo del *floor* e massimo del *cap*. Si badi che questa sintesi è il risultato economico di quattro diversi contratti — mutuo, *swap* di interessi, opzione *cap* ed opzione *floor* — uniti da un collegamento negoziale impresso dalla volontà delle parti.

4. *Metodologie di pricing*. — La premessa giuridica alle metodologie di valutazione dei contratti riguarda il tema della necessità o meno dell'equivalenza economica del valore delle reciproche prestazioni di un contratto di *swap*.

Nel mercato finanziario i contratti di *swap* di interessi presentano tendenzialmente una ragionevole equivalenza economica tra i valori attuali delle prestazioni di pagamento delle parti. Dal punto di vista economico si insegna che i flussi di cassa attualizzati dei pagamenti previsti in uno *swap* in capo ad ogni contraente devono equivalersi. Peraltro, questa affermazione necessita 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 in quanto il diverso margine per il rischio di credito comporterà valori diversi.

Parimenti due banche diverse quoteranno a Sempronio per lo stesso identico *swap* condizioni diverse in quanto la percezione dello stesso rischio creditizio di norma non coincide, nel senso che 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.

Fatta questa premessa valida sul piano economico e finanziario ci si domanda se sia necessario sul piano giuridico inserire nella definizione del contratto di *swap* anche questa caratteristica come suo elemento essenziale.

Tra le varie ipotesi, la cui creazione è lasciata alla fantasia del lettore, citiamo uno *swap* di interessi della durata di quindici anni in base al quale Alfa paga il tasso variabile (mensile) corrente sul capitale nominale di 1 milione di euro e Beta paga il tasso fisso del 10 per cento. Le prestazioni appaiono intuitivamente sbilanciate e sono evidentemente sproporzionate se valutate ai tassi oggi correnti (che supponiamo essere 5 per cento circa per le durate più lunghe), ma nulla vieta alle parti di pensare con grande lungimiranza che i tassi possano più che triplicare entro i successivi quindici anni.

Ogni flusso di pagamento ha un suo valore attuale che può essere calcolato con le diverse formule di matematica finanziaria⁽²⁴⁾. Cento euro tra un anno, cento tra due anni e cento fra tre anni non equivalgono intuitivamente a trecento euro oggi. Pagare gli interessi al tasso del 10 per cento annuo alla fine di ogni anno non equivale a pagare gli interessi allo stesso tasso annuale all'inizio di ogni anno o ogni semestre o mese.

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

(24) La matematica finanziaria studia gli effetti del tempo sul valore del denaro (cfr. DOUGLAS, *Yield curve analysis*, New York Institute of Finance, 1988, 3-28; WOELFEL, *The desktop guide to money, time, interest and yields*, Probus Publishing Company, Chicago, 1986, 7-79; STIGUM, *Money market calculations*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1981, 15 ss.; CAROBENE, GIUS, *Guida pratica ai calcoli finanziari*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore, 1989, 9 ss.; LEVI, *Matematica finanziaria e attuariale*, Milano, 1990).

È necessario, quindi, 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.

Il fatto che da un lato sia ammissibile una sproporzione tra il valore economico delle due prestazioni non significa dall'altro che vi sia assoluta irrilevanza tra il valore delle stesse.

Si pensi al contratto di vendita nel quale è unanimemente ammesso che il prezzo possa anche essere sproporzionato rispetto al valore del diritto trasferito purché non sia meramente simbolico o irrisorio⁽²⁵⁾. Il prezzo è elemento essenziale ma è indifferente, sotto il profilo della essenzialità, l'ammontare, che può essere rilevante solo ai profili di una eventuale rescissione del negozio per lesione e, sotto altro profilo, l'eccessiva tenuità del prezzo può costituire elemento atto a far ritenere un'eventuale simulazione della vendita o una vendita mista a donazione⁽²⁶⁾.

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

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

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

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

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

La soluzione qui sostenuta si inserisce nel solco della nostra dottrina che ha esaminato i negozi patrimoniali onerosi⁽²⁷⁾.

Il problema se alla causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso sia estraneo un rapporto di valore tra la prestazione e la controprestazione è stato pressoché in maniera

(25) Cass., 24 novembre 1980, n. 6235, in *Rep. Foro it.*, 1980, voce «Vendita», n. 39; GARDANI CONTURSI LISI, *La compravendita*, Torino, Utet, 1985, 295; BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, VII, tomo 1, Torino, Utet, 1972, 62 ss.

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

(27) FERRI, (nt. 26), 210.

unanime risolto, salvo qualche isolata eccezione nel vigore del precedente codice ⁽²⁸⁾, in senso negativo ⁽²⁹⁾ ⁽³⁰⁾.

Nei contratti (la cui causa è) di scambio (tra cui lo *swap* di interessi e il contratto di opzione sui tassi di interesse) 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 ⁽³¹⁾.

La valutazione di questa maggiore utilità è meramente psicologica e soggettiva e ciò che per una parte è vantaggioso può non esserlo per un'altra. Si possono avere pertanto scambi antieconomici che sono pur sempre un fenomeno economico al pari degli scambi c.d. economici ⁽³²⁾.

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

Sembra dunque corretto ritenere che secondo il nostro ordinamento giuridico l'equivalenza economica (in senso oggettivo e sia all'inizio che durante l'esecuzione del contratto) non assuma rilievo — se non in casi eccezionali (lesione enorme, contratto concluso in stato di pericolo) — per i contratti di scambio ⁽³³⁾.

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 generalità dei casi (sempre tenendo

⁽²⁸⁾ ADDEO, *Sul concetto di equilibrio nei contratti onerosi*, in *Il diritto commerciale*, 1920, I, 345 ss., 385 ss.

⁽²⁹⁾ Basti citare per tutti DI STASO, *I presupposti ed il fondamento giuridico dell'azione di rescissione per lesione*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1949, I, 131 ss. e la copiosissima letteratura giuridica ed economica citata alla nota 106; BOSELLI *La risoluzione*, (nt. 20), 81 ss.

⁽³⁰⁾ Alcuni Autori (MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, Vallardi, 1942, 271 ss.; DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, 23 ss.; ed in particolare BOSELLI, (nt. 29), 81 ss., del quale si riporta di seguito il pensiero) hanno precisato, però, che il problema così è mal posto. In realtà la necessità di un rapporto fra i valori economici delle prestazioni non si manifesta rispetto alla generale causa onerosa.

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

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

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

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

⁽³¹⁾ BOSELLI, (nt. 29), 84.

⁽³²⁾ BOSELLI, (nt. 29), 86.

⁽³³⁾ ANDREOLI, *Revisione delle dottrine sulla sopravvenienza contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1938, 339 s.; BOSELLI, (nt. 29), 89.

conto dei diversi profili di credito delle controparti e delle regole della domanda e dell'offerta, che sono elementi del tutto soggettivi).

Veniamo ora agli aspetti finanziari. Le metodologie di *pricing* dei contratti derivati utilizzate universalmente dagli operatori finanziari si basano su un concetto teorico di prezzo a *mid-market*, cioè il prezzo medio tra la domanda e l'offerta di mercato di un determinato contratto. Questo prezzo rappresenta il dato oggettivo di partenza per apprezzare 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. Utilizzando tale prezzo medio il valore attuale dei flussi di cassa delle obbligazioni di pagamento di uno *swap* è zero, cioè il valore delle obbligazioni di pagamento di una parte equivale esattamente al valore delle obbligazioni di pagamento dell'altra parte. Da qui il concetto di «*par swap*».

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

Questo prezzo (*mid-market*) non tiene conto dei costi che l'operatore finanziario sostiene per originare, eseguire, monitorare il contratto derivato, né considera il premio per il rischio sulla controparte — il cui valore varia ovviamente in funzione del profilo creditizio — né un compenso per i rischi di mercato ed i rischi operativi. Se questi costi non venissero inseriti nella formulazione del prezzo dei derivati non esisterebbero i *dealer* ed i *market maker* che consentono di fare incrociare la domanda e l'offerta. In altre parole, il mercato non funzionerebbe.

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

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

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

— il premio per il rischio di credito,

— il premio per il rischio operativo,

— il premio per l'eventuale illiquidità del contratto,

— i costi amministrativi ed operativi,

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

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

Si usa distinguere il processo del *pricing* in senso stretto dal processo di valutazione — *valuation* —: il primo mira a determinare in maniera oggettiva il prezzo teorico di partenza, mentre il secondo consente di determinare il prezzo effettivo a cui viene negoziato il contratto derivato ⁽³⁴⁾ ⁽³⁵⁾.

In questo senso si è autorevolmente espressa anche l'Associazione Banche Italiane, ABI, nel documento pubblicato in merito alla bozza del regolamento dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da regioni ed enti locali che il Ministero dell'economia e finanze ha reso pubblica in data 22 settembre 2009 in ottemperanza della legge 22 dicembre 2008, n. 203 ⁽³⁶⁾. La bozza di regolamento elenca tra le

⁽³⁴⁾ Per una analisi dettagliata della metodologia di *pricing* di un contratto di *swap* sui tassi di interesse v. MENGLE *The value of a new swap*, ISDA Research Notes, Issue 3, 2010, in www.isda.org/researchnotes/isda-research.html.

⁽³⁵⁾ 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, 61).

⁽³⁶⁾ ABI, *Considerazioni ABI sul documento di consultazione del MEF recante lo schema di Regolamento dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da*

operazioni consentite agli enti locali l'«acquisto di un "collar" di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e massimo prestabiliti. L'operazione di cui alla presente lettera è consentita a condizione che il relativo valore equo alla data di acquisto risulti non negativo.» (lett. d, art. 2 della bozza). L'ABI, infatti, osserva che la previsione del «valore equo non negativo» appare condivisibile solo se accompagnata dalla precisazione «al netto dei costi di *hedging* e del *mark-up*» (come definiti nelle sopra citate Linee Guida interassociative validate dalla Consob). Infatti, il *fair value* per un'operazione *ex novo* non può essere «non negativo», tenuto conto dell'esistenza di costi di *hedging* e del *mark-up* ad essa associati. Nel caso di operazione di ristrutturazione di un derivato esistente, inoltre, si aggiunge l'elemento di incertezza costituito dal valore di smobilizzo del derivato oggetto di ristrutturazione.

Per gli *swap* di interessi il processo di valutazione — cioè, la prima parte del calcolo del prezzo del contratto —, si basa sulla attualizzazione dei flussi di cassa che le parti si impegnano ad eseguire. Il valore attualizzato delle obbligazioni di pagamento di una parte deve corrispondere al valore attuale delle obbligazioni di pagamento dell'altra parte. Si utilizzano i tassi di interesse a termine — o i tassi dei contratti *future* di interessi — in vigore per ogni scadenza prevista nel contratto *swap*: ad esempio, se il tasso variabile è ogni sei mesi si utilizza il tasso a termine di sei mesi, dodici mesi, diciotto mesi e così via fino alla data dell'ultimo pagamento. Il valore attuale viene calcolato anche sull'importo nozionale dello *swap* utilizzando i sopra citati tassi di interesse a termine. La somma dei valori attuali dei pagamenti a tasso variabile diviso la somma dei valori attuali degli importi nozionali dà il tasso fisso equipollente da applicarsi al valore nozionale del contratto. Ovviamente ogni attualizzazione presuppone la scelta dei tassi di sconto da utilizzare, i quali, almeno in teoria, dovrebbero essere quelli prevalenti sul mercato a termine e che, comunque, rappresentano mere aspettative.

La formula matematica è la seguente: (valore attuale dei pagamenti variabili) / [(somma dei valori attuali nozionali * (giorni/360) * tassi di sconto a termine applicabili a ciascuna scadenza a termine]. Una volta ottenuto tale risultato si applicano i correttivi sopra indicati ⁽³⁷⁾.

Il processo di valutazione dei contratti di opzione sui tassi di interesse si basa su una formula universalmente utilizzata con il termine dei suoi autori Black-Scholes, professori americani, che valse il Premio Nobel per l'economia nel 1997 ⁽³⁸⁾. La formula

Regioni ed Enti Locali, Ottobre 2009. La bozza del Regolamento è stata resa pubblica il 22 settembre 2009 da parte del Ministero dell'economia e delle finanze per raccogliere commenti da parte dei soggetti interessati. È consultabile sul sito internet del Ministero http://www.dt.tesoro.it/it/regolamentazione_settore_finanziario/consultazioni_publiche_online_storico/Schema_di_regolamento_operazioni_derivate_degli_enti_locali_e_territoriali.html. Tra i principali contributi resi pubblici si citano quelli dell'ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, ANCI, CENTRO SERVIZI FINANZA E INVESTIMENTI ENTI LOCALI EMILIA ROMAGNA, ASSOFINANCE, NAPOF.

⁽³⁷⁾ La letteratura finanziaria sul tema è vastissima. *Ex multis*, si cita in particolare, in quanto documento prodotto da una commissione pubblica per la gestione del debito di un ente pubblico territoriale, SKARR, SZAKALY-MOORE, *Understanding interest rate swap math pricing*, 2007, California Debt and Investment Advisory Commission. Altri testi di riferimento sono FABOZZI, *The handbook of fixed income securities*⁷, New York, McGraw Hill, 2005; KUPRIANOV, *Over-the-counter interest rate derivatives*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly Volume 79, n. 3, 1993; *Credit impacts of variable rate debt and swaps in municipal finance*, Standard and Poor's Rating Direct, 6 febbraio 2002; DOUGLAS, (nt. 24).

⁽³⁸⁾ I professori Fischer Black e Myron Scholes pubblicarono nel 1973 in *Journal of political economy* (81 (5), 637-654) un *paper* intitolato *The pricing of options and corporate liabilities*, che conteneva la suddetta formula. La letteratura finanziaria sul tema è vastissima,

è assai complessa anche per gli esperti di matematica finanziaria e vengono utilizzati di norma programmi elettronici per calcolarne i risultati. Sebbene l'analisi della formula esuli dall'indagine che qui ci si propone ci si limita a descriverla nella sua forma più semplice al solo fine di dare una sensazione della complessità.

Prezzo opzione call: $sN(d_1) - e^{-r(T-t)}XN(d_2)$

Dove

s = prezzo del bene oggetto dell'opzione

$N(x)$ = è la distribuzione standard cumulata di x

e = è la costante matematica

r = è il tasso di ritorno privo di rischio

X = è il prezzo di esercizio dell'opzione

T = è il tempo fino alla data di scadenza dell'opzione

t = è il tempo nel quale l'opzione viene valutata

σ = è la volatilità dell'opzione

$d_1 = (1/(\sigma\sqrt{(T-t)})(\ln(s/X) + (r + \sigma^2/2)(T-t)))$

$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{(T-t)}$

Nel determinare il premio dell'opzione al risultato della formula sopra citata vanno applicate le stesse considerazioni indicate in precedenza e, in particolare, il premio tiene 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, in entrambe le metodologie, ai risultati delle formule matematiche universalmente riconosciute — e che qualsiasi consulente tecnico dovrebbe essere in grado di utilizzare — vanno applicati quei fattori correttivi sopra descritti che sono diversi per ogni controparte e per ogni contratto e la cui quantificazione è in buona parte determinata da valutazioni soggettive, quale 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.

5. *Considerazioni sulla vicenda giudiziaria.* — Non avendo accesso alla consulenza tecnica di ufficio non si è in grado di commentare l'esattezza delle valutazioni finanziarie sulla base delle quali il Tribunale milanese ha basato la risoluzione della controversia, ma si è in grado di commentare su alcuni aspetti metodologici utilizzati che emergono chiaramente dalla lettura della sentenza.

La banca convenuta aveva evidenziato che i cosiddetti «*par swap*» non esistono nella realtà delle contrattazioni finanziarie in quanto ciò comporterebbe l'assenza di remunerazioni in favore dell'intermediario, sia per quanto attiene alla costruzione ingegneristica dello strumento finanziario, sia per quanto concerne le componenti di rischio che vengono assunte dall'emittente in ordine alla gestione del contratto e, quindi, al variare dei flussi durante la sua vigenza. Per tali ragioni la convenuta afferma correttamente che i «*par swap*» sono solo «*utopistici*» prevedendosi, invece, in tutti i contratti derivati un valore *mark-to-market* iniziale negativo per il cliente, espressione delle commissioni e del corrispettivo spettante alla banca per l'operazione.

Coerentemente la banca ha contestato le valutazioni sul punto espresse dal consulente tecnico, il quale ha stimato come corrispondenti ai valori di mercato commissioni nella misura di circa il 10% del valore *mark-to-market* negativo accertato, evidenziando come il residuo 90% avrebbe dovuto essere versato quale *up-front* al fine

per tutti v. FITZGERALD, *Financial options*, London, Euromoney, 1987; NELKEN, *The handbook of exotic options*, Chicago, Irwin, 1996.

di rendere il contratto equilibrato e corrispondente alle sue funzioni ⁽³⁹⁾. In particolare la banca ha rilevato che i criteri di stima dei costi connessi con il rischio proprio del Comune di O. non hanno tenuto conto del fatto che, al contrario di quanto accadeva in passato, non poteva considerarsi «infallibile», in quanto non era più previsto l'intervento in via sussidiaria dello Stato per ripianare i debiti contratti dai Comuni. Ne discendeva pertanto che, a differenza di quanto ritenuto dal consulente, anche in relazione ai contratti stipulati da enti locali al fine di determinare le commissioni andava calcolato anche il costo corrispondente al rischio proprio del cliente.

Non è dato verificare se la metodologia adottata dal consulente tecnico di ufficio abbia rispettato i canoni del mercato, ma a giudicare dai passi della sentenza sembrerebbe di no. Ad esempio, non sembra si sia tenuto conto del premio per il rischio relativo al Comune di O., piccolo ente locale, la cui valutazione dovrebbe tener conto non solo della situazione finanziaria e patrimoniale di tale soggetto, ma anche la durata e la tipologia del contratto.

Dalla lettura della sentenza sembrerebbe che non sia stata adottata una corretta metodologia nel valutare i contratti che, si ripete, vanno valutati con un procedimento rigoroso in due fasi: la prima consiste nell'applicazione di formule matematiche universalmente riconosciute per ogni fattispecie o tipologia di contratto derivato ed una seconda fase in base alla quale vengono prezzati elementi tendenzialmente soggettivi, anche se misurabili. La prima parte si conclude con un risultato che si potrebbe definire teorico — quello che la banca convenuta nel procedimento in esame ha definito «utopistico» — che va integrato alla luce dei rischi e costi che variano in funzione di ogni controparte e ogni intermediario e della tipologia contrattuale. Il consulente tecnico avrebbe dovuto valutare sia lo *swap* che il *cap* ed il *floor* e poi sintetizzare i risultati. Ne consegue che tutto il ragionamento del giudice risulta inficiato da questo errore di valutazione metodologica.

Non sembra condivisibile l'unica argomentazione utilizzata dal Tribunale milanese per smentire l'inesistenza di contratti *par swap*. Tale argomentazione è contenuta nell'allegato 3 del Regolamento Intermediari là dove si precisa che «*alla stipula del contratto, il valore di uno swap è sempre nullo ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto*». Il contesto in cui tale affermazione viene fatta dalla Consob è tutt'altro che un rigoroso contesto tecnico-finanziario, trattandosi tutt'al più di raccomandazioni guidate dal buon senso. Nel citato allegato si afferma infatti, tra le altre cose, che questi contratti hanno una «elevata rischiosità», si raccomanda «di aver ben compreso il contratto» e che la controparte «sia patrimonialmente solida», consigli validi per qualsiasi contratto in qualsiasi contesto. Si trovano anche affermazioni non corrette quali il fatto che non esiste un mercato secondario di contratti derivati e che non esiste una forma standard. Altrettanto non corretta e irrealistica appare l'affermazione contenuta in tale allegato che invita ad «*accertarsi che l'intermediario risponderà in proprio nel caso di insolvenza della controparte*», in quanto la prassi di mercato è esattamente il contrario: l'intermediario non è mai garante delle obbligazioni delle parti che intermedia (e qualora lo fosse il costo di tale garanzia andrebbe a carico del cliente). Infine, quali esempi di sciatteria, si utilizza il termine «*swaps*», forma plurale inglese di «*swap*», per indicare un singolo contratto di *swap* (all. 3, parte B, punto 4.1) o si scrive «*nel caso in cui il contratto sia stipulato con una controparte terza...*» — affermazione lapalissiana in quanto ogni contratto è stipulato con una controparte terza — per voler in realtà

⁽³⁹⁾ Sul tema del contratto di *swap* con pagamento *upfront* v. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap*, (nt. 2), 196; Id., *Rinegoziazione*, (nt. 2).

significare la fattispecie nella quale la controparte del contratto non è l'intermediario stesso. La natura ed i contenuti del citato allegato 3 del Regolamento Intermediari fanno sì che tale affermazione («il valore dello *swap* è sempre nullo») non possa considerarsi valida fonte per affrontare un tema così delicato e complesso come quello del *pricing* dei contratti di *swap*.

Altro aspetto degno di commento riguarda l'argomento, utilizzato dal Tribunale di Milano per affermare la carenza di causa in concreto dei contratti derivati, in base al quale il livello del *cap* — 8,5% — fosse incongruo *ex ante* in quanto irrealistico e inverosimile. Dal punto di vista tecnico finanziario, infatti, la probabilità di raggiungere il livello del *cap* o del *floor* è matematicamente prezzata nella formula delle opzioni. È tra l'altro intuitivo che un *cap* molto vicino ai tassi correnti abbia una probabilità maggiore di essere superato⁽⁴⁰⁾ e, quindi, abbia un valore molto più alto e, conseguentemente, un costo più alto per chi lo compra, rispetto ad un *cap* fissato molto lontano dai tassi correnti che con minori probabilità potrà essere superato. Questa maggiore o minore probabilità è un elemento del processo di valutazione dell'opzione che il consulente tecnico avrebbe potuto facilmente riscontrare. Il fatto concreto che nello svolgimento del contratto il *cap* non sia stato mai raggiunto non è una considerazione che può essere utilizzata per dimostrare la mancanza di causa concreta del contratto, tant'è che sono normalmente negoziate opzioni *cap* ad un livello improbabile o molto improbabile — cosiddette *out-of-the-money* — ad un costo estremamente contenuto, e come tali sono pienamente meritevoli di tutela giuridica pur essendo, come detto, improbabile che il livello venga superato. *Mutatis mutandis* lo stesso ragionamento si applica alle opzioni *floor* nel senso che il valore del premio — la controprestazione sinallagmatica del contratto — è una funzione, tra le altre cose, del livello del *floor*: un *floor* molto elevato comporterà una maggiore probabilità di pagamenti da parte del venditore (nel caso in esame il Comune di O.) e, quindi, un maggior valore del premio dovuto dalla banca.

La metodologia corretta avrebbe dovuto valutare i premi delle due opzioni — il *cap* che il Comune ha comprato dalla banca ed il *floor* che il Comune ha venduto alla banca — attraverso le due fasi sopra descritte, verificare se ed in quale misura i due premi si compensano, e aggiungere o sottrarre tale differenziale tra i premi al tasso dello *swap* calcolato a sua volta come descritto in precedenza.

Un ulteriore passaggio meritevole di attenzione della sentenza in esame risulta essere quello relativo al fatto che non potendo attribuire allo squilibrio delle valutazioni delle obbligazioni delle parti un valore di corrispettivo — ma abbiamo visto che questo aspetto è tutt'altro che pacifico —, il contratto non può soddisfare la causa di strumento finanziario meramente conservativo. La presenza di questo squilibrio, prosegue la sentenza, è sintomo di funzione speculativa in contrasto con quanto previsto dal decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n. 389. Inoltre, il contratto non corrisponderebbe ad una delle fattispecie permesse dal citato decreto e sarebbe in contrasto con quanto previsto dalla lettera *f* dell'art. 3 dello stesso decreto.

Il breve passaggio sul tema appare ermetico e non spiega il motivo per il quale un'eventuale squilibrio nei valori delle obbligazioni delle parti possa avere una implicazione addirittura sulla causa del contratto.

(40) Il livello del *cap* può essere inferiore ai tassi di riferimento comportando l'obbligazione di pagamento da parte del venditore sin dalla sua conclusione. Ad esempio, il *cap* può essere 2% rispetto all'*Euribor* 3 mesi che quota 3%: in tal caso il *cap* — noto nel gergo finanziario come *in-the-money* — comporta il pagamento dell'1% e tale valore va a sommarsi al premio del contratto.

Orbene, premesso che «l'acquisto di *collar*» è espressamente indicato tra le operazioni consentite agli enti pubblici territoriali (lett. d, art. 3, D.M. 1 dicembre 2003, n. 389), è lo stesso legislatore che attribuisce funzione non speculativa alla fattispecie in esame. Si noti che la norma indica «l'acquisto» di *collar* per indicare più correttamente l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor* ⁽⁴¹⁾. Tale norma è testualmente ripresa anche dalla bozza del regolamento del Ministero dell'economia e finanze in precedenza citato per regolare l'attività in derivati degli enti locali.

La causa del contratto di *swap* di interessi e la causa del contratto di opzione sui tassi di interesse non possono mutare in funzione del *pricing* dei contratti determinato in concreto dalle parti, anche nel caso in cui una parte sia più informata dell'altra e anche nel caso in cui il prezzo sia particolarmente favorevole ad una parte. Lo stesso bene può essere venduto a diversi soggetti a prezzi sostanzialmente diversi tra loro, senza per questo intaccare la causa commutativa della compravendita.

Inoltre, l'entità del prezzo non è indice di speculazione, come sembrerebbe invece leggendo la sentenza in commento. La speculazione rientrerebbe tutt'al più tra i motivi perseguiti da una o entrambe le parti. Ad esempio, lo *swap* ed il *collar* avrebbero avuto scopo speculativo nell'ipotesi in cui il Comune di O. non avesse avuto i mutui sottostanti ai quali i contratti derivati erano collegati e, si badi, tale scopo speculativo apparterebbe soltanto al Comune in quanto le banche, di norma, intermediano i contratti derivati concludendo operazioni di segno contrario.

In sostanza, descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione da un punto di vista unitario ⁽⁴²⁾.

Anche qualora si volesse dare rilevanza ai motivi, non si comprenderebbe la discriminazione verso il motivo speculativo, posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito ⁽⁴³⁾, ma è presupposto dell'attività imprenditoriale ⁽⁴⁴⁾. Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo da non aver bisogno di dimostrazioni ⁽⁴⁵⁾. La letteratura economica ⁽⁴⁶⁾, nonostante alcuni ricorrenti interventi politici e giornalistici in occasione di ogni crisi finanziaria che cercano nella speculazione un capro espiatorio ⁽⁴⁷⁾, ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore

(41) Il Comune non potrebbe porsi come venditore di *collar* (vendita di un *cap* ed acquisto di un *floor*).

(42) 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, Edizione del Sole-24ore, 1988, 86 s.

(43) BOCHICCHIO, *I contratti*, (nt. 2), 599.

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

(45) CAPALDO, *Contratti*, (nt. 2), 594.

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

(47) La crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale a partire dal 2007 ha dato voce a coloro che vedono nella speculazione la causa della crisi. Ad esempio, è stato invocato il divieto di vendite allo scoperto di titoli di stato di paesi in difficoltà finanziarie — ad

positivo della speculazione ⁽⁴⁸⁾, la quale consente di ridurre il differenziale tra la domanda e l'offerta, rende più liquidi ed efficienti i mercati e tende a correggere i prezzi in caso di anomalie. È stato anche messo in evidenza e dimostrato che la speculazione riduce i costi finanziari delle operazioni finanziarie ⁽⁴⁹⁾.

Il contratto di *swap* di interessi 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 di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale.

Mutatis mutandis questa argomentazione può essere ripetuta per i contratti di opzione sui tassi di interesse. La causa dell'opzione è lo scambio del premio con l'assunzione del rischio di variazione del tasso, scambio che risulta meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o *emptio spei*.

Infine, il riferimento alla lett. *f* dell'art. 3 citato appare del tutto fuori luogo in quanto non correlato alla fattispecie in esame se non a voler forzatamente attribuire valore di mancato pagamento *upfront* al supposto squilibrio nel *pricing* dei contratti derivati.

Se da un lato appare criticabile la metodologia adottata dal Tribunale di Milano che apparentemente si discosta dalla corretta e rigorosa prassi di mercato necessaria per valutare il *pricing* dei contratti derivati, dall'altro appare corretto il rilievo — determinante — che la banca non ha rispettato la previsione — sia normativa che contrattuale — di specificare le commissioni ed i costi che sono stati applicati. Infatti l'art. 61 del Regolamento Intermediari prevede che l'intermediario comunichi alla controparte le commissioni e le spese addebitate. Inoltre, il contratto quadro tra la banca ed il Comune di O. prevedeva che la banca indicasse gli oneri e le commissioni applicate ai singoli contratti. Dalla lettura della sentenza emerge che tale adempimento non sia stato rispettato.

La conseguenza di tale inadempimento, però, sarebbe la risoluzione del contratto e il risarcimento del danno, ma non certo la nullità. Alternativamente, come richiesto dal Comune di O. il giudice avrebbe potuto dichiarare l'annullamento del contratto per errore sull'oggetto del contratto una volta verificati i relativi presupposti.

Raccogliendo le vele, il risultato della sentenza appare parzialmente condivisibile nella misura in cui condanna la banca in quanto ha violato sia la pattuizione contrattuale

esempio, la Grecia — o la negoziazione di *credit default swap «naked»*, cioè senza posizione sottostante da proteggere. A ben vedere, la speculazione non può essere la causa della crisi e — al di là del *clamor foris* che queste voci suscitano —, le analisi che ne conseguono non sono in grado di supportarne la fondatezza (BOEHMER, JONES, XIAOYAN, *Shakling short sellers: the 2008 shorting ban*, Working paper, Cornell University, Johnson School Research paper, Serie n. 34-09, 25 settembre 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1412844>; BOEHMER, WU, *Short selling and price discovery process*, Working paper, 4 maggio 2010, in <http://ssrn.com/abstract=972620>; MOSHINSKY, KIRCHFELD, *Naked swap crack down rings hollow without Washington*, Bloomberg, 11 marzo 2010).

⁽⁴⁸⁾ La speculazione è stata definita come «*the assumption of considerable business risk in expectation of commensurate gain*» (GRAHAM, DODD, *cit.*). Altri hanno definito la speculazione come l'assunzione di rischi in anticipazione di favorevoli mutamenti di prezzi che non sono il risultato delle azioni intraprese dallo speculatore (WORKING, *Financial results of the speculative holding of wheat*, Wheat studies of the food research Institute, vol. VII, 1931, Stanford University, ripubblicato in Selected writings of Holbrook Working, Vol. I, Chicago Board of Trade, 1977).

⁽⁴⁹⁾ HARRIS, *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*, Oxford, Oxford University Press, 2003.

che la norma, le quali prevedevano l'esplicitazione delle componenti del *pricing* dei tre contratti derivati. Non sembrano peraltro condivisibili né il percorso né le motivazioni utilizzate in merito alla dichiarazione di nullità della causa in concreto, in quanto basate su una consulenza tecnica che non sembra applicare le corrette ed universalmente accettate metodologie di valutazione dei prezzi delle prestazioni dei contratti derivati in esame.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI