

DIRITTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Fasc. 4

1993

(Estratto)

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

PROFILI LEGALI DELLE OPZIONI
SUL TASSO DI INTERESSE:
CAP, FLOOR, CORRIDOR, COLLAR,
PRA E OPZIONI SU FRA



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

PROFILI LEGALI DELLE OPZIONI
SUL TASSO DI INTERESSE: *CAP, FLOOR,*
CORRIDOR, COLLAR, PRA E OPZIONI SU *FRA*

1. Descrizione delle fattispecie. — 2. La documentazione contrattuale. — 3. Profili legali: a) La causa; b) Atipicità del negozio, aleatorietà, oggetto e forma.

1. *Descrizione delle fattispecie.*

Nel mondo finanziario le opzioni sul tasso di interesse occupano un posto di rilievo. L'*International swap dealers association* (ISDA) ⁽¹⁾ ha calcolato che il volume di tali operazioni in essere alla fine del 1991 era di US\$ 468,2 miliardi (circa 725.710 miliardi di lire).

Esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo lo studio degli aspetti finanziari ed aziendali di queste operazioni e, pertanto, si rimanda l'interessato lettore alla letteratura in merito ⁽²⁾.

Non possiamo, peraltro, procedere all'analisi degli aspetti legali se non dopo aver descritto le fattispecie anche con l'ausilio di esemplificazioni utili per meglio comprenderne la *ratio*.

Il contratto di *cap* ⁽³⁾ (*rectius: interest rate cap*, ma per brevità lo chiameremo soltanto *cap*) consiste in un accordo in base al quale, die-

⁽¹⁾ L'ISDA è la associazione che riunisce i principali operatori nel mercato degli *swaps*. Per una breve panoramica sull'attività dell'ISDA vedasi CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, in questa *Rivista*, 1990, p. 689.

⁽²⁾ FITZGERALD, *Financial options*, *Euromoney Publications*, Londra, 1987, pp. 20-22, 181-204; ANTL, *Management of interest rate risk*, *Euromoney Publications*, Londra, pp. 18-21, pp. 179-214, pp. 243-280; GRUMBALL, *Managing interest rate risk*, Cambridge, 1986, pp. 77-120; KLEIN, *Glossary of terms used in connection with rate swap, currency swap, cap and collar agreements*, in *Butterworth's Journal of banking and financial law, Supplement*, giugno 1987; FEDERAL HOME LOAN BANK, *Interest rate swap, cap, collar and floor policy guidelines*, agosto 1987; KLEIN, DONALDSON, *Interest rate caps, floors, and collars: when is tax triggered?*, in *Journal of bank taxation*, inverno 1988, pp. 57-63.

⁽³⁾ In inglese il sostantivo *cap* significa «*protective cover or top*» (coperchio di protezione, livello massimo) (COWIE, *Oxford advanced learners's dictionary of current english*, Oxford, 1990, voce «*Cap*»).

nale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso fisso predeterminato e un tasso variabile e *c*) dividendo il risultato per il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite. Se la differenza tra i tassi è negativa nulla è dovuto ⁽⁶⁾.

Un investitore ha comprato un titolo di Stato, per esempio un Certificato di Credito del Tesoro (CCT), del valore di dieci miliardi di lire 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 essere molto basso.

Al fine di limitare tale rischio e di assicurarsi un ritorno dell'investimento non inferiore al 10%, l'investitore può comprare un *floor* del 10% contro il tasso semestrale del CCT su dieci miliardi 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% sia superiore al tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo. Se, ad esempio, il tasso variabile è 8%, l'investitore riceverà una somma calcolata come segue: *a*) lit. 10 miliardi per *b*) 2% (la differenza positiva tra tasso fisso e tasso variabile) *c*) dividendo il risultato per 180 giorni (sei mesi è il periodo di riferimento usato nell'esempio).

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

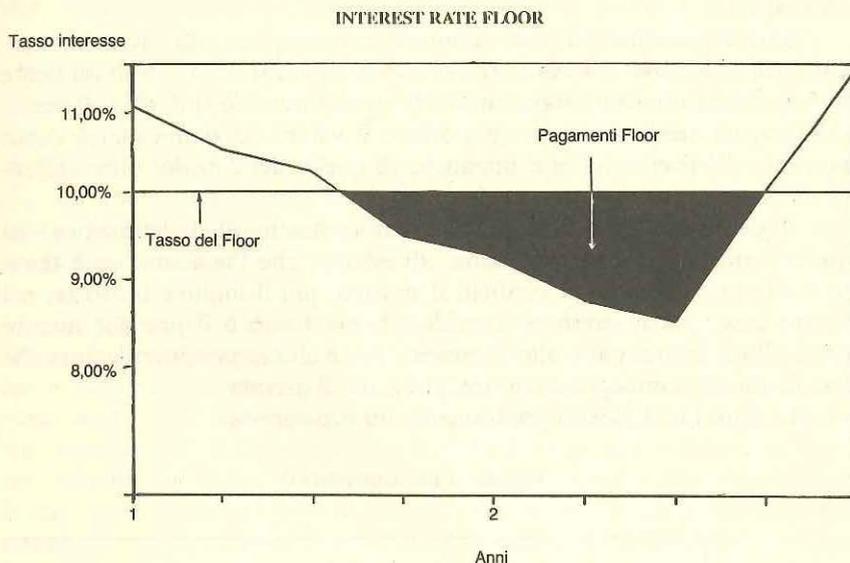
Il venditore del *floor* guadagna se alla fine del contratto quello che ha pagato alla controparte è inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno che il venditore può ottenere è il premio (nel caso in cui non sia tenuto ad effettuare alcun esborso per tutta la durata del contratto). La perdita potenziale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

⁽⁶⁾ 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 development*, cit., p. 60).

ferenza tra il tasso del *floor* e il tasso di riferimento al momento del calcolo che non può scendere sotto lo zero.

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

La figura n. 2 illustra graficamente un *floor*.



Il contratto di *corridor* ⁽⁷⁾ comprende due fattispecie: l'*interest rate cap-corridor* e l'*interest rate floor-corridor*.

Le due fattispecie si distinguono dal semplice *cap* o *floor* soltanto per il fatto che la somma che il venditore, dietro pagamento di un premio, si impegna a pagare alle scadenze prestabilite è limitata.

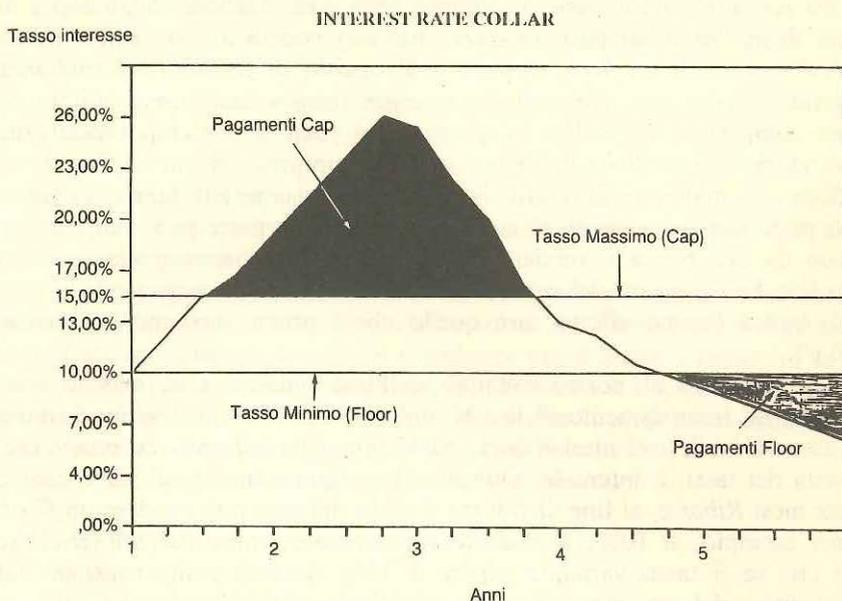
Ad esempio in un *cap-corridor* il venditore si impegna a pagare un ammontare calcolato moltiplicando a) un importo nominale per b) la differenza, se positiva, tra un tasso variabile ed un tasso fisso predeterminato *sempre che tale differenza positiva non sia superiore ad un certo livello predeterminato*, e c) dividendo il risultato per il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite.

In altre parole e tornando al nostro imprenditore di cui al primo esempio, il venditore del *cap-corridor* sarà tenuto a pagare una somma se il tasso variabile è superiore al 15% (livello del *cap*) *ma fino al massi-*

⁽⁷⁾ In inglese il sostantivo *collar* significa « *long narrow passage* » (passaggio lungo e stretto) (COWIE, *op. cit.*, voce « *Collar* »).

rà dal grado di protezione e rischio che le parti intendono assumere nonché dal valore dei relativi premi.

La figura n. 4 illustra graficamente un *collar*.



La penultima fattispecie che si vuole esaminare in questa rassegna è la *participating rate agreement*, noto come PRA. Questo consiste nell'accordo in base al quale una parte compra un *cap* il cui premio non viene determinato e pagato alla conclusione del contratto, ma consiste in una percentuale (*participation rate*), determinata inizialmente, della differenza, se positiva, tra il livello del *cap* e quello del tasso variabile in vigore all'inizio di ogni periodo di calcolo.

L'esempio del nostro imprenditore aiuterà a capire meglio. Questi, anziché comprare il *cap* pagando il premio, decide di comprare un PRA di lit. 10 miliardi della durata di cinque anni al 15% con un *participation rate* di 30%. Questo contratto lo protegge dall'aumento dei tassi di

currency swaps, in questa *Rivista*, 1992, p. 80), 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, una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, pp. 73-76).

interesse al di sopra del 15%. Se il tasso variabile alle varie date di calcolo è al di sopra del *cap*, l'imprenditore verrà sempre compensato e non avrà pagato nulla per questa assicurazione. Se, però, il tasso variabile scende al di sotto del *cap*, per esempio al 13%, egli sarà tenuto a pagare — a titolo di premio — una somma calcolata moltiplicando a) lit. 10 miliardi per b) 0,6% (la percentuale del 30% della differenza positiva tra il *cap* — 15% — e il tasso variabile — 13% —) e c) dividendo il tutto per il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite.

In altre parole, il valore del premio è incerto e sarà noto soltanto al termine del contratto. Il solo dato certo è che non potrà essere superiore ad un ammontare calcolato come sopra utilizzando la differenza tra il *cap* e lo zero (dato che il tasso variabile non può scendere al di sotto dello zero).

In tutte le fattispecie sino ad ora analizzate uno degli elementi comuni alla struttura contrattuale è la pluralità dei potenziali pagamenti che il venditore dell'opzione può essere chiamato ad effettuare. Senza questa caratteristica non avremo *caps*, *floors*, *corridors*, *collars* e *PRAs*.

Operazioni simili a *corridors*, *collars* e *PRAs* per una singola scadenza futura sono assai rare nel mercato finanziario e non hanno un particolare *nomen* che li caratterizzi. Le parti, comunque, sono libere di concludere accordi in questo senso.

Relativamente più comuni sono, invece, le operazioni simili a *cap* o *floor* per una singola scadenza futura. Esse sono note come *interest rate guarantees* (IRG) o opzioni su *future rate agreements* (FRA).

L'IRG consiste in un accordo in base al quale il compratore, dietro pagamento di un premio, ha il diritto di ricevere ad una data futura prestabilita un ammontare calcolato moltiplicando a) una somma nominale per b) la differenza, se positiva, tra un tasso futuro esistente alla data in cui il calcolo viene effettuato e un tasso predeterminato e c) dividendo il risultato per un numero di giorni prestabilito. Se la differenza è negativa nulla è dovuto.

Il contratto, come detto, è noto anche come opzione su FRA. Il FRA ⁽¹⁾ è un accordo in base al quale una parte si impegna a pagare al-

⁽¹⁾ ANTL, *op. cit.*, pp. 219-242; GRUMBALL, *op. cit.*, pp. 19-26; SCHILLING, *Forward rate agreements: the leading hedge or bucket shop finance?*, in *Securities and corporate regulation review*, gennaio 1990 (parte I), pp. 1-12, febbraio 1990, (parte II), pp. 13-24; JOHNSON, SACKHEIM, TALE, *Future rate agreements: implications under the Commodity Exchange Act*, in *Commodity law letter*, marzo 1987, pp. 3-6. La Banca dei regolamenti internazionali definisce il FRA come « a contract in which two counterparties agree on the interest rate to be paid on a notional deposit of specified maturity at a specific future time. Normally, no principal exchanges are involved, and the difference between the contracted rate and prevailing rate is settled in cash » (*Recent developments*, cit., p. 60).

l'altra ad una data futura prestabilita un ammontare calcolato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso futuro esistente alla data in cui il calcolo viene effettuato e un tasso predeterminato e *c*) dividendo il risultato per un numero di giorni prestabilito. Nel caso in cui la differenza *sub B* sia negativa, l'obbligazione di pagamento graverà sull'altra parte. Oggetto del contratto è una unica prestazione il cui ammontare e soggetto tenuto a eseguirla vengono determinati in futuro.

Ad esempio, il 10 gennaio le parti, Alfa e Beta, concludono un FRA di lire 10 miliardi al tasso del 12% per un periodo di sei mesi a decorrere dal 1° luglio. Questo accordo implica che Alfa si impegna a pagare a Beta una somma calcolata moltiplicando *a*) lire 10 miliardi per *b*) la differenza, se positiva, tra il tasso in vigore il 1° luglio per un deposito della durata di sei mesi e il 12% e *c*) dividendo il risultato per 180 giorni (sei mesi è il periodo di riferimento dell'esempio). Contestualmente Beta si impegna a pagare una somma calcolata moltiplicando *a*) lire 10 miliardi per *b*) la differenza, se positiva, tra 12% e il tasso in vigore il 1° luglio per un deposito della durata di sei mesi e *c*) dividendo il risultato per 180 giorni. Pertanto, alla data futura prestabilita, nel nostro esempio il 1° luglio, si avrà un solo pagamento eseguito da una delle parti. L'obbligazione oggetto del contratto è una sola (l'ammontare, sebbene incerto, è determinabile), mentre incerto è il soggetto che sarà tenuto all'adempimento ⁽¹²⁾.

L'IRG può essere descritto come il diritto, ma non l'obbligo, di concludere nel giorno di calcolo un FRA nel caso in cui — concludendo il FRA — la parte che esercita la scelta riceve una somma calcolata come sopra. Acquistando un IRG il compratore, dietro versamento di un premio, ha i benefici che avrebbe avuto concludendo un FRA, ma non sopporta il rischio di dover pagare una somma all'altra parte come nel caso del FRA.

La descrizione fin qui eseguita di diverse fattispecie non esaurisce tutta la gamma di opzioni sul tasso di interesse. Queste, infatti, si manifestano in numerose forme tecniche e l'elencazione di cui sopra mira ad illustrare soltanto le principali.

⁽¹²⁾ La fattispecie in esame richiama un IRS per una sola scadenza regolato in compensazione. Infatti una serie di FRA può essere assimilata, dal punto di vista tecnico, ad un IRS nel quale l'obbligo di una parte di pagare alle scadenze predeterminate una somma prestabilita si compensa con la somma — il cui ammontare verrà calcolato in base a parametri di riferimento futuri — che l'altra parte deve a sua volta pagare. La somiglianza è, comunque, soltanto superficiale in quanto lo *swap* presuppone che i pagamenti che almeno una parte debba all'altra non siano meno di due (CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 80).

2. La documentazione contrattuale.

Le opzioni sui tassi di interesse sono di norma regolate o dagli *International currency options master terms* (ICOM) che si applicano ai contratti conclusi sul mercato di Londra, New York e Tokyo salvo accordo contrario delle parti (tale è, infatti, la raccomandazione della *British Bankers Association*, del *Foreign Exchange Committee of New York* e del *Tokyo Market Practices Committee*) oppure dal contratto tipo predisposto dall'ISDA nel 1987 intitolato *Interest rate and currency exchange agreement* ⁽¹³⁾ congiuntamente all'apposito allegato noto come *May 1989 Addendum to schedule to Interest rate and currency exchange agreement - interest rate caps, collars, and floors*.

Nel giugno 1992 l'ISDA ha introdotto un nuovo contratto tipo — *Master agreement* — che regola — senza la necessità di *addendum* — varie fattispecie ivi comprese le opzioni *de qua* ⁽¹⁴⁾.

Per quanto riguarda opzioni sui tassi di interesse concluse tra residenti non esiste un contratto standard e le parti sono libere di regolare il rapporto come credono opportuno. In certi casi si è fatto uso dell'ISDA '87 e relativo *Addendum*, ma, al proposito valgono le considerazioni fatte in un altro contributo apparso su questa *Rivista* a cui si rimanda l'interessato lettore ⁽¹⁵⁾.

3. Profili legali.

a) La causa.

Le fattispecie di opzioni sui tassi 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*

⁽¹³⁾ Il testo del contratto è stato riprodotto su questa *Rivista* con commento di L. RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International dealers association*, 1988, p. 539. Per la traduzione italiana dello stesso contratto si veda F. CAPUTO NASSETTI, *Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap*, su questa *Rivista*, 1992, p. 95.

⁽¹⁴⁾ Il testo del contratto è stato riprodotto su questa *Rivista*, 1993, con commento di CAPUTO NASSETTI, *Considerazioni in tema di swap*, p. 334.

⁽¹⁵⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *Un documento di lavoro*, cit.

rare il premio senza subire esborsi; il compratore mira ad ottenere una somma di denaro superiore al premio pagato. Naturalmente entrambe le parti non possono veder soddisfatto contemporaneamente il proprio fine in quanto il profitto di una parte corrisponde alla perdita dell'altra. Il fatto che il compratore possa essere esposto al rischio di variazione dei tassi di interesse — avendo un credito o un debito a tassi variabili — o voglia semplicemente speculare sulla variabilità dei tassi al fine di trarne profitto non rileva ai fini della definizione della causa dell'opzione. Questi elementi psicologici rientrano nel motivo per cui una parte conclude un contratto di opzione e non fanno parte della causa tipica della fattispecie.

Più che una diversità di struttura tra le ipotesi in esame, è la diversità dell'*animus* che distingue le fattispecie: la causa di sfida della scommessa si contrappone a quella di lucro dell'opzione. La prima, pur avendo un fine di lucro intimamente legato alla sfida e un contenuto economico, è considerata atto essenzialmente improduttivo economicamente e perciò non meritevole di una piena e incondizionata tutela giuridica. Al contrario nell'opzione manca la leggerezza caratteristica di chi punta sui cavalli o sulla contraddizione della parola altrui, essendo l'interesse economico proprio del negozio — il lucro — meritevole di piena tutela giuridica.

Vale la pena di citare che il contratto di opzione non è annoverabile tra la discussa categoria dei contratti differenziali.

Secondo la dottrina prevalente ⁽²¹⁾ questi vanno distinti in contratti differenziali semplici e complessi. Questi ultimi a loro volta in propri ed impropri. I primi sono caratterizzati da un accordo in base al quale, in una compravendita a termine, non vi sarà alla scadenza la consegna della merce ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento della differenza tra il valore della merce stabilito in contratto e quello che essa avrà il giorno della scadenza. I contratti differenziali complessi propri, invece, sono costituiti da due contratti a termine di segno opposto conclusi tra le stesse parti con la stessa scadenza, ma in tempi diversi, i quali vengono regolati per differenza in forza della compensazione legale. I contratti differenziali complessi impropri sono caratterizzati anch'essi da due distinti contratti a termine con pari scadenza, ma sono conclusi tra parti diverse e sono necessariamente rego-

⁽²¹⁾ Per tutti vedasi BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa, Il riporto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, a cura di A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1969, p. 398. Altra autorevole dottrina ritiene priva di ogni fondamento la categoria dei contratti differenziali, che rimangono compravendite anche se caratterizzate dalla liquidazione per differenza (VASSALLI, *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Studi giuridici*, Milano, 1960, vol. II, p. 143 e ss.).

lati in stanze di compensazione: Alfa compra a termine da Beta il quale compra la stessa merce da Gamma. Alla scadenza, grazie al meccanismo della stanza di compensazione, Beta compensa i propri crediti con i propri debiti, per ricevere o pagare soltanto l'eventuale differenziale.

Ci sembra di avere fin qui dimostrato che nella fattispecie tipica del contratto di opzione sul tasso di interesse manchi la reciprocità dell'obbligazione di pagare la differenza tra un valore stabilito in contratto ed il valore futuro del momento dell'esecuzione. Non esiste, anzi, una prestazione futura di entrambe le parti da potersi « compensare » con quella della controparte al fine di regolare la differenza tra il valore delle due prestazioni. Mancano, in altre parole, le due prestazioni con pari scadenza (22).

Più semplice risulta la distinzione con i contratti differenziali complessi. Oltre a riprendere quanto sopra argomentato per i differenziali semplici, il contratto di opzione è un unico negozio, mentre i differenziali complessi sono una fattispecie composta da due contratti di segno opposto.

Il contratto di opzione ricorda, sebbene da questa rimane distinto, la *emptio spei* (23). Questa ha come oggetto attuale la speranza che il prodotto venga ad esistenza, speranza che ha valore economico indipendentemente dal risultato, ed il prezzo è dovuto anche se il prodotto non viene ad esistenza perché pattuito per la speranza del prodotto e non per il prodotto. Si distingue dalla *emptio rei speratae* (vendita di cose future) in quanto quest'ultima ha come oggetto il prodotto futuro onde il contratto dà luogo a reciproci obblighi di consegna del prodotto e del prezzo soltanto se il prodotto viene ad esistenza. La causa della *emptio spei* rimane quella tipica della vendita — scambio di cosa contro prezzo —, ma il particolare oggetto fa sì che il contratto sia da considerarsi aleatorio.

A fronte della possibilità di poter incamerare il prezzo in cambio di nessuna prestazione, il venditore assume il rischio di dover consegnare un prodotto il cui valore può essere di gran lunga superiore al prezzo incassato.

(22) In senso contrario D. PREITE, *op. cit.*, p. 174, nota 10, p. 183 e ss. Le argomentazioni addotte dall'Autore circa la differenziazione tra scommessa e i nuovi contratti finanziari, la possibilità di poter concludere e negoziare tali contratti fuori borsa, nonché la critica alla Comunicazione Consob 12 novembre 1990, n. 6538 sono da condividersi. Ad avviso di chi scrive risulta, però, indimostrata la riconducibilità del contratto di opzione sul tasso di interesse alla fattispecie del contratto differenziale. L'Autore riconosce, comunque, la impossibilità di ricondurre ad un unico tipo contrattuale il contratto di opzione, gli *interest rate swaps*, i *currency swaps*, i *domestic swaps* e i *futures* (sempre ad avviso di chi scrive, soltanto le ultime due fattispecie presentano, insieme al *FRA*, gli elementi del contratto differenziale semplice).

(23) La stessa similitudine è stata colta da D. PREITE, *op. cit.*, p. 184.

Similarmente nel contratto di opzione sul tasso di interesse, a fronte della possibilità di poter incamerare il premio in cambio di nessun esborso, il venditore assume il rischio di dover effettuare pagamenti di ammontare di gran lunga superiore al premio incassato.

Il rapporto esistente tra la *emptio rei speratae* e la *emptio spei* è in parte analogo a quello tra i contratti di *interest rate swap* ⁽²⁴⁾, *FRA* o *futures* ⁽²⁵⁾ e le opzioni in esame. Mentre nei primi le parti si obbligano reciprocamente ad effettuare uno o più pagamenti a seconda del posizionarsi di un certo tasso di interesse preso a riferimento, nell'opzione il compratore, dietro pagamento del premio, ha il diritto di ricevere uno o più pagamenti qualora il tasso di interesse preso a riferimento si posizioni al di sopra, al di sotto o entro certi limiti.

In altre parole si potrebbe dire che la causa dell'opzione consiste nello scambio del premio contro la speranza di ricevere pagamenti in misura superiore.

L'opzione va distinta poi dal negozio condizionato. In ambedue si ha riguardo all'influenza di un evento futuro ed incerto, ma nel secondo si fa dipendere dal verificarsi o meno della condizione l'efficacia stessa del negozio. 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 dell'obbligazione di pagamento del venditore ⁽²⁶⁾.

L'opzione sul tasso di interesse va infine distinta dall'opzione *ex art. 1331 c.c.* ⁽²⁷⁾. Quest'ultima è un contratto inteso a rendere irrevoc-

⁽²⁴⁾ Per la definizione del contratto di *interest rate swap* cfr. nota 10.

⁽²⁵⁾ Tra le varie forme di *futures* esistenti nel testo ci si riferisce al *future* per depositi a tre mesi. Questo contratto ha la stessa struttura del *FRA* (vedi sopra nel testo), ma da questo si distingue per il fatto che è standardizzato per ammontare, date e periodi di riferimento (ad esempio, il *future* «tre mesi dollaro» negoziato al Tiffe, Tokyo international financial futures exchange, consiste nell'obbligazione di pagare la differenza tra il tasso di mercato per un deposito di un milione di dollari per un periodo di tre mesi con decorrenza da una delle quattro date prestabilite (metà marzo, metà giugno, metà settembre e metà dicembre) e il tasso concordato tra le parti il giorno di conclusione del contratto) e viene regolato in una Borsa valori, che ne pubblica i prezzi e richiede il versamento giornaliero delle variazioni nei valori. Per un'analisi approfondita dei contratti *futures* vedasi per tutti FITZGERALD, *Financial futures*, Euromoney Publications Ltd, Londra, 1983. Per i *futures* sui titoli di Stato italiani vedasi BUFACCHI, *Guida pratica ai futures sui titoli di Stato*, Il Sole 24 Ore, 1992.

⁽²⁶⁾ Più in generale per la distinzione tra contratti aleatori e condizionati nel senso indicato nel testo vedasi VALSECCHI, *op. cit.*, p. 35; FUNAIOLI, *op. cit.*, p. 53; BUTTARO, *In tema di giuoco*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, p. 414 con ampie citazioni; BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario del codice civile* a cura di SCIALOJA e BRANCA, Bologna-Roma, 1959, p. 73; Cass. 7 settembre 1946, n. 1277, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Obbligazioni e contratti*, n. 32.

⁽²⁷⁾ In dottrina DE MARTINI, *Profili della vendita commerciale e del contratto estimatorio*, Milano, 1950, p. 75 e ss.; Id., *Opzione, proposta ferma, patto di prela-*

cabile la dichiarazione (così già manifestata) di una delle parti relativa ad un contratto da concludere. 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 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 interesse.

b) *Atipicità del negozio, aleatorietà, oggetto e forma.*

A questo punto si può tentare di determinare se il contratto di opzione sul tasso di interesse sia riconducibile ad un contratto nominato oppure concreti una ipotesi di contratto atipico e, in questo caso, se esso sia meritevole di tutela giuridica.

In precedenza abbiamo visto che non può essere considerato un contratto di assicurazione in quanto questo presuppone necessariamente — a pena di nullità — l'esistenza di un rischio che viene *trasferito* all'assicuratore (causa di trasferimento del rischio). La variazione di tale rischio dà adito a mutamenti nel rapporto tra assicuratore e assicurato. Nell'opzione, invece, la causa consiste nell'*assunzione* di un rischio (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.

Si distingue, inoltre, dalla scommessa in quanto questa si può basare anche su un evento passato, mentre la prestazione del venditore dell'opzione non può che dipendere da un evento futuro incerto. La principale differenza risiede nella causa dei due contratti: la causa della scommessa consiste 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.

La fattispecie in esame si differenzia dal negozio condizionato, dal contratto differenziale, dalla *emptio spei* e dalla opzione *ex art. 1331 c.c.* per i motivi poc'anzi descritti.

Alla luce di quanto sopra sembra a chi scrive che il contratto in

zione, *pactum de contrahendo*, in *Giur. compl. Cass. civ.*, 1947, II, pp. 403-407; TALLASSANO, *Proposta irrevocabile e patto di opzione*, in *Foro pad.*, 1949, p. 761; MESSINEO, *Contratto*, Milano, 1961, p. 115 e ss.

esame non sia riconducibile a nessuna fattispecie tipica e che, pertanto, concreti una ipotesi di contratto innominato.

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

Secondo la dottrina⁽²⁸⁾ l'indagine sulla meritevolezza degli interessi si svolge prevalentemente in senso negativo. In altre parole un contratto atipico è meritevole di tutela se si accerta che non è contrario alla legge, all'ordine pubblico ed al buon costume.

Per quanto riguarda l'opzione in esame, da un lato sembra potersi escludere che il contratto realizzi interessi privi di rilevanza giuridica, quali quelli ludici o di sfida, di didattica, e dall'altro sembra potersi affermare che esso non consegua interessi contrari a specifici divieti o a principi generali dell'ordinamento. La causa dell'opzione è lo scambio del rischio di variazione del tasso contro il pagamento del premio, scambio che risulta meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o della *emptio spei*.

Ammettendo la meritevolezza di tutela del contratto di opzione ne consegue l'applicabilità delle norme generali sui contratti (art. 1323 c.c.). Pertanto, a mo' di esempio, troveranno applicazione le norme sulla interpretazione del contratto (artt. 1362-1371 c.c.), sulla responsabilità precontrattuale (art. 1337 c.c.), sull'integrazione del contenuto del contratto in base agli usi (art. 1340 c.c.), sulla nullità (artt. 1418-1424 c.c.), annullabilità (artt. 1425-1446 c.c.) e risoluzione (artt. 1453-1469 c.c.).

Oggetto del contratto è il rischio di variazione del tasso di interesse in senso sfavorevole al venditore dell'opzione. La variazione in senso a lui favorevole non comporta alcun beneficio se non la possibilità di incamerare il premio senza dover effettuare esborsi. Questa considerazione, unitamente a quanto detto in tema di causa contrattuale, porta ad escludere che si tratti di un contratto a causa commutativa⁽²⁹⁾.

L'obbligazione fondamentale del venditore consiste in un *pacti*, nel dover sopportare, cioè, il rischio di un movimento a lui sfavorevole del

⁽²⁸⁾ Per tutti vedasi G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, p. 406 e ss.

⁽²⁹⁾ In senso conforme D. PREITE, *op. cit.*, p. 184. In senso contrario F. CHIO-
MENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, pp. 375-380, il quale, pur sottolineando che il tasso di interesse non è l'oggetto del contratto, ma è il criterio assunto per determinare la prestazione delle parti, non dà, ad avviso di chi scrive, il giusto peso all'elemento rischio, che in realtà domina la fattispecie contrattuale. L'Autore considera la fattispecie come una compravendita, *rectius* una somministrazione, di denaro dato che esiste uno scambio di premio contro altre somme di denaro. In via ipotetica ammettendo anche che si tratti di compravendita, questa dovrebbe essere riconducibile alla *emptio spei* e, pertanto, l'aleatorietà del contratto andrebbe confermata.

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 se non in funzione del rischio⁽³⁰⁾. In questa fattispecie, infatti, non è noto né certo il rapporto tra l'entità del vantaggio del venditore (premio) e quella del rischio cui si espone contraendo, quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma l'esistenza stessa delle prestazioni⁽³¹⁾.

La principale conseguenza pratica della natura aleatoria del contratto è l'applicazione dell'art. 1469 c.c. che esclude la risoluzione per eccessiva onerosità. Se, ad esempio, il tasso di interesse variabile superasse in misura notevole il livello del *cap* a causa di una non prevedibile inflazione a tassi elevatissimi come accade in periodi di forte crisi economica, il venditore sopporterebbe una perdita enorme e del tutto sproporzionata se paragonata *ex post* con il valore del premio ricevuto. Ma questo è esattamente il rischio che si è assunto e, pertanto, non potrà invocare la eccessiva onerosità della prestazione al fine di risolvere il contratto.

Il premio è elemento essenziale della fattispecie costituendo la controprestazione del compratore per l'assunzione del rischio da parte del venditore dell'opzione⁽³²⁾. L'ammontare del premio non necessariamente deve essere determinato al momento della conclusione del contratto come accade nella normalità dei casi. Può essere, infatti, determinato in un momento successivo come nel caso del *PRA*. 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 è concluso — secondo le norme generali — nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione (art. 1326 c.c.). Nella pratica commerciale il contratto viene concluso al telefono e successivamente confermato da uno scambio di corrispondenza. Trattasi, pertanto, di un contratto consensuale.

⁽³⁰⁾ BOSELLI, voce « *Alea* », in *Noviss. Dig. it.*, Milano, 1958, p. 472; Id., *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da CICU e MESSINEO, 1968, vol. XXI, tomo I, p. 774.

⁽³¹⁾ PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, 1952, p. 72; RONDONI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1942, p. 341.

⁽³²⁾ In teoria è concepibile anche una opzione gratuita nella quale cioè il venditore non riceve alcun compenso per l'assunzione del rischio. La fattispecie risulterebbe simile al contratto di assicurazione gratuito — senza premio — o alla scommessa gratuita — scommetto cento contro nulla.

Per quanto riguarda l'ultimo elemento contrattuale, la forma, non esiste alcun requisito particolare né *ad substantiam* né *ad probationem*. La conclusione del contratto può essere dimostrata con qualsiasi mezzo di prova, il più comune dei quali è la registrazione telefonica ⁽³³⁾ spesso usata in caso di contestazioni sugli elementi dell'accordo.

Il contratto in esame è un contratto a prestazioni corrispettive e ciò comporta che la mancanza dell'obbligazione di pagare il premio determina la nullità del contratto per vizio del sinallagma genetico ⁽³⁴⁾. Il pagamento del premio può anche mancare dal punto di vista pratico in certe ipotesi quali il *PRA*, ma anche in questo caso l'obbligazione di pagare il premio sussiste ed è determinato il metodo di calcolo.

Al proposito è bene sottolineare che la pluralità (anche potenziale) delle prestazioni del venditore — sebbene presente nella maggioranza dei casi — non è una caratteristica essenziale della fattispecie.

Trattasi di un contratto ad effetti obbligatori facendo sorgere in capo al compratore l'obbligo di pagare il premio e in capo al venditore l'obbligo di *patti*.

Il contratto in esame appartiene alla categoria dei contratti ad esecuzione differita in quanto destinato ad avere effetti in un momento ulteriore rispetto al tempo della sua perfezione.

Nel caso del *cap, floor, corridor, collar, PRA* l'opzione è un contratto ad esecuzione (potenzialmente) periodica in quanto il venditore potrebbe essere (ma potrebbe anche non essere) chiamato ad effettuare ripetute prestazioni allo scadere di ogni periodo di riferimento. Nel caso dell'opzione su *FRA* si ha una sola potenziale prestazione del venditore alla data determinata dalle parti.

⁽³³⁾ Le banche e le istituzioni finanziarie che operano professionalmente in questo settore sono normalmente dotate di sistemi di registrazione telefonica delle linee telefoniche tramite le quali vengono concluse le operazioni in esame.

⁽³⁴⁾ Cfr. nota 32.