

INTRODUZIONE

Il presente studio è rivolto a prendere in esame, dal punto di vista del diritto civile, l'interest rate swap, una particolare categoria di contratti derivati che trova sempre maggiore impiego nell'ambito dei mercati finanziari internazionali.

In particolare, l'attenzione sarà indirizzata ai profili della liceità e della meritevolezza di tutela di tale contratto.

Difatti, l'argomento è stato (e continua ad essere) alla base di un vivace dibattito in ambito dottrinale e giurisprudenziale, anche a causa di una carente descrizione normativa degli elementi essenziali dell'interest rate swap.

Pertanto, si vuole offrire un'ampia panoramica sulle spesso discordi elaborazioni dottrinali che, nel corso del tempo, hanno dato il proprio contributo alla definizione di una categoria di negozi nominati, ma non tipizzati, da parte del legislatore.

Nell'adempiere a tale compito, si rivelerà necessario esaminare la normativa di settore e come sulla stessa abbia influito l'operato del regolatore comunitario, dettato dall'esigenza di assicurare maggiore tutela all'investitore, tradizionalmente parte debole del rapporto contrattuale.

Il punto d'avvio della disamina sarà costituito da un breve cenno alle origini storiche dell'interest rate swap, per poi passare alle diverse funzioni perseguibili mediante la conclusione dello stesso e ad una approfondita analisi della dinamica contrattuale.

Il *trait d'union* con la parte conclusiva dello studio, relativa alle più recenti pronunce di merito e di legittimità, corrisponde alla descrizione degli elementi del contratto in esame, quali l'onnipresente alea e gli indici previsionali (che consentono di determinare *ab origine* l'oggetto del negozio), nonché alla rilevanza attribuiti dalla dottrina agli stessi.

Completa il lavoro, l'indagine relativa al percorso giurisprudenziale del contratto di interest rate swap: ciò a cui si vuole dar risalto nella presente sede è il vaglio, operato dai tribunali e dalla Corte di Cassazione, in ordine alla liceità delle finalità a cui

tendono i contraenti mediante la conclusione di un interest rate swap e alla meritevolezza di tutela che l'ordinamento riserva a un siffatto negozio.

Di conseguenza saranno esaminate, in particolare, alcune tra le più recenti decisioni della Suprema Corte che individuano gli elementi che debbono sussistere a pena di nullità in un contratto di interest rate swap.

Si comprenderà quindi l'enorme portata innovativa di tali pronunce che, a parere della migliore dottrina, si pongono come vere e proprie pietre miliari sul percorso giurisprudenziale che il contratto *de quo* ha seguito nell'ultima decade.

CAPITOLO PRIMO

LA DEFINIZIONE, L' INQUADRAMENTO NORMATIVO E IL RUOLO DEGLI I.R.S. NEL MERCATO FINANZIARIO

1.1 DALLE PRIME MANIFESTAZIONI AL RECENTE DIBATTITO DOTTRINALE

Discorrere di contratti derivati vuol dire far riferimento a un insieme eterogeneo di strumenti negoziali che si sviluppò prevalentemente nella prassi finanziaria occidentale e che, pur trovando terreno fertile in tale spazio metafisico, apparve in primordiali forme già in epoca sumera.

Negoziazioni aventi simili caratteri, furono concluse altresì presso le civiltà greca e romana¹, posto che già in tali sistemi giuridici si fece spesso riferimento all'elemento negoziale accessorio, modernamente definito come «termine» (cioè il «dies»), in grado di subordinare gli effetti dell'accordo tra le parti al decorso di un determinato arco temporale (decorso del tempo che, come sarà specificato nel prosieguo del paragrafo, si pone quale elemento comune di tutti i contratti derivati).

Tuttavia, appare altamente probabile che le peculiarità ancora oggi apprezzabili nei contratti in oggetto ebbero sviluppo con la prassi mercantile olandese del XVI secolo, che diede vita alla stipulazione dei primi «option» sui bulbi di tulipano.²

In seguito alla nascita del Chicago Board of Trade, nella prima metà del XIX secolo, avvennero le più risalenti negoziazioni di futures con caratteristiche standardizzate e aventi quale attività sottostante di riferimento il grano e il riso, in base all'oscillazione del costo dei quali nacquero i moderni contratti derivati rispondenti all'esigenza dei

¹ E.J. SWAN, *Building the global market: a 4.000 year history of derivatives*, Londra, 2000.

² Nel dettaglio, la compravendita dei tulipani originariamente riguardava il numero di piante ed era conclusa esclusivamente nella stagione di fioritura mentre, in seguito, avendo avuto ad oggetto il peso dei bulbi, poteva avvenire durante tutto l'anno, quindi anche nel periodo in cui il fiore non era ancora venuto ad esistenza; al termine della contrattazione, veniva rilasciata all'acquirente una «promissory note», un documento attestante la somma che l'acquirente si impegnava a pagare al momento della fioritura, e che dava diritto al ritiro del bene acquistato quando ancora non esisteva.

commercianti di coprirsi dal rischio di perdite, predeterminando il valore del sottostante appena citato.

A partire dall'ultimo ventennio del secolo scorso, l'economia dei paesi dell'area Dollaro/Euro è stata la sede di un costante e crescente sviluppo di inedite categorie di strumenti finanziari (in grado di saturare rapidamente e inesorabilmente il mercato mobiliare con esiti a volte infausti³), suscettibili di essere strutturati secondo una gran varietà di schemi a seconda dell'oggetto dedotto dai contraenti e dal risultato che gli stessi auspicano al momento della stipulazione.

Merita considerazione, un autorevole indirizzo dottrinale di segno diametralmente opposto, per il quale il fenomeno dei contratti derivati contemporanei sarebbe un prodotto del moderno sistema giuridico e finanziario, senza nessun precedente nel corso della storia, avente caratteristiche riconducibili al sistema medesimo.

Seguendo tale impostazione, la storia del contratto derivato ha inizio «quando sul terreno dei rapporti con funzione finanziaria, ovvero nel mercato della ricchezza assente, si fa strada l'idea che caratteristica di tali rapporti non è la funzione, appunto, di finanziamento – esplicativa del rapporto tra ricchezza presente e ricchezza assente ovvero nesso imprescindibile di collegamento tra economia finanziaria ed economia reale – ed è invece unicamente il denaro quale prestazione esclusiva, iniziale e finale. [...] Quando si completa il capovolgimento dei rapporti di forza tra economia reale ed

³ Il riferimento è alla crisi del mercato immobiliare americano del 2008, e alla conseguente bolla finanziaria che ha interessato tale settore (evento storico che ancora oggi fa sentire i propri devastanti effetti), originatosi dalla deduzione in prodotti derivati, e dalla conseguente immissione sul mercato mondiale, di mutui subprime (ovvero mutui concessi a clienti ad alto rischio o a debitori aventi un basso punteggio di credito in quanto protagonisti di storie creditizie caratterizzate da inadempimenti *et similia*) di difficile solvibilità (c.d. titoli tossici) mascherati invece da titoli sicuri. Punto debole di tale sistema di credito era la mancata pretesa di adeguate garanzie dal richiedente, nonché tassi di interessi variabili capaci di repentini mutamenti che, oltre una certa misura, causavano l'impossibilità di adempiere per i debitori e, di conseguenza, la loro insolvenza.

Il motivo alla base di tali concessioni va individuato nella deregolamentazione che in quegli anni caratterizzava il sistema finanziario statunitense, che offriva un ingiustificato grado di fiducia ai possibili richiedenti mutuo, accompagnata dalla convinzione per la quale le recessioni sarebbero state da considerare fenomeni che mai più avrebbero potuto interessare la moderna economia.

economia finanziaria e quest'ultima, da mero strumento, diviene elemento dominante.»⁴

Negli anni '70 del 1900 il mercato dei derivati ha intrapreso una diversa direzione con gli investitori che, perdendo interesse verso i prodotti c.d. commodities⁵, hanno rivolto la propria attenzione su derivati aventi come attività sottostanti variabili finanziarie quali tassi di interesse, tassi di cambio e indici azionari, a causa di una profonda crisi nella produzione del petrolio (che costituiva di gran lunga il commodity maggiormente negoziato sul mercato dei derivati) ma soprattutto a causa del passaggio dal sistema dei cambi fissi a quello dei cambi flessibili (conseguenza dell'abbandono degli accordi precedentemente raggiunti nella conferenza di Bretton Woods⁶, luglio 1944)

Ciò, dando luogo ad una maggiore variabilità dei tassi di interesse e di cambio, ha causato il maggiore impiego dei derivati finanziari, sia a fini di speculazione da parte di investitori finanziari d'assalto (c.d. «squali della finanza», per usare un termine parecchio utilizzato nel periodo storico di riferimento), sia al fine di trasferire i rischi finanziari verso altri soggetti da parte di aziende operanti in borsa.

Da tale momento, che ha fatto da spartiacque tra la «vecchia economia» e il «vecchio *modus* di negoziazione» poggiati su entità reali e tangibili (quali, appunto, i commodities), si è registrata la progressiva ristrutturazione del sistema finanziario mondiale, ora basato su grandezze economiche suscettibili di essere scambiate e negoziate in tempo reale e spesso a prescindere dalla loro effettiva esistenza e

⁴ R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014, pp. 43-44.

⁵ Locuzione anglosassone che descrive ogni tipo di merce o materia prima tangibile e fruibile sul mercato, facilmente immagazzinabile e conservabile nel tempo, il cui prezzo viene determinato sulla base della legge della domanda e dell'offerta del mercato e che, oltre ad essere esse stesse oggetto di negoziazione possono assumere il ruolo di attività sottostante per diversi tipi di strumenti finanziari tra cui futures, option e swap; esempi tipici sono il gas, il petrolio, i metalli preziosi e non, i prodotti agricoli e il bestiame, in www.EnciclopediaTreccani.it

⁶ Nella Conferenza di Bretton Woods è stato approvato un accordo internazionale che ha dato luogo all'istituzione del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale; tale accordo ha portato alla definizione dei tassi di cambio e dei flussi di pagamento tra i principali paesi industrializzati, che propendevano per l'adozione di un sistema basato su rapporti di cambio fissi tra le valute, con il dollaro come moneta di riferimento: era previsto che tutte le valute dovessero essere convertibili in dollari e che le banche centrali dovessero mantenere un cambio stabile con lo stesso attraverso operazioni di mercato aperto, in www.Consob.it

consistenza, la cui caratteristica predominante è da rintracciarsi nella loro estrema volatilità.

Ciò ha dato origine a sempre più complesse categorie di strumenti finanziari, che vanno dalla semplice combinazione di prodotti derivati di base alla fusione di questi in altri strumenti finanziari, con il fine ultimo di soddisfare le esigenze di un mercato in perenne espansione⁷.

In particolare si osserva, ancora oggi, un vasto ampliamento delle tipologie di attività sottostanti dedotte in contratto come, esempio quanto mai calzante vista la recente guerra russo-ucraina e l'attuale «climate change», i prezzi dell'energia e le condizioni meteorologiche.

Non è stata certamente una coincidenza che, con l'emergere delle finalità di trasferimento del rischio e di speculazione, le categorie di derivati maggiormente impiegate sono diventate quelle dei derivati su tassi di interesse e dei derivati su tassi di cambio, con l'interest rate swap che attualmente appare senz'altro il derivato su tassi di interesse più diffuso.

Anche il dibattito dottrinale ha dato un importante contributo al travagliato percorso che ha interessato l'interest rate swap, cercando di definirne gli elementi essenziali in modo da delineare una figura che possa descrivere il fenomeno nella maniera più esauriente possibile.

Prendendo così le mosse da una definizione generale⁸, si è affermato che la categoria dei contratti derivati «ricomprende tutti quei contratti di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto tra il prezzo dell'entità al momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione».

⁷ Tale espansione dei mercati si pone quale risultato della globalizzazione e della deregolamentazione, che ha riguardato la quasi totalità dei sistemi borsistici e bancari dei paesi occidentali; il nuovo mercato finanziario, interessato da tali fenomeni, ha raggiunto flussi enormi con un tasso di crescita esponenziale, tant'è che il valore nozionale dei derivati over the counter (OTC) ha conosciuto dal 1998 al 2010 un aumento pari a 8 volte la sua dimensione originaria.

⁸ E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè 2010, pp 8-9

Partendo da questa prima definizione, che sembra racchiudere l'essenza della categoria in esame, un primo punto va posto sul fatto che oggetto della negoziazione tra le parti non è sicuramente un valore economico determinato al momento della stipula, ma quel differenziale scaturente dal confronto tra il prezzo alla data della stipula e il prezzo alla data della scadenza concordata.

Tendenzialmente, quindi, le parti negoziano non un bene ma la differenza di valore riferibile all'attività sottostante, che può avere diversa natura.

La variazione del valore dell'attività sottostante è un elemento sempre presente nei contratti derivati e, proprio in relazione a tale elemento, spesso si è parlato di astrattezza del derivato.

Il termine ha avuto origine dalla constatazione che l'attività sottostante sarebbe estranea al contratto concluso dalle parti.

Seguendo l'opinione dell'autore *supra* citato, sarebbe più corretto discutere di astrazione del derivato, con riferimento al fatto che il contratto in oggetto dà vita al differenziale, cioè un elemento diverso rispetto all'entità economica di base, dotato di perfetta autonomia rispetto al titolo originario.⁹

L'attività sottostante, come anticipato, può avere diversa natura: si tratterà infatti di una grandezza economica reale e definita già in partenza (come una commodity o un titolo avente gli stessi caratteri) oppure astratta e difficilmente definibile al momento della conclusione dell'accordo (nella maggior parte dei casi un tasso di cambio, un tasso di interesse o anche un indice di borsa).

Già da queste prime battute l'attenzione ricade sul fatto che si tratta di negozi basati su valutazioni previsionali della grandezza oggetto dell'accordo tra le parti, valutazioni caratterizzate da profili di incertezza e di aleatorietà, relativamente a perdite economiche potenzialmente anche illimitate.¹⁰

⁹ *Ibidem*

¹⁰ F. VITELLI, *I contratti derivati e la tutela dell'acquirente*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 9

La dottrina tradizionale¹¹, con il termine «contratto derivato», è solita indicare un contratto che si trova in posizione di accessorietà rispetto a un altro contratto definibile principale; detta accessorietà va però intesa come operante solo in un verso, dal momento che solo gli effetti propri del contratto principale sono suscettibili di influenzare il contratto derivato e mai viceversa.

Dello stesso avviso si è dimostrata la Corte Costituzionale, per la quale le negoziazioni riguardanti gli strumenti finanziari derivati si caratterizzano per via del collegamento con altre attività finanziarie (titoli, merci, tassi, indici o altri derivati) dal cui prezzo dipende il valore dell'operazione compiuta.

La Corte ha inoltre specificato come, ferme le diversità legate al tipo di operazione prescelta, tali negoziazioni sono comunque dirette alla creazione di un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del contratto e quello che sarà acquistato ad una determinata scadenza previamente individuata.¹²

Prendendo atto della diversità di vedute che caratterizza le posizioni dottrinali, che verranno considerate nel corso del presente studio, in ogni caso non sembra sbagliato asserire fin da subito che la moltitudine dei contratti riconducibili alla categoria dei derivati hanno in comune il fatto di essere stipulati dall'investitore con lo scopo di conseguire un certo risultato in relazione all'oscillazione, futura e incerta, del valore di una determinata entità economica (legata a un'attività sottostante).

Quindi il differenziale assunto ad oggetto della negoziazione, viene individuato in base alla comparazione tra il valore posseduto, al momento della conclusione del contratto, dalla grandezza economica di riferimento e il valore della medesima risultante all'esecuzione o alla scadenza di un termine prestabilito dalle parti.

Si desume che l'intera categoria dei contratti derivati trova nel decorso di un determinato lasso di tempo, considerato dai contraenti, un minimo comune

¹¹ F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, Giuffrè 1972, p. 733

¹² Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 1

denominatore relativo alle oscillazioni di valore riferibili all'attività presa in considerazione.

Pertanto, un ulteriore punto è costituito dall'affermazione per la quale il contratto derivato è in grado di permettere all'investitore il raggiungimento di un determinato risultato, in base all'evoluzione futura ed incerta del valore di una grandezza economica dedotta nel negozio.

In questo senso, il contratto derivato appare come un collegamento con lo strumento finanziario a cui si fa riferimento; di conseguenza, la conclusione di un tale contratto, si configura allo stesso tempo come un atto negoziale tra le parti e come punto d'origine della nuova entità finanziaria scaturente dallo stesso.¹³

1.2 LE MILLE RAMIFICAZIONI DI UN IMPIANTO NORMATIVO IN CONTINUA ESPANSIONE

Come si è già avuto modo di affermare (*infra* 1.1), avendo avuto il contratto derivato origine dalla prassi intercorrente tra soggetti privati che hanno scelto spontaneamente, nell'esercizio della loro autonomia negoziale, di contrattare su un'entità economica spesso venuta ad esistenza addirittura al momento della pattuizione (ovvero il c.d. differenziale), il legislatore nazionale si è limitato alla constatazione dell'esistenza e al recepimento, all'interno dell'ordinamento, di tale fenomeno.

Tuttavia, nel momento della trasposizione dei contratti derivati nell'ordinamento italiano, non si è adeguatamente tenuto conto delle possibili conseguenze che ciò avrebbe potuto comportare sullo stesso complessivamente considerato, nonché sull'allora vigente normativa settoriale.¹⁴

¹³ E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p.11 ss.

¹⁴ A. GENTILI, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell'interpretazione dei contratti*, II, Torino, 2015, p. 642 ss.; G. DE NOVA, *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, 2, 2009, p. 26.

Difatti, va sempre tenuto a mente che le negoziazioni di cui trattasi hanno avuto origine dalla prassi adottata nel commercio internazionale che, com'è noto, fa il più delle volte riferimento a modelli riconducibili ai sistemi di common law.

Conseguenza di tale esotica origine dei contratti in discorso, è il fatto che, sempre più spesso, il regolamento contrattuale indica come legge applicabile quella statunitense o, in alternativa, quella inglese.¹⁵

Facile a questo punto intuire le difficoltà che l'operatore giuridico italiano ha incontrato nell'assegnare una collocazione all'interno del sistema delle fonti e una qualificazione a tali negozi.

Prima di intraprendere una quanto mai necessaria digressione intorno al percorso normativo che negli anni ha accompagnato la diffusione, sempre crescente, dei contratti derivati è d'uopo premettere che la maggior parte degli Stati ammette la possibilità per le parti di scegliere a priori la legge contrattuale applicabile che più rispecchi le necessità del caso di specie¹⁶, scelta che assume importanza nell'ipotesi di nascita di controversie in ragione dell'esecuzione del contratto.¹⁷

Si ritiene pertanto auspicabile che le parti scelgano a priori il diritto sostanziale applicabile al contratto, mediante una clausola *ad hoc* la quale stabilisca che il contratto «è interamente sottoposto al diritto [...], che ne regola la conclusione, esecuzione e

¹⁵ G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010 p. 104

¹⁶ Secondo un'analisi pubblicata dalla Camera Internazionale di Commercio e commentata da Gilles Cuniberti (*The International Market for Contracts, Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 34, 2014) è emerso che alcune leggi, in particolare quella inglese e quella svizzera, si rivelano particolarmente attrattive e vengono scelte dai contraenti in misura di gran lunga maggiore rispetto alle altre, anche laddove le parti contrattuali non siano svizzere o inglesi; la legge inglese è reputata più facilmente adattabile ai bisogni del commercio internazionale in quanto, in presenza di una nuova pratica commerciale, i giudici inglesi hanno un potere creativo di adattamento ai bisogni del caso di specie sconosciuto invece ai colleghi di civil law, che invece debbono rimanere aderenti al testo di legge.

¹⁷ In ipotesi del genere, il giudice o l'arbitro, dovrà individuare un diritto nazionale sulla base del quale poter colmare le lacune non definite dai contraenti e, nello svolgimento di una tale ricerca, ricorrerà a norme di diritto internazionale privato (le c.d. «conflict rules»), al fine di stabilire qual è il diritto applicabile al contratto.

Tuttavia, una soluzione di questo tipo è potenzialmente in grado di apportare diversi elementi di imprevedibilità e incertezza al tentativo di risoluzione della controversia.

Infatti, le norme di diritto internazionale privato non sono mai uguali ma, al contrario, variano da ordinamento a ordinamento e conseguentemente la legge che verrà ritenuta applicabile al contratto sarà palesemente diversa a seconda del giudice che per primo verrà adito, il quale con tutta probabilità, sceglierà le norme internazionali-privatistiche del proprio ordinamento giuridico e, in base al diritto applicato, verrà plasmato anche il risultato del giudizio.

cessazione, ed in base al quale esso sarà interpretato, anche al fine della risoluzione delle controversie da esso nascenti.»¹⁸

Si noti che la maggior parte dei Paesi del mondo, sia di civil law che di common law (salvo alcune eccezioni come, per esempio, i Paesi della Penisola Arabica), ammette la possibilità che le parti di un contratto internazionale scelgano liberamente la legge ad esso applicabile (nell'ordinamento italiano tale scelta è concessa ex art. 1322 c.c.).

In ambito UE, la materia della legge applicabile al contratto era regolata, fino al 17 dicembre 2009 dalla Convenzione di Roma (1980) sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, la quale dettava regole uniformi a livello europeo sui conflitti di legge in materia di contratti.

La Convenzione è stata «rimodernata» attraverso il Regolamento CE del 17 giugno 2008 n° 593, entrato in vigore il 17 dicembre 2009, fatta eccezione per l'articolo 26 che aveva già trovato applicazione a decorrere dal 17 giugno 2009.

In sostanza, e in ciò risiede la novità, il Regolamento trasforma in regole rigide le norme flessibili della Convenzione di Roma del 1980, che hanno provocato varie incertezze interpretative.

In Italia, l'art. 57 della legge 31 Maggio 1995, n. 218 di «Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato» stabilisce che i contratti con elementi di internazionalità sono disciplinati «in ogni caso» dalla Convenzione di Roma del 19 Giugno 1980 e quindi, oggi, dal Regolamento n° 593 che ha sostituito la Convenzione di Roma.¹⁹

¹⁸ KARLA C. SHIPPEY , *A short course in International Contracts*, ed. *World Trade Press*, p. 5 ss.

¹⁹ L'art. 3 della Convenzione prevedeva (e il Regolamento N° 593 ha confermato in linea di principio) la libertà delle parti nella scelta della legge applicabile al loro rapporto e, sebbene non venga tuttora richiesto che tale scelta sia espressa in forma scritta, è sempre consigliabile adottarla per questioni probatorie dal momento che, in caso contrario, per essere fatta valere, dovrà risultare in modo ragionevolmente certo dalle disposizioni del contratto o dalle circostanze del caso. L'art. 3 della Convenzione prevedeva inoltre la possibilità, per le parti, di assoggettare il contratto a più leggi nazionali diverse; questa tecnica, definita «depeçage» («frazionamento») o «morcellement», che presuppone la scomposizione del contratto in più parti con l'assoggettamento di ciascuna di esse a leggi nazionali diverse, incontra ovviamente un limite nella complessiva coerenza del quadro giuridico delineato dalle parti.

Un ulteriore aspetto della convenzione di Roma, mai digerito e anzi aspramente criticato dai giuristi di common law, era costituito dalla prescrizione dell'art. 3, in base alla quale le parti hanno la possibilità di modificare di comune accordo la