

Bilancio, vigilanza e controlli n. 6/2022

Il *mark to market* (mtm) nei contratti derivati

Valerio Sangiovanni – avvocato e *Rechtsanwalt*

Gli interest rate swap sono una categoria di contratti derivati che scommettono sull'andamento futuro dei tassi d'interessi. Nessuno può prevedere con certezza il futuro, ma le banche dispongono di software sofisticati che – tenendo conto di una pluralità di variabili - consentono di ipotizzare i più probabili sviluppi futuri dei tassi d'interesse. Ciò permette agli intermediari finanziari di attribuire, fin dall'inizio, un valore ai contratti derivati, valore che viene espresso mediante il c.d. "mark to market". Che succede se il mark to market non è indicato in contratto oppure cosa succede se, seppur essendo indicato nel contratto il mark to market (con riferimento alla data di stipula del contratto derivato), non è indicata in contratto la formula per calcolarlo?

Il finanziamento sottostante e l'*interest rate swap*

I contratti derivati sono dei contratti che scommettono sul futuro andamento di indici sottostanti. Essi sono detti "*derivati*", in quanto il pagamento che una parte è tenuta a effettuare all'altra dipende dall'andamento di parametri sottostanti.

Gli indici sottostanti più frequenti nella prassi sono:

1. tassi di interesse;
2. valute.

Non ci occuperemo nel presente articolo dei contratti derivati su valute. Si tratta di contratti usati dalle imprese che esportano e che si fanno pagare in valute estere. Talvolta le imprese italiane hanno addirittura dei conti in valuta estera. In ogni caso, se il pagamento della fornitura avviene mediante l'accredito di una valuta estera (dollaro statunitense o franco svizzero o *yen* giapponese, per menzionare alcune delle principali), il problema per l'esportatore italiano può essere la variazione del tasso di cambio fra l'euro e la valuta *extra* europea nelle more fra pattuizione delle condizioni economiche ed effettivo pagamento. Per gestire questo rischio possono essere sottoscritti degli appositi contratti derivati su valute.

In questo articolo ci occupiamo invece dei contratti derivati su tassi d'interesse. Fra i più diffusi contratti derivati concernenti i tassi di interesse vi sono gli "*interest rate swap*" (*irs*): la traduzione testuale è quella

di “*contratti di scambio su tassi d’interessi*”¹. A seconda dell’andamento favorevole o sfavorevole dei tassi di interesse, sarà una parte (di volta in volta la banca oppure l’impresa) a dover pagare all’altra una certa somma a una certa scadenza.

Gli *interest rate swap* vengono usati quando il debitore è indebitato a tasso variabile nel contratto sottostante. Il contratto sottostante è di solito un mutuo oppure una locazione finanziaria (occasionalmente, peraltro, il debito sottostante può avere altra natura: in seguito accenneremo, ad esempio, a un precedente giurisprudenziale che ha trattato il caso di un ente pubblico che si era indebitato mediante l’emissione di obbligazioni). Il debitore a tasso variabile teme una crescita futura dei tassi d’interesse: se i tassi salgono, l’onere finanziario per l’imprenditore diventa più pesante e, in alcuni casi, potrebbe diventare insostenibile. Mediante un *irs*, si può tenere sotto controllo l’andamento dei tassi.

A dir la verità, per controllare l’oscillazione eccessiva dei tassi d’interesse non è necessario concludere un *interest rate swap*; possono bastare apposite clausole nel contratto di mutuo o di locazione finanziaria. Si fa riferimento a mutui e locazioni finanziarie quali contratti di finanziamento particolarmente diffusi nella prassi. Mutui e locazioni finanziarie hanno in comune una durata predeterminata (nel caso di mutui fondiari e *leasing* immobiliari, anche particolarmente lunga, dell’ordine di 15-20 anni), una certa frequenza temporale di pagamento (spesso mensile, più raramente trimestrale o semestrale) e un piano di ammortamento (comprensivo di capitale e interessi).

Il piano di ammortamento altro non è che una tabella, con lo scadenziario delle date nelle quali devono essere effettuati i pagamenti delle rate di mutuo o dei canoni di locazione finanziaria. Il piano di ammortamento prevede – oltre alle date – una seconda colonna per indicare le somme che si pagano a titolo di capitale e una terza colonna per indicare le somme che si pagano a titolo di interessi. Nel caso, peraltro, di interessi variabili, il piano di ammortamento originario indica delle cifre solo presuntive (ossia calcolate sulla base del tasso al momento della conclusione del contratto). Poiché difatti il tasso è variabile, solo alla scadenza di ogni mese (o trimestre o semestre) si potrà determinare l’esatto importo degli interessi dovuti.

Gli *interest rate swap* vengono conclusi quando il debito sottostante è a tasso variabile. Se il tasso d’interesse è variabile, il debitore si impegna a pagare:

– oltre, ovviamente, alla restituzione del capitale;

¹ In tema di *interest rate swap* cfr. F. Caputo Nasseti, “*Interest rate swap*” a copertura dell’indebitamento complessivo”, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, II, pag. 965 e ss.; S. D’Andrea, “L’*interest rate swap*”, *specchio del nostro tempo*, è una scommessa che non dà luogo ad azione: incostituzionalità dell’art. 23, comma 5, tuf per eccesso di delega”, in *Rivista trimestrale diritto procedura civile*, 2020, pag. 207 e ss.; M. R. Nuccio, “*Finanza derivata e meritevolezza. Il problema degli “interest rate swap” con funzione di copertura*”, in *Rassegna diritto civile*, 2019, pag. 952 e ss..

- un certo importo fisso (detto, in inglese “*spread*”);
- +/- un certo parametro di indicizzazione.

I parametri di indicizzazione più diffusi sui mercati sono l’*Euribor* e il *Libor*. Mentre lo *spread* è fisso, l’*Euribor* o il *Libor* variano in continuazione. Il tasso finito è il risultato del cumulo di questi 2 fattori. Facciamo qualche esempio per comprendere meglio. Si immagini che lo *spread*, stabilito fin dall’inizio nel contratto di mutuo o locazione finanziaria è fisso per tutta la durata del finanziamento, sia stato pattuito nella misura del 2% all’anno. Si supponga altresì che l’*Euribor*, previsto come parametro di indicizzazione nel contratto, ammonti – al momento della conclusione del contratto – al 2% all’anno. Nell’esempio fatto, il tasso finito complessivo, al momento della conclusione del contratto di finanziamento, è del 4% all’anno. Se nel successivo periodo di rilevazione l’*Euribor* aumenta al 3%, il tasso finito sarà successivamente del 5% (2% di *spread* + 3% di *Euribor*). E così via, ad aumentare oppure a diminuire, in tutti i successivi periodi di rilevazione.

I tassi d’interesse variabili sono rischiosi per il debitore, in quanto può capitare che essi aumentino parecchio, rendendo il contratto particolarmente oneroso dal punto di vista finanziario. Al fine di controllare le eccessive oscillazioni dei tassi di interesse, la clausola che si può inserire nel rapporto bancario è quella di c.d. “*cap*” (soglia massima): le parti concordano che il tasso finito non potrà mai superare una determinata soglia. Si immagini che il *cap* sia indicato in contratto nella misura del 7%. Tornando all’esempio fatto (ipotizzando uno *spread* al 2%), laddove l’*Euribor* dovesse superare il 5%, il tasso finito rimarrebbe comunque – in presenza di un *cap* – al 7%. Il *cap* ha dunque la capacità di trasformare il tasso da variabile a fisso quando sono superate determinate soglie.

La clausola uguale e contraria al *cap* viene chiamata “*floor*” (soglia minima)². Il contratto di finanziamento prevede che il tasso finito non potrà mai scendere sotto una determinata soglia. Volendo fare un esempio, si immagini che lo *spread* previsto in contratto sia del 2% e l’*Euribor* al momento della conclusione del contratto sia anch’esso al 2%. Se è previsto un *floor* al 3% e l’*Euribor* scende sotto l’1%, il debitore continuerà a pagare sempre il 3%. La clausola *floor* ha impedito che il tasso scenda sotto il limite pattuito. Il *floor* trasforma il tasso da variabile a fisso quando il tasso finito scende sotto una determinata soglia.

Riassumendo, si può affermare che il tasso *cap* è nell’interesse del debitore (in quanto limita il rialzo dei tassi), mentre il tasso *floor* è nell’interesse del creditore (in quanto limita il ribasso dei

² Sulla clausola *floor* nei contratti di finanziamento cfr. L. Ballerini, “Corrispettivo variabile e clausola “*floor*” nei contratti del consumatore”, in Rivista diritto impresa, 2018, pag. 389 e ss.; A. Carrisi, “Sulla natura giuridica della clausola “*floor*”: derivato o meccanismo di quantificazione del corrispettivo?”, in Diritto mercato assicurativo finanziario, 2019, pag. 291 e ss.; D. Maffei, “Usura probabile: costo di estinzione anticipata e clausola “*floor*””, in Contratti, 2018, pag. 615 e ss..

tassi). Nei contratti di mutuo e locazione finanziaria si rinvengono di tanto in tanto clausole *cap* e *floor*. Le clausole *floor* sono più frequenti, in quanto i contratti sono predisposti dalla banca e l'intermediario tende a inserire clausole a sé favorevoli. Se è presente una clausola *floor*, non vi è alcuna necessità che vi sia anche una clausola *cap*. Non esiste alcuna disposizione dell'ordinamento che impone in un contratto di finanziamento, in presenza di una soglia minima, anche l'inserimento di una soglia massima.

Si ipotizzi ora che un imprenditore stia pagando un mutuo o una locazione finanziaria a tasso variabile e i tassi inizino a salire. Se non è stata inserita una clausola *cap* nel contratto, l'onere finanziario può diventare oggettivamente pesante. Per cercare di risolvere questo problema, ecco allora che si può pattuire un *interest rate swap* a margine del contratto di mutuo o locazione finanziaria.

Contratto-quadro e conferma di swap

Un'operazione in derivati su tassi di interesse si compone di 3 fasi:

1. la conclusione del contratto di finanziamento sottostante (mutuo o locazione finanziaria);
2. la conclusione di un contratto-quadro di intermediazione finanziaria;
3. la conclusione di una conferma di *swap*.

Del contratto di finanziamento ci siamo occupati sopra. Per il contratto-quadro d'intermediazione finanziaria, basterà rilevare ai fini di questa esposizione che è richiesta dalla legge la forma scritta a pena di invalidità del contratto medesimo ([articolo 23](#), Tuf). Si tratta del contratto con cui si pattuisce che la banca possa prestare servizi di investimento all'imprenditore. Fra i vari servizi di investimento rientra anche la conclusione di contratti derivati.

Come terzo e ultimo passaggio, si conclude fra la banca e l'imprenditore un ulteriore contratto (attuativo del contratto-quadro), che prende generalmente la denominazione di "conferma di *swap*". Si tratta di solito di un breve testo contrattuale, importante peraltro in quanto contiene tutte le condizioni economiche della scommessa sui tassi d'interesse.

L'*interest rate swap* produce l'effetto di inserire un *cap* rispetto alle oscillazioni del tasso d'interesse generate dal contratto sottostante di mutuo o locazione finanziaria. Se nel contratto principale il tasso è variabile e cresce molto, in assenza di una clausola *cap* nel mutuo o *leasing*, si può siglare con la banca un secondo contratto *irs* che produce gli stessi effetti di un *cap*, ossia calmieria le oscillazioni del tasso. Per raggiungere questo risultato, l'*interest rate swap* prevede anzitutto un c.d. "nozionale". Il nozionale è la somma sulla quale le parti scommettono. Affinché il contratto derivato sia in equilibrio occorre che il nozionale del derivato corrisponda alla somma capitale del contratto di mutuo o locazione finanziaria.

Si immagini che il capitale mutuato sia di 1.000.000 di euro. Per avere una perfetta copertura, è necessario che il nozionale del contratto derivato sia del medesimo importo del debito sottostante, non maggiore (vi sarebbe un effetto-leva) né inferiore.

Per assicurare copertura, la tecnica che si usa è la seguente: l'imprenditore indebitato a variabile nel mutuo, assume una posizione a tasso fisso nel contratto derivato. Viceversa, la banca assume una posizione a tasso variabile nel contratto derivato. La conferma di *swap* indica:

1. il tasso fisso che si obbliga a pagare l'imprenditore;
2. il tasso variabile che si obbliga a pagare la banca.

Grazie a queste pattuizioni, se il tasso di interesse variabile del mutuo aumenta in un certo periodo di tempo, l'imprenditore paga più interessi in forza del sottostante contratto di mutuo/locazione finanziaria. Tuttavia, questi maggiori interessi gli vengono "restituiti" sulla base del contratto derivato. Nella prassi non si effettuano 2 distinti pagamenti, bensì un solo pagamento, consistente nella differenza.

Un esempio consente di comprendere meglio. Si immagini che il tasso variabile, da pagarsi in base al contratto di mutuo (finanziamento erogato per 1.000.000 di euro), ammonti al 10% all'anno nel momento della conclusione del contratto derivato. L'imprenditore si vincolerà così, nel distinto contratto derivato, a pagare un fisso del 10%. Si immagini poi che, nell'anno successivo, il tasso variabile aumenti al 12%: l'onere finanziario per l'imprenditore sulla base del mutuo sarà di 120.000 euro (il 12% di 1.000.000 di euro). Di per sé, ossia solo sulla base delle previsioni del contratto di mutuo, il cliente dovrebbe pagare alla banca tutto questo importo. E tuttavia, grazie al contratto derivato, pagherà solo 100.000 euro. Difatti la "scommessa" è stata vinta dall'imprenditore, nel senso che è vero che il tasso di interesse è aumentato, ma il contratto derivato ha bloccato quel tasso al 10%. Riassumendo:

1. il cliente deve pagare alla banca 120.000 euro (12%) sulla base del contratto di mutuo/locazione finanziaria;
2. la banca deve pagare al cliente 20.000 euro (2%) sulla base del contratto derivato.

L'imprenditore pagherà 120.000 euro di interessi sulla base del mutuo, ma otterrà indietro 20.000 euro sulla base del contratto derivato. Come accennato, nella prassi non si procede a 2 distinti pagamenti, ma – mediante un meccanismo di compensazione – una sola delle parti pagherà all'altra la differenza. Il meccanismo contrattuale descritto è detto, in inglese, "*plain vanilla*" (solo vaniglia), e rappresenta la forma di derivato più semplice. Esistono poi pattuizioni più complesse, sulle quali però non ci soffermiamo in questa sede, per non complicare eccessivamente l'esposizione. Come si può notare,

l'insieme del contratto di mutuo + contratto derivato ha trasformato il tasso d'interesse da variabile a fisso: al posto di pagare il 12% di interessi, il cliente paga solo il fisso pattuito grazie al derivato (10%).

Il *mark to market*

La domanda centrale è: come fa una banca a guadagnare quando conclude un contratto derivato su tassi d'interesse? Trattandosi di una scommessa, potrebbe capire che i tassi vadano in direzione opposta a quella auspicata dalla banca, e ciò potrebbe determinare delle perdite per l'intermediario finanziario. Esprimendo il quesito in altro modo: perché la banca dovrebbe accettare il rischio di perdere la scommessa sui tassi d'interesse, senza invece avere certezza di guadagnare? Con il contratto sottostante di mutuo o di locazione finanziaria, la banca è certa di guadagnare gli interessi, dovendo farsi carico solo del rischio di *default* del debitore. Il contratto di mutuo o di *leasing* prevede un'obbligazione di pagare interessi e commissioni, assicurando un guadagno all'intermediario, guadagno che va perso solo nel caso di insolvenza del debitore.

Le banche, quando concludono un contratto derivato, non hanno certezze sul futuro andamento dei tassi d'interesse. Esse, tuttavia, dispongono *ex ante* di mezzi tecnici, centri studi, *software* e strumenti di previsione che consentono, con una ragionevole certezza (nel senso di maggiore probabilità), di pronosticare quali saranno gli andamenti dei tassi d'interesse in futuro. Sulla base di queste previsioni, le banche possono "*prezzare*", fin dall'inizio, il contratto derivato. Mediante formule matematiche più o meno complesse, gli intermediari sanno quanto è ragionevole aspettarsi di guadagnare concludendo il contratto derivato.

La somma guadagnabile dalla banca sulla base dei flussi di cassa generabili dal contratto derivato viene comunemente denominato "*mark to market*", ossia quanto manca (*mark*) rispetto al mercato (*to market*). Il *mark to market* può essere esplicitato nel contratto derivato e consiste semplicemente in una cifra che indica il possibile guadagno della banca: esso esprime il valore stimato *ex ante* del contratto derivato. Ma qual è la disciplina giuridica, se esiste, del *mark to market*? La risposta è che il nostro ordinamento quasi ignora la figura del *mark to market*. Ciò deve meravigliare fino a un certo punto. Si consideri difatti che i contratti derivati sono atipici, ossia contratti non espressamente disciplinati nel nostro ordinamento. Dal che deriva che, ancor meno, sono disciplinati i contenuti dei contratti derivati, fra i quali rientra il *mark to market*.

Senonché almeno una disposizione espressa del nostro ordinamento fa riferimento al *mark to market*. Si tratta dell'[articolo 2427-bis](#), cod. civ., rubricato "*informazioni relative al "fair value" degli strumenti finanziari*". La disposizione statuisce che:

“nella Nota integrativa sono indicati: 1. per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati: a) il loro fair value; b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura, compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri; b-bis) gli assunti fondamentali sui cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato; b-ter) le variazioni di valore iscritte direttamente nel Conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto; b-quater) una tabella che indichi i movimenti delle riserve di fair value avvenuti nell'esercizio”.

I contratti derivati devono dunque essere evidenziati nella Nota integrativa, ossia nei documenti di bilancio. E il c.d. “*fair value*” altro non è che il “*mark to market*”, ovvero il valore del contratto derivato. La questione che si sta però qui affrontando non è se si debba dare conto nei documenti di bilancio dei contratti derivati e del loro valore (la risposta è, all'evidenza, positiva, visto l'[articolo 2427-bis](#), cod. civ.). La problematica che si sta qui trattando è di tipo diverso, e segnatamente: vi è necessità di indicare il *mark to market* nel testo del contratto derivato concluso fra le parti?

In linea di principio, verrebbe da dare risposta positiva alla domanda, per 2 ordini di ragioni:

1. in primo luogo, il *mark to market* rappresenta un'informazione che l'intermediario ha (e che il cliente tendenzialmente non ha) e che dunque l'intermediario fornisce al cliente in attuazione dell'[articolo 21](#), Tuf, il quale prescrive pregnanti obblighi informativi alle banche. In questa ottica è ragionevole assumere che fra le informazioni da dare vi sia anche il *mark to market*;
2. in secondo luogo, per il fatto che – in tesi – il *mark to market* costituisce un elemento così centrale del rapporto contrattuale in derivati da esserne l'oggetto.

Dal punto di vista della prassi, si tenga presente che la maggior parte dei contratti derivati non indica affatto né il *mark to market* in termini assoluti alla conclusione del contratto né il metodo di calcolo per il futuro *mark to market*, con ciò ingenerando incertezza in merito a quali somme la banca potrà addebitare nel corso del rapporto. Anzi, in genere i contratti derivati prevedono espressamente che spetta solo alla banca determinare il costo addebitabile alla controparte in caso di estinzione anticipata del contratto. Ad esempio, nei contratti derivati non è raro trovare una clausola del genere:

“le rilevazioni e i conteggi, così come ogni calcolo dei relativi importi e degli interessi, spese e oneri accessori, verranno eseguiti dalla banca e comunicati al cliente con le modalità indicate nel presente contratto normativo affinché lo stesso provveda all'adempimento delle obbligazioni connesse a ciascun contratto. Le rilevazioni e i conteggi effettuati dalla banca valgono come determinazione definitiva degli importi dovuti e fanno piena prova a tutti gli effetti”.

Altrimenti, si può trovare nel contratto-quadro in materia di derivati una formulazione simile:

“la rilevazione del tasso d’interesse e di ogni altro parametro indicato per ciascun contratto, così come ogni calcolo dei relativi importi e degli interessi, spese e oneri accessori, verrà effettuata dalla banca. Le rilevazioni e i conteggi effettuati dalla banca in buona fede valgono come determinazione definitiva degli importi dovuti e fanno piena prova a tutti gli effetti, salvo il caso di errore. Salvo diversa pattuizione, a regolamento dei rapporti di debito e di credito nascenti dai contratti, il cliente autorizza irrevocabilmente sin da ora la banca a procedere all’addebito degli importi da esso dovuti, alle scadenze pattuite, sul proprio conto corrente n. _____ oppure su un conto appositamente costituito nella divisa di regolamento; la banca, a sua volta, accrediterà al cliente gli importi da essa stessa dovuti sul conto corrente di cui sopra oppure su un conto appositamente costituito nella divisa di regolamento”.

Come si può notare, le clausole dei contratti derivati attribuiscono alla banca, e solo alla banca, il potere di effettuare con efficacia vincolante i conteggi. I medesimi contratti, tuttavia, nella maggior parte dei casi, omettono di indicare il valore iniziale del *mark to market* nonché la formula di calcolo dei futuri *mark to market*.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sul *mark to market*

La questione del rilievo del *mark to market* nei contratti derivati è stata trattata in un’importantissima sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione³. Nella [sentenza n. 8770/2020](#), la Cassazione precisa che l’*interest rate swap* stipulato dalle parti può essere *non par*, con riferimento alle condizioni corrispettive iniziali. Come si spiegava sopra, le condizioni iniziali sono quelle esistenti al momento della conclusione della conferma di *swap*: con la conclusione dell’*irs*, l’impresa si impegna a pagare a tasso fisso, mentre la banca si impegna a pagare a tasso variabile. Se questi 2 tassi (fisso per impresa e variabile per banca) non coincidono nel momento della conclusione del contratto derivato, il derivato è già all’inizio *non par*, ossia squilibrato a vantaggio della banca. Ciò significa che, all’inizio, il contratto genera un beneficio economico per la banca. Questo beneficio è il guadagno “*implicito*” dell’intermediario finanziario.

Invero – continua la Corte di Cassazione – l’*interest rate swap* può atteggiarsi a operazione *non par* non solo in punto di partenza, ma può divenir tale anche con il tempo. In un dato momento futuro, lo squilibrio futuro (sopravvenuto) fra i flussi di cassa può essere oggetto di nuove prognosi e indurre le

³ Cassazione n. 8770/2020. A commento di questa sentenza cfr. R. Lener/C. Cipriani, “I derivati, le sezioni unite e l’Europa”, in Banca borsa titoli credito, 2021, II, pag. 768 e ss.; U. Patroni Griffi, “Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS”, in Banca borsa titoli credito, 2021, II, pag. 60 e ss.; T. N. Poli, “Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati”, in Corriere giuridico, 2020, pag. 1490 e ss..

parti a sciogliere il contratto. Per compiere queste operazioni assume rilievo il c.d. *mark to market* o costo di sostituzione (o, meglio ancora, il metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto. Il *mark to market* è il valore corrente di mercato dello *swap*: il metodo consiste in una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti.

La Corte di Cassazione spiega che l'*interest rate swap* è sì una scommessa sul futuro andamento dei tassi d'interesse, ma si distingue dalla comune scommessa per la professionalità dei soggetti coinvolti. Esso è espressione di una logica probabilistica.

Inoltre, poiché l'*interest rate swap* è un contratto atipico (ossia non disciplinato espressamente dal nostro Legislatore), si applica l'[articolo 1322](#), comma 2, cod. civ.:

“le parti possono anche concludere contratti che non appartengano ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico”.

Secondo la Cassazione sussiste la meritevolezza di tutela, nell'ambito dei contratti derivati su tassi d'interesse, quando vi è un accordo fra le parti (banca e impresa) sulla misura dell'alea. L'alea deve essere calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti. L'accordo sull'alea deve comprendere – afferma la Cassazione – il *mark to market* e gli scenari probabilistici.

In conclusione, la Corte di Cassazione afferma il seguente principio di diritto in tema di contratti derivati, l'ente può:

“procedervi solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark to market sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, alla scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto”.

La giurisprudenza successiva alle Sezioni Unite

La sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione sta producendo i suoi effetti sulla successiva giurisprudenza di merito e di legittimità. Negli ultimi 2 anni sono usciti diversi precedenti che affermano la nullità dei contratti di *interest rate swap* che non indicano il *mark to market*.

Ad esempio, il Tribunale di Milano ha affrontato il caso di un contratto derivato su tassi di interesse in cui mancava nel contratto l'indicazione della formula di calcolo del *mark to market*⁴. Più precisamente

⁴ Tribunale di Milano, 23 settembre 2021, in [centroanomaliebancarie.it](#).

mancava nel contratto sia l'indicazione del *mark to market* nel momento della conclusione del contratto sia l'indicazione della formula di calcolo (anche per il futuro) dell'*mtm*. Il Tribunale milanese rileva che esistono più metodi di calcolo del *mark to market*. In assenza di corrispondenti indicazioni nel contratto, l'oggetto del contratto è indeterminato e indeterminabile, con la conseguenza che il contratto è nullo. La nullità di un contratto è la forma di sanzione più grave, che obbliga le parti alle restituzioni di quanto prestato in forza del contratto. Nell'ambito degli *interest rate swap*, la parte che ha perso la scommessa – a certe scadenze prestabilite (tipicamente trimestrali o semestrali) – paga all'altra il differenziale che il contratto derivato ha generato. Se, tuttavia, il contratto è nullo, detti pagamenti sono privi di titolo. L'[articolo 2033](#), cod. civ., specifica che “*chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere ciò che ha pagato*”. In conclusione, il Tribunale di Milano condanna la banca a pagare all'impresa 50.577,85 euro.

Anche il Tribunale di Pavia si è occupato di contratti di contratti derivati su tassi d'interesse nulli per mancata indicazione del *mark to market*⁵. La Provincia di Pavia aveva emesso un prestito obbligazionario a tasso variabile per l'ingente importo di 44.000.000 di euro. Per ridurre l'onere per interessi, la medesima Provincia di Pavia aveva concluso 2 contratti derivati nella forma di *interest rate collar*, con un nozionale di riferimento di 40.500.000 di euro. Si ricorderà che il nozionale del contratto derivato è la somma rispetto alla quale si calcolano gli interessi dovuti dalle 2 parti del contratto derivato. Nel caso affrontato dal giudice pavese si trattava dunque, sotto questo profilo, di un contratto di copertura, in quanto il nozionale era simile (seppur leggermente inferiore) rispetto all'indebitamento risultante dal contratto sottostante.

Il Tribunale di Pavia constata che i 2 *interest rate collar* non contengono né l'indicazione in termini assoluti dell'originario *mark to market* né la formula di calcolo del *mark to market*. A queste condizioni il contratto deve reputarsi nullo, in quanto – in assenza di detti elementi essenziali – il cliente non può assumere un'alea razionale. In conseguenza della dichiarazione di nullità, i flussi negativi generati dai derivati devono essere restituiti. In conclusione, la banca viene condannata a restituire alla Provincia di Pavia l'ingente somma di 9.275.817,83 euro.

⁵Tribunale di Pavia, 16 settembre 2020, in [ilcaso.it](#).