

LE OPERAZIONI DI SWAP: L'UP-FRONT E I VESTITI DI ANDERSEN

ROBERTO MARCELLI

Premessa.

Un intermediario propose ad un giurista un contratto atipico: per dieci anni ciascuno avrebbe estratto ogni mese una carta da un mazzo, computando tanti euro a debito quanti indicati nel segno e liquidando il saldo; l'intermediario però avrebbe anticipato all'inizio Euro 100, in conto dei propri ipotetici futuri pagamenti al giurista, e, in cambio, quest'ultimo avrebbe riconosciuto ogni mese l'importo corrispondente al segno della carta scelta, maggiorato di 3 Euro.

Passò un giudice di Bologna, ascoltò e disse: questo è un semplice contratto aleatorio; se il giurista è fortunato, può arrivare a incassare ogni mese 6 Euro, se lui estrae l'1 e l'intermediario il 10.

Passò un matematico, ascoltò e disse: questa è usura. Quale che sia l'esito dell'alea del risultato, il giurista paga sempre 3 Euro al mese per 10 anni e l'anticipo gli viene a costare un tasso del 41% annuo.

La natura dell'*up-front* : risvolti giuridici.

Gli *Swap*, pur espressamente previsti dalla legge, rimangono dei contratti atipici, privi di una loro specifica normativa¹. In quanto contratti atipici la

¹ G. De Nova definisce il contratto derivato quell'elenco riportato nell'art. 1 del T.U.F. e rileva come non si abbia un tipo di contratto ma, piuttosto, una categoria di contratti.

loro protezione da parte dell'ordinamento è collegata alla meritevolezza e utilità sociale perseguite².

I derivati, in particolare gli *Swap*, vengono impiegati con diverse finalità, copertura, gestione del rischio, speculativa e di arbitraggio. Le motivazioni sono variegata: lo schema contrattuale è il medesimo, l'intento è posto al di fuori del contratto, nella sfera individuale delle parti.

Nelle diverse finalità perseguite, la causa tipica del contratto viene individuata nel trasferimento e scambio di rischi e nei correlati flussi finanziari, o meglio nei differenziali che ne derivano³. Con lo scambio e redistribuzione del rischio, immanente nelle mutevoli variabili finanziarie, si persegue un'allocatione dello stesso nei soggetti meglio in grado di gestirlo; ciò permette di conseguire una maggiore efficienza e liquidità del mercato. In questo senso anche un derivato prettamente speculativo contribuisce al perseguimento della finalità economico-sociale, giustificandone il riconoscimento e la protezione da parte dell'ordinamento giuridico⁴.

² Non è del tutto scontato che ogni persona giuridica possa validamente stipulare un derivato che non sia a copertura: *“conviene allora estendere l'analisi, e chiedersi se tutte le persone giuridiche possono validamente stipulare qualsiasi contratto derivato nella veste di investitori. Può porsi un problema di coerenza con l'oggetto sociale. Non sto inventando un problema: il Tribunale di Bergamo con la sentenza del 4 maggio 2006 (in Riv. Dott. Commercialisti, 2007, 705, nota Giorgetti) ha dichiarato invalido un contratto derivato meramente speculativo ‘a motivo della mancanza di strumentalità dell'iniziativa rispetto al perseguimento dell'oggetto sociale’. Se si dovesse ritenere che questa strumentalità sia necessaria, molti contratti derivati che sono stati stipulati sarebbero a rischio perché (...) in molti casi a contratti derivati con finalità di copertura sono succeduti contratti derivati meramente speculativi per i quali dubbi circa la inerenza all'oggetto sociale credo che siano più che consentiti.”* (G. De Nova, I contratti derivati come contratti alieni, *Rivista di diritto privato*, n. 3 2009).

³ Sulla differenza dei flussi finanziari pone l'accento la Corte Costituzionale per caratterizzare il derivato: *“Con riferimento alla suindicata articolata tipologia, a soli fini descrittivi e con un ineliminabile margine di approssimazione dipendente dalla complessità del fenomeno, può ritenersi che le negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati si caratterizzano, sul piano strutturale, per essere connesse ad altre attività finanziarie (quali, ad esempio, titoli, merci, tassi, indici, altri derivati) dal cui “prezzo” dipende il valore dell'operazione compiuta. Ferme ovviamente restando le diversità legate al tipo di operazione prescelto, tali negoziazioni sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata.”* (Corte Cost. 18 febbraio 2010 n. 52, Pres. Amirante – Rel. Quaranta).

⁴ La stipulazione di un contratto derivato speculativo non è in sé illecita; diviene fonte di responsabilità risarcitoria solo in presenza di disposizioni limitative. E. Girino (I contratti derivati, Giuffrè 2010) distingue tre diverse casistiche:

“La prima pertiene a limitazioni derivanti dallo statuto che pongano un espresso divieto alla stipulazione di strumenti derivati speculativi. In tal caso, ferma la responsabilità interna dell'amministratore che abbia agito in difformità della previsione statutaria, l'intermediario risulterà responsabile nel momento in cui abbia omissso di accertare la sussistenza di un rapporto di correlazione fra il derivato stipulato e la passività sottostante. (...) potrà evocarsi l'obbligo

Il collocamento dei derivati OTC presso imprese ed Enti locali si è caratterizzato per la frequente presenza, all'inizio e/o nelle successive rimodulazioni (*unwinding*), di un *up-front*. L'*up-front* costituisce un importo certo, inizialmente determinato e riconosciuto dall'intermediario, che può essere inteso come la prima dazione (al tempo t_0) della serie di differenziali periodici risultanti dal derivato. Tuttavia, a differenza dei futuri flussi, che risultano indeterminati nel segno e nell'importo, l'*up-front* è immediato, certo e determinato.

Sul piano giuridico, lo scambio dei rischi e dei connessi flussi finanziari permane come causa tipica del contratto di *Swap* anche in presenza di un *up-front* che, secondo una parte della giurisprudenza (Tribunale di Bologna, n. 2078/09, in *ilcaso.it*), viene a costituire un pagamento anticipato di flussi; non muta la funzione economico–sociale del contratto, che resta lo scambio di somme secondo i diversi tassi⁵.

dell'intermediario di astenersi dal compiere o proporre operazioni inadeguate per la clientela (rammentandosi allo scopo che la 'vendita' del derivato integra una negoziazione per conto proprio, pressoché sempre assistita da un servizio di carattere consulenziale che, secondo i principi della riforma MIFID, rende applicabile il regime di adeguatezza): dove l'inadeguatezza emergerebbe ex se dal confronto fra la specifica operazione proposta e l'altrettanto specifica limitazione statutaria.

La seconda casistica si concreta là dove la limitazione alla stipulazione di derivati ai soli fini di copertura sia rinvenibile nello stesso tenore delle pattuizioni intercorse fra i contraenti. Il caso tipico ricorre là dove l'accordo quadro esplicitamente richiama le esigenze di copertura del cliente ovvero esprima un non meno esplicito rifiuto all'esecuzione di derivati con funzione esclusivamente speculativa.(...)

La terza casistica abbraccia le limitazioni normative, più precisamente i divieti posti, ad esempio, agli OIC, ai fondi pensione, alle compagnie di assicurazione o agli enti locali."

⁵ *"dentro a un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo), la variante della clausola up-front – o pagamento anticipato che dir si voglia – sconta ovviamente l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene il pagamento anticipato; ma non muta la funzione economico-giuridica del contratto; essa resta lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti – correndo il rischio della loro differenza – si sono obbligate a scambiarsi. Il contratto dal punto di vista economico non è destinato funzionalmente a produrre un debito ma, al contrario, a produrre un guadagno e – nella sua funzione economica – è uno strumento di investimento di risorse, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una somma (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento e che verrà a maturazione per tutto il tempo di durata del contratto) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. Ovviamente questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso d'interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è – si ripete – un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello Swap la clausola up-front, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'up-front è solo la*

Secondo altri ancora (Corte d'Appello di Trento 5/3/09, in ilcaso.it) “il valore dell'*up-front* è tanto più alto quanto più negativo è il valore del contratto per il cliente; l'*up-front* costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore perché tale *up-front* rappresenta il pagamento del costo implicito del contratto”.

Taluni autori concordano nel ritenere che l'*up-front* non configura “una forma di indebitamento puro e semplice, ma appare inserita in una operazione finanziaria ben più complessa, avente finalità precise, espressamente autorizzate dalla legge. Tale previsione consente la percezione di importi di *up-front*, che vengono sostanzialmente a costituire una vera e propria anticipazione sui futuri flussi di risparmio previsti, e ne è prevista la ovvia restituzione. Al comune viene restituita una somma anticipatagli inclusa nell'importo complessivo che il comune verrà a ricevere durante la durata del contratto a titolo di risparmio sugli interessi che sarebbero dovuti sul debito originario: si tratta all'evidenza non già di un nuovo e diverso indebitamento, ma della percezione anticipata di un importo che competerà comunque all'ente”⁶.

Il riferimento ai flussi di risparmio previsti appare alquanto labile: in termini monetari vi possono anche essere differenze positive, ma in termini finanziari, attualizzando gli impegni a credito e a debito ai tassi espressi dal mercato, il risparmio è nullo.

Si osserva inoltre che l'importo dell'*up-front* precede la determinazione del tasso a debito del cliente: in funzione dell'importo finanziato viene stabilita la maggiorazione del tasso a carico dell'operatore. Risulterebbe, per altro verso, una palese forzatura tenere separate le due gambe dello *Swap* e considerare l'*up-front* l'anticipo della gamba a credito del cliente⁷. Non si può prescindere dalla condizione di *netting* dei flussi aleatori, il cui saldo può risultare *ex post* tanto a credito quanto a debito.

Altri autori ritengono che “(...) il funzionamento pratico del contratto *IRS* prevede, in luogo dello scambio dei flussi di interesse, il pagamento del

modalità di pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto” (Tribunale di Bologna, n. 2078 del 14 dicembre '09).

⁶ A. Lupi, Il contratto di *Swap* nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della Sezione regionale Sicilia, La finanza locale.

⁷ In questa chiave di lettura il mutuo a tasso variabile potrebbe essere inteso come uno *Swap* nel quale tutta la gamba a credito è corrisposta nell'*up-front*. In altri termini un mutuo indicizzato all'Euribor potrebbe essere rappresentato con una figura particolare di *Swap*, nella quale una gamba è data dal pagamento immediato di un *up-front*, pari al nozionale, e pagamenti nulli successivamente, mentre l'altra gamba è data dal flusso di pagamenti, in parte definiti (quota capitale) e in parte aleatori, parametrati all'andamento dell'Euribor.

differenziale tra i due flussi di interesse (netting) calcolati secondo i due tassi di riferimento. Chiarito questo concetto è evidente che al momento iniziale di un determinato contratto si possa ipotizzare quale sarà la situazione di netting in qualunque momento del contratto basandosi sulla proiezione dei tassi variabili per il periodo che va dalla data di stipulazione del contratto alla fine dello stesso. Si tratta di calcolare tutti i netting sulla base della curva dei tassi variabili ipotetica, tecnicamente definita curva Forward, come se quei tassi esposti nella curva dovessero effettivamente realizzarsi a quelle scadenze, e si calcola per ciascuna scadenza futura verso quale direzione dovrebbero indirizzarsi i netting. L'elenco di tutte le scadenze dove è effettivamente evidenziato un netting a favore dell'ente locale rappresenta una sorta di rendita ipotetica che come tale può essere soggetta ad un procedimento di attualizzazione alla data di stipula del contratto. Semplificando il concetto, è come se una parte di ciascuno degli ipotetici netting a favore dell'ente venissero attualizzati per formare una somma che viene liquidata immediatamente e in contanti all'ente stesso. La banca sarà disposta a liquidare una somma basata sull'attualizzazione dei flussi ipotetici solo in cambio di un proporzionale aumento dello spread da applicare al tasso variabile. Per cui più alto sarà l'up-front iniziale, più alto sarà il livello dello spread e quindi del tasso di interesse variabile complessivo che l'ente locale pagherà alla scadenza.”⁸.

E' stata criticata la prospettiva avanzata dal Tribunale di Bologna e le altre posizioni sopra descritte, che sembrano trascurare l'effettivo contenuto del contratto: la presenza dell'up-front è rivolta esclusivamente a disporre/erogare una somma di denaro. “La recente dottrina specialistica adotta una prospettiva prudente. Essa descrive l'up-front come “una somma che dovrebbe esprimere una parte dei flussi positivi che, secondo la previsione dell'intermediario, il derivato andrà a generare in futuro a favore del cliente”. In altre parole, l'up-front sarebbe nient'altro che una technicalità del derivato, il quale potrebbe tanto contenere condizioni tali da rendere par, ab origine, lo strumento, quanto condizioni incise dal riconoscimento anticipato di un up-front. La spiegazione non è soddisfacente, sia perché è descrittiva, sia perché trascura che alla peculiarità della struttura – quale si manifesta in presenza dell'up-front – si accompagna per forza una differenza in termini di interessi perseguiti dalle parti. Se lo strumento adottato contempla l'erogazione di un up-front, ciò significa che l'investitore ha interesse a disporre di una somma di denaro – tipico il caso dell'up-front riconosciuto al Comune in contemporanea alla

⁸ Cfr. M. Trudu, Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali, La finanza locale, 2008.

conclusione del primo contratto derivato – o a rinviare nel tempo una perdita – tipico il caso dell’up-front riconosciuto all’impresa in sede di rinegoziazione. In questo secondo caso, in particolare, dire che l’impresa, in sede di rinegoziazione, avrebbe potuto concludere un contratto derivato senza l’erogazione dell’up-front significherebbe trascurare che l’accredito dell’up-front costituisce il motivo unico, per l’investitore, della conclusione del nuovo derivato. Mutuando la regola operativa dalla collaudata giurisprudenza in materia di lease back, si può dire che l’up-front è un finanziamento, perché consente di rinviare la perdita ed è erogato in presenza di “una situazione di credito e debito” tra l’intermediario e l’investitore la quale conduce a concludere un contratto derivato caratterizzato dalla “sproporzione” delle alee.”⁹.

La giurisprudenza più recente, abbandonando una stretta ricostruzione oggettiva della causa, si è rivolta ad individuare il reale assetto degli interessi che il contratto è diretto a realizzare: occorre, in altri termini, individuare in concreto i complessivi interessi coinvolti che possono anche divergere da quelli astrattamente previsti nello schema negoziale impiegato. La Cassazione n. 10490/06 individua la causa nella *“sintesi degli interessi reali che il contratto stesso è diretto a realizzare (al di là del modello, anche tipico, adoperato). Sintesi (e dunque ragione concreta) della dinamica contrattuale, si badi, e non anche della volontà delle parti. Causa, dunque, ancora iscritta nell’orbita della dimensione funzionale dell’atto ma, questa volta, funzione individuale del singolo, specifico contratto posto in essere, a prescindere dal relativo stereotipo astratto, seguendo un iter evolutivo del concetto di funzione economico-sociale del negozio che, muovendo dalla cristallizzazione normativa dei vari tipi contrattuali, si volga infine a cogliere l’uso che di ciascuno di essi hanno inteso compiere i contraenti adottando quella determinata, specifica (a suo modo unica) convenzione negoziale.”* (cfr. anche Cass. n. 26958/07 e n. 239441/09)¹⁰.

⁹ D. Maffei, Contratti derivati, Banca Borsa e Titoli di credito, n. 5/11.

¹⁰ *“La sentenza in commento sembra del resto chiara sul punto ove dice ‘...seguendo un iter evolutivo del concetto di funzione economico-sociale del negozio che, muovendo dalla cristallizzazione normativa dei vari tipi contrattuali, si volga infine a cogliere l’uso che di ciascuno di essi hanno inteso compiere i contraenti adottando quella determinata, specifica (a suo modo unica) convenzione negoziale’. (...) La Suprema Corte non vuole cioè ritornare alla concezione soggettiva della causa, ma, bensì, semplicemente sottolineare l’interesse sociale che il singolo contratto intende perseguire. (...) L’interesse rimane sempre un interesse di tipo economico – sociale, perseguito però non già da un tipo contrattuale preconfezionato e cristallizzato ma bensì scaturente dalle circostanze, dalle finalità e dagli interessi delle parti del caso concreto.”* (Izzi, La causa del contratto come funzione economico-individuale, in Giust. Civ. 2007).

Occorre pertanto analizzare gli interessi reali sottesi alla dinamica contrattuale, più che la volontà, espressa o tacita, delle parti: *“per ragione che concretamente giustifica il contratto non si deve intendere l’interesse personale di ciascuna delle parti inteso come tale, nell’ottica quindi della soddisfazione del bisogno dell’individuo mutevole da soggetto a soggetto e da caso a caso, quanto piuttosto l’interesse sociale che il singolo contratto intende perseguire. Si tratta pur sempre quindi di un interesse (e di un giudizio sull’interesse) economico-sociale, perseguito però non da un tipo contrattuale preconfezionato e cristallizzato una volta per tutte, ma valutato ‘nel particolare contesto di circostanze e finalità e interessi in cui quelle parti lo hanno programmato”* (Ungari Transatti, La Cassazione sposa la tesi della causa in concreto del contratto, in Riv. Notariato, 2007).

Si possono in questa prospettiva venire a sfumare e confondere i motivi con la causa, se non si rimane aderenti all’architettura del contratto¹¹. E’ questa una diversa concezione che si viene affermando. Su questa linea si è espresso il Tribunale di Bari, facendo espresso riferimento alla sintesi degli

¹¹ Da parte di taluni si paventa ‘un eccesso sostanzialistico, che rischia di confondere l’elemento soggettivo del negozio con quello oggettivo, invadendo la sfera dei motivi, come noto irrilevanti’: *“appare estremamente delicato ricostruire la “causa” del contratto senza travalicare nella sfera dei motivi, come noto giuridicamente irrilevanti (fatta eccezione per l’ipotesi del motivo illecito comune a entrambe le parti, che comporta la nullità del contratto, ex art.1345 c.c.). Di recente, diversi Tribunali hanno riconosciuto, nell’ipotesi di contratto quadro privo della esplicitazione di una particolare finalità perseguita dalle parti, che lo Swap è un contratto tipico, specificatamente disciplinato dal TUF (art.1, 2° comma, d.lgs.58/1998) con una causa (tipica) costituita dallo scambio tra somme di danaro tra le parti a tassi differenti e sul rischio della loro differenza (Trib. Bologna, 14.12.2009 n.5244, Trib. Torino, 28 marzo 2011, n.1996/11, Trib. Trani, 3.07.2007), laddove le finalità e gli scopi in concreto perseguiti dalle parti con la stipulazione di un siffatto contratto non assumono rilievo sotto il profilo giuridico, in quanto attengono al piano dei motivi e non a quello della causa. Sul punto, è interessante lo spunto di riflessione offerto dalla sentenza n. 1996 resa in data 28.01-28.03.11 dal Tribunale di Torino. In particolare, i Giudici Piemontesi hanno evidenziato (i) che “il contratto di Swap, come specificatamente disciplinato nel settore della intermediazione finanziaria, possiede una sua causa tipica, costituita dallo scambio tra somme di denaro tra le parti in base a tassi di interessi diversi e sul rischio della loro differenza (cfr. Trib. Bologna, 14.12.2009, n. 5244), laddove le diverse finalità e gli scopi in concreto perseguiti dalle parti con la stipulazione di un siffatto contratto non assumono rilievo sotto il profilo strettamente giuridico, in quanto attinenti al piano di motivi e non a quello della causa”; (ii) che, come sancito dalla nota pronuncia Cass. Sez. Un. n. 26724/2007, “in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione di doveri d’informazione al cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento finanziario non può in nessun caso determinare la nullità del contratto d’intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti a norma dell’art. 1418, 1° comma, c.c. ” ed, infine, (iii) che “la normativa in materia di offerta fuori sede non si applica alla materia del collocamento, in cui si iscrive l’operazione finanziaria oggetto di causa”.* (G. Miccolis, Contratti derivati contenzioso e strategie difensive, intervento al Convegno ‘I contratti di finanza derivata. Problematiche giuridiche e tecniche’, Milano 14-15 ottobre 2011).

interessi che concretamente il contratto è volto a realizzare. *“La ricorrente fa in modo pertinente riferimento alla nozione di causa concreta, che risponde al modo in cui ormai la giurisprudenza di legittimità concepisce il requisito causale. Da quando Cass. 8/5/2006 n. 10490 ha affermato il principio che causa del contratto è la causa concreta, lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato, la causa concreta non solo è penetrata nelle pronunce a sezioni semplici (Cass. 12/11/2009, n. 23941), ma quel che più importa è che si tratta di nozione fatta propria da rilevanti arresti delle sezioni unite (Cass. 11/11/2008, n. 26972 sul danno non patrimoniale e 18/2/10, n. 3947 sulla polizza fideiussoria). Quanto però al primo contratto di Swap la deviazione dal tipo sociale sul piano della causa concreta viene indebitamente dedotta dalla violazione delle regole di comportamento, violando il principio, ormai non più solo dottrinale, ma anche giurisprudenziale (cfr. l’arresto delle sezioni unite di cui a Cass. 19/12/07, n. 26724; e già prima Cass. 29/9/05, n. 19024), dell’indeducibilità delle regole di validità dalle regole di comportamento. Più seria è la censura quanto ai contratti stipulati successivamente, caratterizzati dal crescente ammontare delle passività. Si tratta di verificare, sul piano della causa concreta, se l’incorporazione nel regolamento della passività pregressa e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale ab origine incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio, da intendersi connaturata al tipo sociale, stante anche quanto osservato dalla Consob con la comunicazione del 26/2/99 (secondo Trib. Monza 31/8/09 la previsione a carico del cliente di un tasso fisso in misura crescente, nell’ambito di una sequenza di contratti, preclude il raggiungimento dello scopo della copertura del rischio, e determina pertanto la nullità del contratto per difetto di causa).”¹².*

Rimanendo ininfluenti le motivazioni soggettive delle parti, la causa pertanto rimane nel contratto, nella sua idoneità ad assolvere una specifica funzione.

Nelle operazioni derivate occorre pertanto valutare se l’assetto del negozio giuridico posto in essere configura concretamente uno scambio di flussi tra le parti, nella prospettiva connaturata al *genus*, o se invece risulti insita una finalità diversa o ulteriore rispetto a quella tipica del contratto¹³.

¹² (Ordinanza del Tribunale di Bari 15 luglio 2010, in *ilcaso.it*).

¹³ La Corte dei Conti, con riferimento ai contratti *Swap* sottoscritti dagli enti locali, ha assunto una netta posizione a sostegno della natura di indebitamento dell’*up-front*, presente nei derivati in

La natura dell'*up-front* : risvolti tecnici.

La puntualizzazioni dianzi riportate consentono di affrontare in un corretto quadro giuridico la fattispecie dell'*up-front*; perplessità insorgono sul suo ruolo in un contratto di *Swap*. Nei frequenti casi di rimodulazioni di *Swap* (*unwinding*), l'*up-front* viene non di rado a costituire l'elemento fondante l'operazione stessa¹⁴.

Non vi è alcun elemento che connatura l'*up-front* allo *Swap*, risultando la funzione del primo distinta da quella del secondo. Anzi, la funzione di copertura del rischio, impiegata alla stregua di un prodotto assicurativo, che sovente accompagna lo *Swap*, è più consona al pagamento di un premio che all'incasso di un *up-front*. Appare per altro stridente con la natura tipicamente aleatoria del contratto l'accostamento di un pagamento certo a pagamenti aleatori.

Non sembra si possa parlare per l'*up-front* di 'anticipo dei flussi futuri'. Usualmente, più che valutare i flussi futuri a credito da attualizzare, viene fissato l'*up-front* da erogare e si calcola in corrispondenza lo *spread* che occorre aggiungere al flusso aleatorio del derivato; la determinazione dell'*up-front* precede quella dei flussi: in questo senso l'*up-front* non può essere inteso come un'anticipazione dei flussi futuri di pagamento. Ad un dato *up-front*, fissato l'*holding period* e la cadenza dei flussi, corrisponde un determinato *spread* sul saldo periodale, che può rivenire indifferentemente da una maggiorazione del flusso a carico del cliente o da una riduzione del flusso a carico dell'intermediario. Onado, in un suo lavoro, riporta: "*l'up-front può essere visto, per chi lo riceve alla stipula del contratto, come un valore attualizzato dei flussi maggiori che si pagheranno in futuro rispetto alla controparte*"¹⁵; ma che cos'è questo se non un finanziamento?

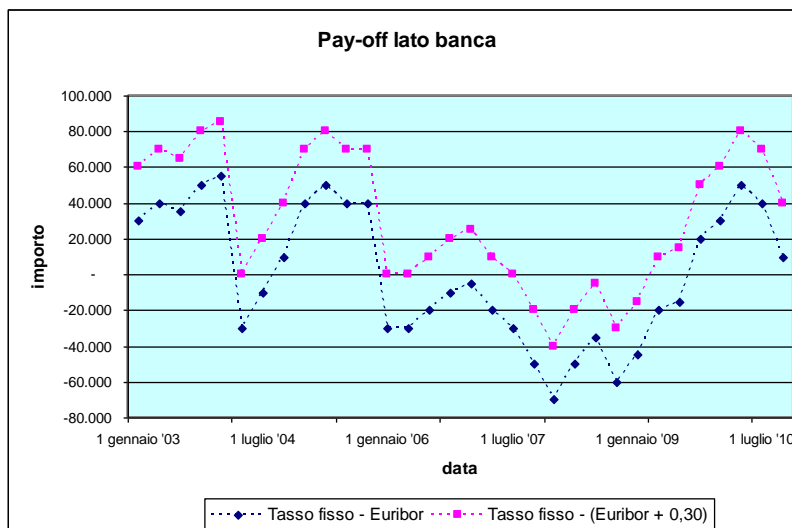
Con riferimento al saldo, l'erogazione di un *up-front*, nelle modalità ordinariamente impiegate dagli intermediari nelle operazioni di *Interest Rate Swap* induce una lievitazione del *mark-up*, determinando un ricarico uniforme, a debito dell'operatore, su tutto il flusso periodale. La curva dei

essere presso gli Enti locali. (Cfr. intervento della Corte dei Conti, Sezioni riunite, del 18 febbraio '09, presso la 6° Commissione Finanze).

¹⁴ "L'*up-front* è assimilabile ad un finanziamento di cassa finalizzato a coprire la minusvalenza che il cliente non può pagare chiudendo l'operazione (e non genera ricavi per il cliente)" (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

¹⁵ M. Onado, Economia e regolamentazione del sistema finanziario, Il Mulino, 2008 Bologna.

flussi attesi, e quella dei flussi che si determineranno effettivamente, subisce uno *shift* costante a favore dell'intermediario.



Nessuna condizione contrattuale prevede esplicitamente un obbligo dell'operatore a restituire l'importo relativo all'*up-front*, più semplicemente viene 'rincarato' il saldo dei flussi per ricomprendere il pagamento, in un piano di rimborso: quest'ultimo è certo e determinato, solo la componente pura dello *Swap* continua a rimanere aleatoria, rendendo incerta la commistione del flusso risultante dall'aggregazione di un finanziamento e uno *Swap*.

Riporta Girino: *“L'erogazione dell'up-front tuttavia (...) si accompagna ad una modifica delle condizioni originarie del contratto in senso peggiorativo per il cliente. Potrebbe con ciò desumersi che tale peggioramento sia il mezzo 'occulto' attraverso il quale il finanziamento viene restituito. Se, nella sostanza, nel nostro rudimentale esempio, l'andamento prospettico dell'Euribor fosse stabile, l'incremento dello spread (nell'esempio da 3 a 5 punti) avrebbe lo scopo di consentire alla banca di recuperare, nel tempo, un 'dippiù' (rispetto al dovuto sulla base delle condizioni di partenza), capace di compensare, appunto, il valore dell'up-front erogato. Da tale constatazione alla qualificazione dell'up-front alla stregua di un finanziamento il passo non è però immediato. Osta infatti un dato innegabile, ossia la circostanza per la quale l'andamento dei tassi è un dato che sfugge al controllo delle parti, le quali possono formulare ragionevoli e ragionate previsioni al riguardo, grazie ad appositi strumenti di misurazione probabilistica, ma non possono garantirsi un matematico*

controllo del suddetto andamento. Tornando all'esempio, se l'Euribor crollasse, il maggior spread, applicato – in tesi – a scopo di recupero, non consentirebbe affatto di centrare l'obiettivo. Dunque non potrebbe ragionevolmente concludersi che il predetto meccanismo di (presunto) recupero sia tale da conferire all'erogazione dell'up-front natura di sostanziale finanziamento: proprio perché il relativo 'obbligo' di rimborso non sarebbe azionabile dalla banca, ma semplicemente di fatto ottenibile solo nel caso in cui la sua previsione originaria risultasse confermata.”¹⁶.

Nel valutare la natura dell'up-front occorre distinguere le semplici operazioni di *Swap plain vanilla*, dalle operazioni più complesse nelle quali intervengono opzioni. In un ordinario *Interest Rate Swap*, lo *spread* sull'Euribor dell'esempio riportato da Girino è un valore certo: non è aleatorio, bensì è 'un tasso fisso'. L'erogazione dell'up-front si accompagna sì ad un peggioramento delle condizioni del cliente, ma non aumenta il rischio, nel senso che la volatilità non cresce: più semplicemente si aggiunge un tasso fisso (+200 punti base) che ha propriamente la funzione di garantire il recupero del capitale erogato con l'up-front ed i relativi interessi. E' innegabile che l'andamento dell'Euribor sfugge al controllo delle parti, mentre non sfugge all'intermediario la percezione dello *spread* aggiunta all'Euribor.

Se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Solo se lo *spread*, anziché additivo, fosse fissato in proporzione all'Euribor, cioè in termini moltiplicativi, l'alea si estenderebbe anche allo *spread*: in questa circostanza, per altro assai inusuale, si configurerebbe comunque un finanziamento, seppur con un rimborso caratterizzato da aleatorietà, che investe, oltre agli interessi, anche il capitale¹⁷. Non risulta, in generale, corretto sostenere che “l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione

¹⁶ E. Girino, I contratti derivati. pag. 474, Giuffrè 2010.

¹⁷ “*Neppure vale ad escludere la qualificazione in termini di finanziamento la circostanza che, in ipotesi, il nuovo derivato, che contiene la clausola up-front e che nasce con la contestuale erogazione dell'up-front, non incorpori con certezza la restituzione della somma erogata, per essere aleatorio al pari del resto del contenuto del contratto. Difatti, è pacifico che la sussistenza, in un'operazione posta in essere dalla banca, di 'un'obbligazione di restituzione, sia pure eventuale' comporta 'esercizio del credito' ed è pure pacifico che la natura di finanziamento dell'erogazione di somme è pienamente compatibile con il carattere incerto della restituzione, come accade ad es. nella fattispecie del 'mutuo sub condicione' (Cass. n. 13168/05) o dei 'contributi consortili che costituiscono una forma di finanziamento della società consortile che non genera alcun obbligo di remunerazione o di restituzione in favore del soggetto che li abbia versati' (Cass. n. 11081/04). (D. Maffei, Contratti derivati, Banca Borsa e Titoli di credito, n. 5/11).*

dell'accettazione di un rischio maggiore¹⁸: il rischio non aumenta, aumenta solo il costo¹⁹.

Diversa è la situazione nella quale l'*up-front* viene conseguito attraverso la costruzione di operazioni derivate più complesse che ricomprendono, tra l'altro, la negoziazione di opzioni. In tali circostanze potrebbe non configurarsi alcun finanziamento: all'*up-front* percepito potrebbe corrispondere la cessione di un'opzione con conseguente assunzione di rischio. Le ricorrenti operazioni di *Swap* con opzioni *Collar* e digitali, poste in essere con gli Enti locali e le imprese nel corso dell'ultimo decennio, presentavano spesso connotazioni miste: l'eventuale *up-front* era riconducibile, in tutto o in parte, vuoi ad un finanziamento, vuoi alla vendita di un'opzione.

Nelle ordinarie operazioni di *IRS*, invece, risulta di immediata evidenza la natura di finanziamento dell'*up-front* che trova nella maggiorazione del tasso aleatorio un rimborso commisurato al capitale erogato e allo specifico tasso di interesse, implicito nella maggiorazione stessa e valutato coerente con il merito di credito del cliente. In tali circostanze l'obbligo restitutorio risulta commisto al contratto aleatorio, ma non è eventuale o aleatorio: anche con un *Euribor* pari a zero (o negativo!) lo *spread* permanerebbe invariato²⁰.

Nell'usuale operazione di *Swap*, sia in sede di *unwinding* che di prima sottoscrizione, con l'*up-front* si configura un finanziamento dell'intermediario al quale corrisponde un rimborso distribuito nel tempo, usualmente certo e predefinito, ancorché occultato nella commistione con il derivato²¹. Poiché il *mark-up* adottato dagli intermediari è di norma costituito da uno *spread* additivo, commisurato al nozionale in essere a ciascuna

¹⁸ Corte d'Appello Trento 5/3/09, ilcaso.it.

¹⁹ De Nova in un suo lavoro (I contratti derivati come contratti alieni, in rivista di diritto commerciale, 2009) si pone la domanda: "il secondo contratto derivato sconta la circostanza che il primo contratto derivato si prospetta negativo per il cliente, con un incremento dell'alea a carico del cliente rispetto al primo contratto. Sino a che punto ciò può giustificare lo squilibrio tra le parti quanto all'alea assunta?". Anche in tali circostanze è opportuno non confondere l'alea con una maggiorazione, certa e definita, del costo, posto a carico dell'operatore, attraverso uno *spread* fisso aggiunto al tasso variabile.

²⁰ Si possono concepire anche derivati con *up-front* legato ad un piano di rimborso del tutto aleatorio, ma in tali circostanze, si può in genere scomporre l'operazione pervenendo ad una combinazione di opzioni, *swap* ed un piano ordinario di rimborso.

²¹ " (...) a prescindere dal tipo di strumento finanziario sottostante, *Swap*, opzione, ecc., l'*up-front*, in sé, non ha nulla a che vedere con il perfezionamento di un contratto derivato. Ove fosse presente – all'interno di un contratto derivato – dovrà avere una autonoma ragione economico giuridica, ben esplicitata, per non rischiare la dichiarazione di nullità in un eventuale giudizio per assenza di causa." (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

scadenza del flusso, la restituzione dell'*up-front* finanziato assume la veste di un ammortamento a rata costante. Lo *spread* aggiunto – commisurato al nozionale dell'operazione che, di regola, è un multiplo dell'*up-front* – viene a corrispondere alla rata costante (o proporzionale se il nozionale è decrescente nel tempo) necessaria all'ammortamento dell'*up-front* finanziato. Concettualmente occorre tenere separate le due operazioni, l'una commutativa e l'altra aleatoria: la parte aleatoria rimane circoscritta allo *Swap*, mentre il rimborso assume la natura di una costante che non altera il rischio posto a carico dell'operatore.

In termini *ex post*, a seguito degli effettivi tassi espressi dal mercato, il saldo aleatorio degli impegni a debito e a credito risulterà modificato dell'esatta misura della maggiorazione stabilita inizialmente; la rata di ammortamento dell'*up-front* potrà al più risultare compensata dagli importi aleatori che l'andamento dei tassi di mercato viene a porre a carico dell'intermediario nello *Swap* base al quale è commisto il finanziamento.

Girino afferma che: “*Se correttamente si ritiene che l'up-front sia un'anticipazione del valore attualizzato di flussi che, sulla base della ragionevole previsione dell'andamento futuro dei tassi, siano destinati ad essere incassati dal cliente, diviene altrettanto corretto concludere che tale anticipo debba essere recuperato nella complessiva economia del contratto.*”; ritiene tuttavia che “*in tale contesto, posto che l'up-front paga immediatamente ciò che il cliente dovrebbe incassare in futuro, il recupero del suo ammontare attraverso una variazione delle condizioni originarie del derivato deve ritenersi in sé lecito, ma solo nella stretta misura in cui tale alterazione possa condurre a tale recupero. E la capacità di quella variazione di pervenire ad un siffatto riequilibrio delle posizioni finanziarie delle parti andrà apprezzata esattamente con lo stesso criterio (curva dei tassi) e nella stessa prospettiva temporale (arco di ragionevole visibilità ammesso dalle metodologie più accreditate), attraverso la quale e nella quale si sia stimato il valore di MtM (nel caso di up-front finalizzato al recupero della perdita) o il valore del flusso atteso (nel caso di un up-front versato a inizio contratto).*”²².

Il *fair value* del derivato è inizialmente nullo, a meno del margine di intermediazione. In altri termini, il valore attuale delle due gambe, ottenuto scontando i flussi attesi sulla base dei tassi ricavati dalla curva degli *Swap*, è lo stesso per la parte a debito e quella a credito.

Ma, per calcolare la correzione che occorre operare per recuperare l'*up-front*, l'intermediario, nel determinare i maggiori flussi posti a carico del

²² E. Girino, I contratti derivati. pag. 480, Giuffrè 2010.

cliente, utilizza un tasso di sconto più elevato del tasso *Swap* di un derivato *par*, commisurandolo al merito di credito del cliente finanziato: non conseguirebbe altrimenti per l'importo erogato la debita copertura del rischio di controparte.

Nell'operazione fra un intermediario professionale ed un operatore *retail*, per l'*up-front* – rispetto al *fair value* (determinato con gli *zero coupon rate*) – si rende necessario considerare tassi diversi che esprimano lo *spread* necessario a coprire, oltre agli oneri e spettanze dell'intermediario, il rischio di credito. La misura dello *spread* viene così a dipendere dalla tipologia dei flussi attesi, dall'*holding period* dell'operazione, oltre che dal merito di credito dell'operatore *retail*. In questo senso risulterà diversa da operatore a operatore, incorporando il derivati un *intuitus personae* che, per altro, ne preclude l'accesso al mercato secondario.

L'*up-front*, ragguagliandosi spesso a percentuali modeste del nozionale, ma ad importi ragguardevoli rispetto al flusso finanziario atteso nella componente pura dello *Swap*, finisce per modificare sostanzialmente il flusso a saldo delle due gambe del derivato.

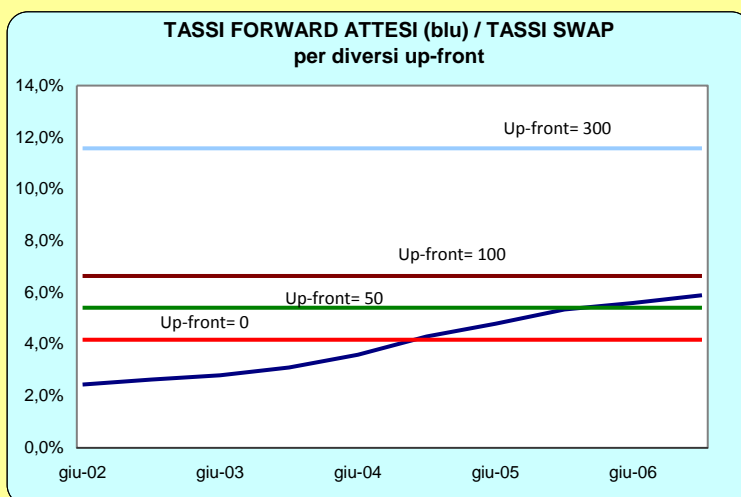
La maggiorazione che l'intermediario apporta al tasso, nell'architettura del contratto, non può essere finanziariamente neutra, cioè equivalente all'*up-front*.

Considerando un puro *Swap*, privo di *up-front*, per un contratto a cinque anni, di nozionale € 1.000, con un margine di intermediazione dello 0,20% in ragione d'anno, si avrebbe un tasso fisso del 4,18% (tasso di mercato 3,98%) a carico del cliente, contro l'Euribor a carico dell'intermediario. Nella tabella si è posto a raffronto questo *Swap* base al 4,18%, con i differenti tassi *Swap* che rivengono nel caso sia previsto un *up-front* pari distintamente a € 50, € 100 e € 300, finanziato all'8%.

Swap con up-front						
Swap	Nozionale: € 1.000				Durata: 5 anni	
	Up-front	Pagamento semestrale				
		€ 0	€ 50	€ 100	€ 300	
Cliente paga	4,18%	5,41%	6,65%	11,58%		
Banca paga	Euribor 6M	Euribor 6M				
Mispricing base (su nozionale)	0,91%	0,91%	0,91%	0,91%		
Mispricing aggiunto (su nozionale)	-	0,63%	1,25%	3,76%		
Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%	1,54%	2,17%	4,68%		

Misprice base = costo transazione + mark-up

Come si evidenzia, per conseguire una remunerazione dell'8% sul finanziamento implicito nell'*up-front* - necessario all'intermediario per recuperare l'importo finanziato nell'*up-front*, oltre agli interessi corrispondenti al merito di credito del cliente - il tasso *Swap* a carico del cliente subisce significativi incrementi anche per valori moderati di *up-front*. La maggiorazione del tasso *Swap* e l'implicito margine di intermediazione risulteranno tanto più elevati quanto minore è il merito di credito, più ristretto il periodo del contratto, più elevata la quota di *up-front* in rapporto al nozionale.



Dalla curva dei tassi *forward* attesi (in blu) si può rilevare che, già con un *up-front* di € 50, pari al 5% del nozionale, il tasso Swap (altri colori) a carico del cliente, risultante dalla maggiorazione, conduce ad un flusso di saldi attesi pressoché costantemente a debito.

Pay off (lato Banca)											
Semestri	t ₀	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Swap con Up front = 0	-9,1	8,7	7,7	6,9	5,4	2,9	-0,6	-3,1	-5,8	-7,1	-8,6
Swap con Up front = 50	-65,4	14,8	13,9	13,1	11,6	9,1	5,6	3,1	0,3	-0,9	-2,4
Swap con Up front = 100	-121,7	21,0	20,0	19,2	17,7	15,2	11,7	9,2	6,5	5,2	3,7
Swap con Up front = 300	-346,8	45,6	44,7	43,9	42,4	39,9	36,4	33,9	31,2	29,9	28,4

La tabella dei *pay-off* evidenzia inizialmente, al tempo t₀, il finanziamento costituito dalla somma dell'*up-front* e del margine di intermediazione. Successivamente i flussi divengono pressoché sistematicamente attivi per la banca, risultando prevalente la componente di finanziamento.

Ciascuno dei tre contratti *Swap* con *up-front*, riportati nell'esempio, risulta scomponibile in un finanziamento ordinario quinquennale all'8%, a rata costante ed un puro *Swap* al 4,18% contro l'*Euribor*.

Scomposizione Swap					
Finanziamento	Finanziamento pari all' <i>up-front</i>			Durata: 5 anni	
				Pagamento semestrale	
	Importo finanziato	€ 0	€ 50	€ 100	€ 300
	Tasso	0	8,0%	8,0%	8,0%
	Rata	€ 0	€ 6,16	€ 12,33	€ 36,99
Swap	Nozionale: € 1.000			Durata: 5 anni	
				Pagamento semestrale	
	Cliente paga			4,18%	
	Banca paga			Euribor 3M	
Margine di intermediazione			0,91%		

Anche una modesta aliquota di *up-front* è suscettibile di indurre sostanziali alterazioni dei flussi aleatori, dovendo l'intermediario recuperare nel flusso posto a carico della parte, oltre all'*up-front* anticipato e al flusso degli interessi corrispondenti al tasso di attualizzazione, anche l'ordinario *spread* di ricarico, necessario a coprire il connesso rischio di credito: quest'ultimo risulta di fatto ripreso, in via anticipata, con una maggiorazione alla stregua del margine di intermediazione.

Si ricade pertanto ineluttabilmente sempre nella fattispecie di finanziamento, individuata da Girino: *“La perdita implicita all’alterazione dei tassi va, in altri termini, misurata alla luce del valore dell’anticipazione, per cui se essa può ritenersi tale da effettivamente coincidere con tale valore, il contratto non potrà dirsi perdente in partenza, posto che la perdita è compensata da un pagamento immediato già eseguito. Oltre siffatto limite, invece, sicuramente si sarà in presenza di una variazione inaccettabile e tale da incidere sulla stessa causalità del negozio.”*(...) *“anche una minima eccedenza rispetto al versato determinerebbe per ciò solo un’alterazione illecita del meccanismo aleatorio e uno stravolgimento stesso della funzione dello strumento. A quel punto, ma solo a quel punto, diverrà possibile riqualificare l’up-front (rectius: la parte di up-front eccedente la quota di flusso anticipata²³) quale finanziamento, atteso che l’alterazione dell’alea negoziale non avrà consentito semplicemente il fisiologico recupero di un differenziale versato in anticipo, bensì l’addizione di un quid pluris assolutamente ingiustificato nell’economia del derivato: con ogni intuibile ricaduta anche sul piano delle conseguenze che quel quid pluris, ove particolarmente elevato, potrebbe implicare (vuoi in termini di eccesso di interesse, vuoi, alternativamente o cumulativamente, in termini di applicazione di una commissione occulta).”*²⁴.

Così come nel margine di intermediazione la parte prevalente del *mark-up*, certa e predeterminata, è assorbita dalla copertura del rischio di credito insito nei flussi aleatori dello *Swap*, in presenza di un *up-front* un ulteriore *spread*, certo e predeterminato, viene considerato nel tasso dello *Swap* (aggiunto alla gamba del cliente o sottratto alla gamba dell’intermediario) per la necessaria copertura del maggior rischio assunto.

Considerazioni a conclusione.

Prescindendo dai motivi che guidano le parti, è rilevante individuare la causa che connota in sé il contratto derivato, per evitare commistioni con figure negoziali che, configurando una diversa causa, non costituiscono né un derivato, né uno strumento finanziario.

²³ Si ritiene che tutto l’*up-front* costituisce il finanziamento, la quota eccedente l’attualizzazione al tasso *Swap* è semplicemente la copertura del rischio di controparte.

²⁴ E. Girino, I contratti derivati, pag. 480, Giuffrè, 2010.

L'elemento determinante la figura dello *Swap* è la diversa aspettativa sulla posizione relativa, non assoluta, dei tassi (o valute); oggetto del contratto è la differenza a termine tra questi: l'alea che permea il contratto non è propriamente riferita ai distinti tassi (o valute) che lo compongono, bensì alla loro differenza. Questi aspetti sono del tutto assenti nel finanziamento. In tale fattispecie si realizza un effettivo scambio della *res*: un ammontare iniziale contro ammontari futuri. Il tempo gioca un ruolo determinante e predefinito inizialmente, mentre nello *Swap* il *timing* assume una funzione accessoria, risultando la preminenza della causa negoziale assorbita nel differenziale.

Rispetto ai valori attesi, oggettivamente espressi dal mercato nella curva dei rendimenti, le parti dello *Swap* presentano una distinta e diversa valutazione soggettiva e, volendo cogliere lo scostamento dai valori di mercato, entrano nell'operazione. Ponendosi sul punto di equilibrio, nel quale il mercato giudica equivalenti il flusso fisso e quello variabile, le parti si accordano sulla corresponsione a termine del differenziale, spartendosi l'alea sulla base di una suddivisione paritaria espressa dal mercato, ma alla quale attribuiscono ciascuno una diversa ed antitetica valutazione probabilistica e, di riflesso, economica. *“L'oggetto del derivato è (...) il differenziale prodotto dalla comparazione fra i due prezzi (alla stipula e alla scadenza). Ciò che le parti di un contratto derivato 'comprano' non è il bene, bensì la 'differenza di valore'. In assenza di questa specifica componente, desumibile dal tenore della stipulazione, il derivato non è più tale, bensì diviene o meglio rimane un semplice contratto a termine.”* (E. Girino, I contratti derivati, Giuffrè, 2010).

L'elemento determinante il contratto di mutuo o di finanziamento è invece la necessità di risorse finanziarie. Oggetto del contratto è il finanziamento: il tasso, se fisso o variabile, non è un aspetto primario, ancorché la sua valutazione sia assunta, congiuntamente ad altri fattori, in funzione delle aspettative future dei tassi²⁵.

²⁵ *“La iniziativa di rinegoziazione, avanzata dalla banca prima della stessa scadenza del contratto o immediatamente alla scadenza, non viene neanche presentata al cliente come un'iniziativa volta a regolare le modalità di restituzione alla banca di una somma di danaro maturata a favore di quest'ultima, e cioè come un'operazione analoga a quella anche frequente in cui il mutuatario o il cliente titolare di un'apertura di credito "incagliata" decide di rinegoziare la restituzione della somma attraverso l'accordo dilatorio o altre forme che consentano più opportune modalità di restituzione. (...) Va poi ulteriormente rilevato che, a ben vedere, i contratti rimodulati sulla base dell'accredito di up-front da parte della banca non esprimono neanche la natura di contratto derivato, in quanto la causa di finanziamento è in essi prevalente, considerato che l'intero contratto è volto alla restituzione alla banca del finanziamento”.* (B. Inzitari, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri nella nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni, *ilcaso.it*, 2009).

Coerentemente con tale prospettazione il valore del derivato, espresso dal *mark to market* – pari inizialmente all'*up-front*, a meno delle commissioni di intermediazione – è stato ricompreso nelle segnalazioni della Centrale dei rischi, alla stregua di un ordinario finanziamento.

Dottrina e giurisprudenza continuano a rimanere ancora incerte e divise sulla natura dell'*up-front*. Da parte di taluni, come menzionato, si sostiene che con l'*up-front* la banca non eroghi un finanziamento assistito da un obbligo di rimborso, bensì anticipi i flussi positivi che, secondo la valutazioni dell'intermediario, il derivato andrà a generare in futuro a favore del cliente. Questa posizione rispecchia un sostanziale *misleading* dell'architettura che tecnicamente presiede la determinazione di un *Swap* con *up-front*.

Tassi distinti e diversi caratterizzano la valutazione del *fair value* e quella dell'*up-front*. Nella riconduzione al valore attuale risulterebbe improprio impiegare uno stesso tasso, tratto dalla curva zero coupon bond, ordinariamente impiegato sull'OTC fra intermediari bancari di primario *standing*.

Così come avviene nei prestiti reperiti sul mercato, se l'operatore bancario spunta, ad esempio, l'Euribor *flat*, l'operatore economico di norma paga uno *spread* sull'Euribor. Nel titolo obbligazionario, lo *spread* espresso dal mercato rispecchia, rispetto al titolo *free risk*, il rischio di credito ad esso associato; analogamente nel derivato il prezzo espresso dall'intermediario per l'*up-front* rispecchia, in termini di *mark-up*, lo *spread* coerente con il rischio di controparte.

In altri termini l'intermediario sconta nel *mark-up* applicato al cliente la maggiorazione che pratica nei finanziamenti per spesare il rischio di insolvenza della controparte, secondo la categoria di merito nella quale è stata classificata. Nella commistione fra componente aleatoria e componente di rimborso, il rischio rimane invariato, aumenta il costo: *ex-post* il risultato aleatorio del puro *Swap* si somma all'importo determinato dallo *spread* corrispondente al *mark-up* inizialmente calcolato.

Lo schema contrattuale e i termini dello *Swap* appaiono come 'i vestiti dell'imperatore' del noto episodio di Andersen: lo *Swap* con *up-front* maschera, con labili infingimenti, un contratto di finanziamento.

La circostanza che la somma delle due componenti possa risultare nulla o positiva per l'operatore economico non modifica il piano di rimborso del finanziamento che rimane certo e determinato. Separando le due componenti si palesano la natura commutativa e quella aleatoria.

In taluni *Swap* la presenza di un *up-front* arriva a determinare una struttura contrattuale nella quale i flussi di pagamento dell'intermediario – al netto di

quelli posti a carico del cliente – risultano probabilisticamente assai remoti e/o modesti: la componente finanziamento è prevalente e il flusso si configura come il pagamento della rata di rimborso del finanziamento corretta per il più modesto flusso aleatorio riveniente dalla componente di *Swap*. In tali circostanze viene svilita la funzione connaturata al *genus* del contratto, il quale risulta deviato a realizzare, attraverso una forma atipica, un finanziamento. “*Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è una vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo Swap con una prestazione simbolica non è un Swap, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto e cioè lo scambio di due flussi di pagamento*”²⁶.

In altri contratti *Swap* la presenza dell'*up-front* è invece accompagnata da un più significativo scambio di rischio, con liquidazione di un differenziale aleatorio: le due componenti, fuse in un unico flusso, determinano alterne movimentazione finanziarie, seppur prevalentemente a carico del cliente, per la necessaria compensazione dell'*up-front*.

La presenza dell'*up-front* non trova giustificazione alcuna né nella costruzione dello *Swap* né in particolari esigenze o opportunità di mercato. Non sussiste alcun collegamento funzionale dell'*up-front* con lo *swap*, non ravvisandosi alcuna connessione necessaria che ne giustifichi la presenza. In queste circostanze è il *genus* del contratto che ne determina la causa? Oppure occorre riferirsi al principio di prevalenza ed accertare se la funzione dello scambio domini o meno la funzione di finanziamento? Oppure ancora coesistono con pari rilievo le due finalità nel medesimo contratto?

Certo la sottoscrizione di un unico documento negoziale non è necessariamente indice di una struttura unitaria dell'elemento causale, dipendendo questo dall'unicità o pluralità degli interessi economici perseguiti dalla struttura negoziale.

La distinzione tra "negozio complesso o misto"²⁷ e "negozio collegato" si fonda sul diverso grado di compenetrazione tra le pattuizioni contenute e sulla possibile riconduzione o meno delle diverse unità negoziali sotto un unico profilo causale. Nel primo le disposizioni convenute sono necessariamente e funzionalmente combinate al perseguimento di uno scopo pratico unitario, ed è necessario che le diverse figure negoziali perdano la

²⁶ Caputo Nasseti, *Profili civilistici dei contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 1997.

²⁷ In dottrina si differenzia il negozio complesso da quello misto sulla base dei criteri dell'assorbimento, per il primo, e della prevalenza, per il secondo: quando nello schema negoziale una tipologia causale é predominante e le altre hanno carattere meramente accessorio, allora si é in presenza di un negozio complesso; al contrario, quando le tipologie causali sono autonomamente riconoscibili pur se con la prevalenza di una di queste, si avrebbe il negozio misto.

loro individualità, fondendosi in un'unica unica. Nel secondo, al contrario, ciascuna entità negoziale, pur essendo riconducibile ad un "interesse" unitario complessivo, è caratterizzata da un profilo causale distinto ed autonomo, non determinandosi quel rapporto di connessione inscindibile tra le varie disposizioni tipico del negozio complesso. Per cui, anche in presenza di un collegamento negoziale, ciascun contratto collegato mantiene la propria individualità giuridica caratterizzandosi in funzione della propria causa: una pluralità di negozi distinti, legati da un nesso di reciproca dipendenza²⁸.

Ulteriore distinzione opera la dottrina con il negozio indiretto, per tale intendendosi quello mediante il quale le parti utilizzano un paradigma negoziale tipico per conseguire, oltre agli scopi ad esso direttamente congruenti, ulteriori finalità proprie di altro negozio tipico, ovvero con la realizzazione di un negozio atipico, inteso come negozio non coincidente nella sua struttura formale e nella sua identità causale con alcuno dei modelli negoziali contemplati e disciplinati dal legislatore ma rispondente alla finalità del soddisfacimento di un interesse meritevole di tutela ai sensi del secondo comma dell'art. 1322 C.C., ovvero, ancora, con la realizzazione di un negozio complesso, caratterizzato dalla coesistenza in esso di elementi causali appartenenti tipicamente ad altre figure negoziali.

In ogni caso non sembra si possa prescindere dalla disciplina contrattuale in concreto posta in essere, cioè l'effettiva causa intesa come 'funzione della realtà negoziale concreta', indipendentemente dall'istituto contrattuale prescelto²⁹.

²⁸ *"Affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico, che impone la considerazione unitaria della fattispecie, è necessario che ricorra sia un requisito oggettivo, costituito dal nesso teleologico tra i negozi, volti alla regolamentazione degli interessi reciproci delle parti nell'ambito di una finalità pratica consistente in un assetto economico globale ed unitario, sia un requisito soggettivo, costituito dal comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore, che ne trascende gli effetti tipici e che assume una propria autonomia anche dal punto di vista causale.*

Il collegamento negoziale non dà luogo a un nuovo ed autonomo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi. Pertanto, in ipotesi siffatte, il collegamento, pur potendo determinare un vincolo di reciproca dipendenza tra i contratti, non esclude che ciascuno di essi si caratterizzi in funzione di una propria causa e conservi una distinta individualità giuridica." (Tribunale di Rovigo, 25 gennaio - 10 marzo 2011, n. 26).

²⁹ *"per stabilire la disciplina applicabile al contratto di specie, deve individuarsi quale tra i vari elementi causali prevalga sugli altri (secondo la nota teoria della prevalenza, appunto, o dell'assorbimento), fatta salva l'applicabilità della disciplina prevista per gli altri elementi, in quanto compatibile; ovvero della disciplina che risulta dalla sintesi di tutti gli elementi (teoria*

Si può giustificare l'integrazione del regolamento negoziale quando si configura un negozio di tipo complesso caratterizzato da un'unicità di causa: l'*up-front* non è né strumentale, né tanto meno funzionale al contratto *Swap*, dalla cui natura si vorrebbe far discendere l'appartenenza al tipo, con la conseguente applicazione della disciplina riferita a quest'ultimo. Due cause, pur anche collegate, ma prive di rapporto funzionale o accessorio che connetta necessariamente l'una all'altra, conservano la loro autonomia e appare ineludibile l'applicazione delle distinte discipline che le regolano³⁰.

Questo aspetto assume un rilievo particolare. Più che il criterio dell'assorbimento o della prevalenza, appare rispondente una distinzione e separazione della causa creditizia e di quella propria dello *Swap*. A seconda dei concreti assetti contrattuali si potrà individuare quale sia economicamente la prestazione principale o quella prevalente, ma giuridicamente rispondono a cause e finalità, di pari rilievo, distinte e separate³¹.

della combinazione) qualora nessuno di essi possa dirsi prevalere sugli altri.”. (Cass. S.U. n. 26298 e n. 11656/08).

³⁰ Non bisogna trascurare che i contratti *Swap* sono contratti elaborati sulla base del modello anglosassone: sono ‘alieni’ al diritto italiano. “*Trattandosi di contratti alieni, noi dobbiamo evitare di prendere per buono qualcosa perché non è esattamente identico alla fotografia della fattispecie della norma imperativa che vieta. Perché, se noi facessi questo, potremmo lasciarci sfuggire dei casi in cui noi dovremmo invece ritenere la norma imperativa applicabile. Dunque la norma imperativa a fattispecie specifica e analitica non è probabilmente lo strumento idoneo per svolgere questo tipo di controllo. Ecco allora che a me vien fatto di pensare – come ho già scritto – che lo strumento di controllo idoneo sia un vecchio strumento, che abbiamo quasi abbandonato: la norma materiale, che non si preoccupa dello strumento giuridico ma del risultato.*” (De Nova, *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno.*, CEDAM, 2011).

³¹ Maffei, riconducendo l'erogazione dell'*up-front* ai ‘servizi di investimento accessori’, previsti dal T.U.F., ritiene nulla la clausola per assenza dei requisiti di forma e contenuto di cui all'art. 23 del T.U.F. e artt. 30 e 37, rispettivamente del Regolamento Consob n. 11522/98 e n. 16190/07 e nel caso di rimodulazione, con finanziamento della perdita maturata, la nullità, che colpisce la clausola di finanziamento, si estende all'intero *Swap*. “*Non varrebbe obiettare che la clausola di up-front sarebbe una parte del contratto derivato che troverebbe la sua giustificazione economica nell'intero: perché il giudizio intorno alla validità di una parte del contratto concerne sempre essa ed essa soltanto e la questione del suo rapporto con l'intero contratto è solo se la sua eventuale nullità si estenda ad esso. (...) Non occorre dimostrare la debolezza di quella giurisprudenza degli interessi che tende a riconoscere che la clausola, i cui effetti sarebbero vietati, tuttavia si sottrarrebbe alla nullità in ragione del suo c.d. assorbimento funzionale all'interno di una più ampia pattuizione. Questo, infatti, non è il caso dei contratti derivati rinegoziati, conclusi sulla scorta dell'erogazione dell'up-front, dato che l'accredito iniziale la restituzione di una maggiore somma a titolo di restituzione e di interessi non favoriscono né rafforzano, ma semmai limitano o escludono in radice, quella dipendenza dall'andamento del sottostante – l'alea – di cui la funzione del tipo sociale del contratto derivato, comunque la si declini sul piano dei motivi, è tratto caratterizzante. In chiave di c.d. assorbimento funzionale, è semmai la causa dei contratti derivati rinegoziati che resta assorbita nella causa del finanziamento, al pari del contenuto del contratto derivato rinegoziato, le cui formule, invece che riflettere la dipendenza dal sottostante, sono piegate all'esigenza di assicurare all'intermediario*”

Si può concepire una serie di contratti che, senza soluzione di continuità, descrivono una gradazione da 100 a 1 della natura di finanziamento, in termini complementari di puro *Swap*, partendo da un finanziamento nel quale, in corrispondenza all'*up-front* erogato, sono previsti pagamenti unidirezionali, determinati o variabili, sino ad un classico *Swap plain vanilla par*, senza *up-front* e con flussi differenziali aleatori, in corrispondenza del valore assunto dal tasso variabile rispetto ad un tasso fisso prestabilito.

Se, in assenza di una individuazione circostanziata e definita dell'oggetto del derivato, si lasciano liberi i confini di espansione del tipo, si rischia di attrarre nella normativa del TUF operazioni e prodotti propri di altre discipline: i CDS sono stati sottratti alla normativa assicurativa, con i risvolti a cui veniamo assistendo in questi ultimi anni.

Non si pongono per i derivati taluni limiti e presidi posti a tutela della generalità dei contratti. Una flessione del *mark to market*, alla stregua di un comune titolo obbligazionario o azionario, non pone un problema di rispetto dell'art. 1467c.c.: l'alea connaturata allo strumento finanziario rende immanente il rischio di eccessiva onerosità che può conseguire nel tempo.

Tuttavia diversamente si configurano le circostanze nel derivato, quando la flessione del *mark to market* non è ascrivibile al mercato ma è implicita nelle condizioni dell'operazione in derivati, atte a ricomprendere un diverso equilibrio dei benefici, ancorché aleatori, per accomunare all'elemento di scambio il rientro e la remunerazione di un finanziamento, contrattualmente preordinato. L'inserimento di componenti avulse dall'aleatorietà propria al derivato induce una commistione nella quale si annida un arbitraggio normativo, ove non si colgano e separino, oltre la forma, i distinti elementi sostanziali e causali dell'operazione.

Non è 'alieno' al nostro ordinamento l'impiego del negozio indiretto. E' singolare che si voglia intendere l'*up-front* come l'anticipazione dei futuri flussi finanziari attesi, senza coglierne la *consecutio causalis*: senza uno *spread* incrementativo dei flussi attesi dall'intermediario – che copra al tempo stesso l'importo e i relativi interessi commisurati al merito di credito della controparte – non vi sarebbe equilibrio finanziario che giustifichi l'*up-front*. La componente aleatoria, connaturata al *genus* del contratto, non viene sostanzialmente alterata, bensì viene più semplicemente affiancata da un diverso negozio giuridico.

di recuperare il finanziamento e di trarne profitto. Un 'mutuo fra giocatori', non già come un tempo viziato per l'estensione ad esso dell'illiceità del gioco, bensì, sebbene funzionale ad un gioco lecito, illecito esso stesso." (D. Maffei, Contratti derivati, Banca Borsa e Titoli di credito, n. 5/11).

Con l'“accomodante” lettura dell'*up-front* riferita all'anticipo dei flussi, divengono facilmente eludibili i presidi di tutela e trasparenza previsti dal TUB, D. Lgs 385/93, il disposto dell'art. 1284 c.c., le soglie d'usura poste dalla legge 108/96. Qualsiasi finanziamento o mutuo può agevolmente essere replicato, inglobandolo in un'operazione di Swap, oppure ponendo nello stesso una quota della prestazione entro la soglia e relegando in un separato *Swap non par* la componente ulteriore debordante la soglia

I derivati, nel collocamento curato presso le imprese e gli Enti locali, sono spesso risultati connotati dalla presenza dell'*up-front*, una peculiarità inusuale nelle operazioni ordinariamente poste in essere sull'OTC fra operatori professionali, così come inusuali risultano taluni contratti *Swap* che, agendo sui parametri di riferimento, ne modificano l'alea creando una distribuzione dei flussi attesi sbilanciati in un senso nel periodo iniziale e nel senso opposto nel periodo a seguire.

L'atipicità dei derivati offre ampi spazi di costruzione del rapporto negoziale costituente il prodotto finanziario, ma la causa che esaustivamente qualifica il derivato rimane l'alea che si esprime finanziariamente nei differenziali assunti dai parametri di riferimento; qualunque altro aspetto non strettamente funzionale, è estraneo al derivato e risponde ad altre e diverse cause.

Risultando gli aspetti sopra indicati non funzionali all'operazione, appare evidente che il negozio sottostante esprima una causa che non trova piena giustificazione nel *genus* del derivato, ma sottende un'ulteriore causa riconducibile al negozio di finanziamento, che si accumuna al derivato, ora prevalentemente, ora marginalmente.

L'intermediario valuta il rischio di credito insito nel contratto di *Swap* in termini di *spread*, alla stregua di un ordinario finanziamento. E' possibile tecnicamente distinguere, per ogni operazione di *Swap*, l'elemento di finanziamento in essa implicito, sul quale l'intermediario commisura la copertura del rischio di credito; soprattutto in presenza di un *up-front*, un pregnante elemento di trasparenza può essere conseguito esplicitando il tasso corrispondente che viene caricato al cliente per l'*up-front*, così da renderlo più facilmente confrontabile con l'analogo tasso degli ordinari finanziamenti.

E' del tutto equivalente, ad esempio, da un punto di vista finanziario, con un tasso *Swap* del 4,18% su cinque anni, convenire un *Swap* al 7,23% con *up-front* di € 100, oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro *Swap* al tasso di mercato del 4,18%.

Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Up-front: € 100	pagamento semestrale
	Cliente paga	7,23%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
	Mispricing base (su nozionale)	0,91%
	Mispricing aggiunto (su nozionale)	3,91%
Margine di intermediazione (su nozionale)	4,82%	

Scomposizione Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Cliente paga	4,18%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
	Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%
Finanziamento	Finanziamento di € 100	durata 5 anni pagamento semestrale
	rata costante pari a € 15,24 (tasso: 17%)	

Attualmente, con una soglia d'usura del 16,89% per i 'finanziamenti alle imprese e alle famiglie', le condizioni prospettate nello *Swap* sopra riportato configurerebbero l'usura.

Appare funzionale e corretto considerare lo *Swap* con *up-front* la risultante della combinazione di un finanziamento e di un *Swap par*. Ne consegue di riflesso che non si possa prescindere dagli inderogabili principi che presidono la formazione del contratto, la necessaria trasparenza delle condizioni di finanziamento e il debito rispetto delle soglie d'usura.

Finanziariamente potrà risultare complesso ma, in generale, è sempre possibile operare la scissione della componente aleatoria da quella commutativa. Se non si coglie questa distinzione, si viene a rimettere ad aspetti formali la determinazione di uno iato tra la normativa del credito e la normativa dei servizi finanziari, con potenziali zone di elusione nei grigi tratti di confine.