

# Le formule matematiche di calcolo del *Mark to Market* costituiscono elemento essenziale del contratto IRS per l'operatività in strumenti derivati OTC

di AVV. ANDREA BERTUZZO

Sentenza commentata: **Tribunale di Milano, 2 novembre 2023, n. 8533, Est. Ferrari\***

Con la sentenza n. 8533/2023 del 02.11.2023 il Tribunale di Milano è tornato a pronunciarsi su uno degli aspetti di maggior interesse in tema di contenzioso bancario inerente i vizi genetici dei contratti per l'operatività in derivati.

In particolare il Tribunale meneghino ha affrontato il tema della nullità di un contratto IRS che, almeno teoricamente, era stato originariamente stipulato a garanzia della copertura delle fluttuazioni del tasso di interesse variabile di una connessa operazione di leasing finanziario, in merito al quale parte contraente ha contestato in giudizio una serie di vizi, genetici e sopravvenuti.

Come noto, gli Interest Rate Swap c.d. OTC<sup>1</sup> sono contratti derivati atipici che, pur essendo menzionati nel T.U.F., non sono soggetti ad

una specifica normativa. Con il termine "IRS" si intende lo strumento finanziario derivato mediante il quale le parti del contratto si obbligano a scambiare flussi di denaro in base a future date prestabilite, rappresentati da due diversi tassi di interesse calcolati su un capitale di riferimento, ed alle scadenze i due importi di volta in volta possono generare un differenziale reciprocamente positivo o negativo.

Fatte queste brevissime premesse sulla natura del contratto sul quale si è pronunciato il Tribunale di Milano con la citata sentenza, in questo elaborato non ci si soffermerà sugli

#### **Note:**

- \* Sentenza disponibile sul sito internet di Centro Anomalie Bancarie all'indirizzo: <https://centroanomaliebancarie.it/wp-content/uploads/2023/11/1839-Tribunale-di-Milano-2.11.23-Est.-Ferrari-nullita-IRS.pdf>

oramai maggiormente noti profili di criticità, ampiamente affrontati da Giurisprudenza e Dottrina, che affliggono questo tipo di contratti che, per diverse ragioni, sono oramai sempre meno utilizzati e proposti, tra i quali: l'aleatorietà del contratto, il conflitto di interessi dell'intermediario (che riveste nel medesimo contratto la qualità di consulente/offerente), l'adeguata profilatura MiFid del contraente ecc... bensì si porrà l'attenzione su un diverso aspetto che, in considerazione delle molteplici pronunce di segno diametralmente opposto, sta oramai determinando un vero e proprio contrasto giurisprudenziale.

Si tratta della qualifica, o meno, del *Mark to Market* - ed in particolare della specifica indicazione dei suoi criteri di calcolo - quale elemento essenziale del contratto, con ogni conseguente effetto in termini di nullità per indeterminatezza del contratto stesso ex art.1346 c.c. in caso di sua mancanza.

Tale accertamento costituisce uno degli elementi maggiormente controversi e dibattuti in Giurisprudenza, in considerazione del rilevante contenzioso bancario scaturito a fronte delle eccezioni di contraenti insoddisfatti dai risultati economici pesantemente negativi degli IRS proposti - soprattutto in passato - da molti Istituti, in moltissimi casi ad ignari contraenti non qualificati, ma anche alla p.a..

Per *Mark to Market*<sup>2</sup> si intende il metodo di valutazione in base al quale il valore di uno strumento o contratto finanziario risulta periodicamente aggiornato in funzione dei prezzi correnti di mercato e lo stesso trova il proprio riconoscimento in due norme: i) l'art. 203 del T.U.F., che lo descrive come costo di sostituzione degli strumenti finanziari derivati e di quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lettera a) del T.U.F.; ii) l'art. 2427-bis, comma 1, n. 1 c.c., secondo cui nella nota integrativa del bilancio deve essere

indicato per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati il relativo *fair value*, ossia quell'indicatore che, attraverso differenti approcci di calcolo, punta a stimare il prezzo di un bene nel modo più oggettivo possibile, al di là del valore di mercato corrente.

Nei contratti swap il *Mark to Market* costituisce, quindi, l'indice del valore del contratto calcolato ad una certa data ed è pari al valore attuale del differenziale dei flussi finanziari che le parti si scambieranno nel corso del rapporto. Questo valore normalmente viene determinato alla data di sottoscrizione del contratto dalla Banca, nella maggior parte dei casi senza un reale coinvolgimento del contraente non avvezzo a formule matematiche correlate a complesse strutture finanziarie, ed è destinato a mutare nel tempo in considerazione di molteplici fattori che sono parametrati a specifiche formule matematiche.

Proprio con riferimento a queste formule matematiche, Giurisprudenza e Dottrina si sono interrogate riguardo alla natura essenziale, o meno, per il contratto della specifica esposizione dei criteri di calcolo delle stesse, giungendo a conclusioni diametralmente opposte.

Invero, in taluni casi l'omessa specificazione delle formule matematiche di calcolo del *Mark to Market* è stata ritenuta una vera e propria carenza di un elemento essenziale del contratto tale da determinare la declaratoria di nullità dello stesso ai sensi dell'articolo 1346 c.c.<sup>3</sup>; in taluni altri casi la Giurisprudenza è giunta a conclusioni di segno opposto ritenendo non solo non essenziale ai fini della determinatezza del contratto la specificazione delle formule matematiche, ma anche la determinazione del MtM considerando lo stesso (e non solo i criteri per il suo calcolo) come un elemento a carattere meramente eventuale e prognostico<sup>4</sup>.

In altre parole, secondo quest'ultimo

orientamento, il *Mark to Market* rappresenterebbe soltanto un valore teorico e puramente astratto dell'andamento dei tassi d'interesse in caso di scioglimento anticipato del contratto. A sostegno di tale interpretazione è stato, quindi, sostenuto che il MtM diviene operante solo nel caso in cui si proceda a una chiusura anticipata del rapporto e, pertanto, deve essere visto alla stregua di un elemento eventuale del contratto la cui determinazione alla genesi risulta meramente prognostica, con la conseguenza che la declaratoria di nullità per indeterminatezza della pattuizione non si rifletterebbe sull'intero contratto non costituendo elemento essenziale del contratto stesso.

Tale tesi argomentativa, tuttavia, appare miope in quanto non considera che nell'ambito di un contratto IRS swap il MtM rappresenta il metodo di calcolo del differenziale tra i contrapposti flussi finanziari e, quindi, esso stesso costituisce la necessaria specificazione dell'oggetto del contratto che, ove omessa o incerta, non può che determinare indeterminatezza genetica dell'intero rapporto e non solo in ipotesi di cessazione anticipata del contratto o di venire meno dell'esigenze di copertura legate al rapporto di finanziamento collegato.

La tesi che nega la natura essenziale del MtM e delle sue formule di calcolo non pare poi condivisibile in quanto, nell'ambito di un contratto per l'operatività in derivati, il *Mark to Market* non può essere ritenuto alla stregua di una mera previsione sull'andamento dei tassi di interesse poichè, a ben vedere, rappresenta il valore del contratto inteso come attualizzazione dei flussi individuati al momento in cui il valore stesso viene calcolato. Rappresenta, quindi, il valore che l'intermediario attribuisce *ab origine* al differenziale che il derivato potrebbe ipoteticamente realizzare alle scadenze prestabilite in termini di risultato prospettico.

In altre parole, quindi, nonostante il *Mark to*

*Market* venga calcolato sulla base di complesse formule matematiche, esso costituisce in ogni caso l'elemento principale che il contraente ha il diritto di conoscere *ex ante* per poter avere contezza dell'alea effettiva e degli eventuali squilibri nel rapporto Cliente/Banca con riferimento a quel contratto.

Non pare, pertanto, condivisibile la tesi secondo cui, trattandosi di formule matematiche altamente complesse destinate ad operare sulla base di elementi futuri ed incerti, la loro esplicita indicazione nel contratto dovrebbe essere solo eventuale. Risulta, invece, preferibile l'argomentazione contraria secondo la quale l'analitica esplicitazione nel contratto delle formule matematiche, che portano alla determinazione del valore iniziale del MtM e delle sue future fluttuazioni, costituisce un preciso obbligo dell'intermediario sia in ottica di trasparenza verso la controparte contraente sia, soprattutto, perché la manifesta pattuizione delle stesse, indipendentemente dalle vicende future ed eventuali legate a fattori esterni incerti, risulta essenziale in quanto questi elementi costituiscono essi stessi l'oggetto del contratto. Gli obblighi informativi in capo agli intermediari finanziari sono, infatti, di carattere sostanziale, pertanto anche in ordine alla comunicazione del *Mark to Market* e delle sue formule di calcolo l'intermediario è tenuto a fornire al cliente tutte le nozioni utili alle quali fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari in base allo scenario pronosticato.

Concludendo il MtM rappresenta un'informazione determinante per la formazione del consenso del cliente: sebbene le modalità di calcolo possano risultare difficilmente comprensibili, in particolare quando la controparte non riveste la qualità di cliente professionale, tale indicazione è, comunque, suscettibile di determinare il consenso dell'investitore circa la distribuzione dell'alea ed i costi del contratto. L'informativa

contrattuale deve, quindi, concretizzarsi nell'esplicitazione di dati specifici e completi comprensivi delle formule matematiche utilizzate per il calcolo del MtM.

Non possono conseguentemente ritenersi conformi ai predetti obblighi informativi i contratti degli intermediari che si richiamano a formulazioni generiche di criteri di calcolo, ovvero che rimandano alle "quotazioni di mercato"<sup>5</sup>, in quanto in tal caso la valutazione risulterebbe sostanzialmente rimessa alla discrezionalità ed all'arbitrio della parte contrattuale più forte. Limitarsi ad affermare che il MtM è determinato in base alle variazioni dei tassi di interesse equivale, infatti, a fornire un'informazione non dettagliata nei confronti del cliente con riferimento al metodo di calcolo utilizzato per determinare il *fair value* del contratto.

Sul solco di queste argomentazioni si è, recentemente, pronunciato il Tribunale di Milano con la sentenza in commento n. 8533/2023 del 02.11.2023, che ha stabilito che il *Mark to Market*, quale sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, necessita di essere specificato attraverso un conteggio che consenta di procedere allo sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo dell'*Mark to Market* stesso.

In altre parole, secondo la citata pronuncia, il MtM, seppur non potendo essere pattuito in modo determinato al momento della stipula trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare, deve comunque essere determinabile mediante l'esplicitazione a contratto della formula matematica cui le parti intendono fare riferimento.

In quest'ottica, quindi, l'indicazione del criterio

di calcolo del MtM costituisce un elemento essenziale del contratto in derivati e la sua omessa specificazione determina la nullità dell'intero contratto di IRS ai sensi degli artt. 1418 - 1346 del Codice Civile.

Secondo il Tribunale di Milano, infatti, la specificazione dei criteri di calcolo del *Mark to Market* risulta necessaria in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro. Se, pertanto, per la determinazione del *Mark to Market* si pretendesse di fare richiamo alle sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza indicare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato.

Ad avvalorare le conclusioni cui è giunto il Tribunale vi è il richiamo indiretto operato dal legislatore che, stabilendo con l'art. 2427 bis c.c. che le società debbano in bilancio indicare il *fair value* del contratto derivato, cioè il valore in sé del contratto, conferma come il *Mark to Market*, lungi dal configurarsi solo come elemento eventuale del contratto, sia piuttosto una componente necessaria del suo oggetto, tanto da dover essere esplicitata in sede di bilancio. La sentenza così argomenta sul punto: "*Se così è, quindi, dovendo l'oggetto del contratto e, quindi, tutte le sue componenti, essere determinate o quanto meno determinabili, pena la nullità del contratto stesso, sarà necessario che nel regolamento contrattuale venga indicato il metodo di calcolo di tale valore; in difetto, risolvendosi la quantificazione*

*dell'MtM in una determinazione di una delle parti (la banca), non verificabile dall'altra, deve concludersi come esso non risulti determinabile, implicando la nullità dell'intero contratto ex art. 1418 c.c. Tale indeterminatezza, ovviamente, non viene meno per il fatto che in contratto sia stato indicato il MtM alla data di stipula del derivato e, quindi, il valore iniziale dello stesso, in quanto, come si è detto, ciò che rende indeterminato il dato contrattuale non è l'indicazione o meno del MtM iniziale, quanto la formula matematica di attualizzazione prescelta dalle parti per procedere al conteggio del MtM".*

Il Tribunale di Milano con la sentenza in commento ha, quindi, dato ulteriore conforto all'orientamento giurisprudenziale che prevede la nullità dei contratti di swap IRS per indeterminatezza dell'oggetto del contratto ex artt. 1418-1346 c.c. in caso di omessa specificazione di un elemento essenziale individuato non solo nel *Mark to Market* ma anche nei criteri di calcolo dello stesso.

**Note:**

1. [Per OTC si intendono i c.d. mercati “Over The Counter” non regolamentati in cui è possibile negoziare e acquistare strumenti finanziari al di fuori delle borse ufficiali.](#)
2. [MTM letteralmente: “valutare secondo il mercato”.](#)
3. [Cass. civ., Sez. I, n. 21830 del 29/07/2021: “L’indicazione del Mark to Market, compresa l’esplicitazione della formula matematica per la determinazione del calcolo, costituisce elemento essenziale del contratto IRS. La sua omissione, come pure quella dei metodi \(matematici\) su cui determinare l’aleatorietà del contratto, genera \(al pari della carente esplicitazione dei costi impliciti dello stesso o della prospettazione dei suoi c.d. “scenari probabilistici”\) l’impossibilità d’individuare concretamente \(rectius: misurare\) l’alea oggetto dell’IRS, così che il corrispondente contratto deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità dell’oggetto. Tale principio si applica anche ai derivati stipulati da soggetti privati e non solo a quelli stipulati da enti locali”.](#)

[Corte d’Appello Milano, Sez. I, n.4242 del 25/09/2018: “Il mark-to-market - inteso come il valore probabilistico che ex ante si assegna al differenziale a scadenza del derivato, calcolato sulla base di determinati criteri - costituisce un elemento essenziale del contratto, configurandosi come il suo oggetto. Il suo valore deve essere espresso da un numero - non dall’indicazione di una percentuale del nozionale - che rappresenta la sintesi della distribuzione delle probabilità. Inoltre, le modalità di determinazione delle singole prestazioni esecutive dell’IRS devono essere ancorate a criteri tecnico-finanziari chiari ed attendibili e non attraverso “usi piazza” in violazione del divieto di riferimento ad usi, sancito dall’art. 23, comma 2, TUF”.](#)

[Corte d’Appello Perugia, 19/06/2023: “In materia di contratti derivati IRS sottoscritti da enti locali, la nullità deriva dall’assenza negli stessi degli elementi necessari alla misurabilità dell’alea quale causa concreta dei contratti medesimi. Anche in presenza di contratti con finalità di copertura e quindi in ipotesi compatibili con la normativa settoriale sui derivati degli Enti locali ratione temporis vigente, ciò che rileva ai fini della validità dei contratti derivati IRS degli Enti locali è la presenza esplicita nell’accordo tra le parti dei parametri del Mark to Market, dei costi occulti e degli scenari probabilistici, quali criteri necessari per la misurabilità dell’alea”.](#)

[Corte d’Appello Firenze, Sez. II, 09/11/2022: “Il contratto di interest rate swap può ritenersi meritevole di tutela e munito di una valida causa in concreto ove sussista un accordo tra l’intermediario e l’investitore sulla misura qualitativa e quantitativa dell’alea \(calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi\) e comprensivo del Mark to Market, degli scenari probabilistici e dei costi impliciti, dovendo il contratto, in difetto di tale accordo, considerarsi nullo”.](#)

4. [Tribunale Milano n.1717 del 06/03/2023: “Il Mark to Market non costituisce l’oggetto del contratto di IRS. Tale valore non fa parte, quindi, dell’oggetto del contratto e d’altro canto il Mark to Market non è stato inserito esplicitamente dalle Sezioni Unite della Suprema Corte tra gli elementi essenziali di un interest rate swap. Difatti le Sezioni Unite hanno affermato che il Mark to Market rappresenta il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all’operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello swap. Il Mark to Market è, dunque,](#)

tecnicamente un valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l'ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale. La mancata previsione nel contratto di tali metodi e formule per calcolare il Mark to Market non può condurre alla dichiarazione di nullità del contratto. (...) La mera mancanza dell'indicazione della formula matematica per calcolare il Mark to Market, essendo pertinente ad una mera facoltà futura se prevista contrattualmente e comunque eventuale nello svolgimento del programma negoziale voluto dalle parti, non può certamente condurre ad una valutazione di nullità del contratto”.

Tribunale Milano, Sez. VI, n.2399 del 22/03/2021: “Il Mark to Market (MtM) esprime, in un determinato momento, il valore del contratto in base alla previsione degli andamenti futuri dei flussi finanziari e corrisponde al prezzo di mercato teorico che un terzo sarebbe disposto a sostenere per subentrare nel contratto. Viene in rilievo specie in caso di risoluzione anticipata dello swap, quale costo preteso dalla banca per l'estinzione. Di conseguenza non può essere qualificato come essenziale, ai sensi degli artt. 1325 e 1418 c.c., un elemento che rileva solo eventualmente. Il valore del derivato (fair value) deve essere iscritto a bilancio e quindi ogni società deve essere in grado di calcolarlo. L'eventuale diversità di calcolo con la banca non costituisce vizio genetico del negozio”.

Tribunale Parma n.1376 del 15/10/2019.: “Il cosiddetto Mark to Market non costituisce elemento essenziale del contratto IRS, trattandosi di un dato numerico di sintesi (che esprime un'entità economica a vantaggio o a danno del cliente) che dipende dall'interazione di ulteriori e diversi elementi, i quali attingono al mercato e alla peculiare tecnica di selezione degli stessi nel momento in cui sono stati trasfusi nelle clausole contrattuali. Di talché non vi è dunque un unico, certo Mark to Market perché l'operazione – di lungo periodo – sarà in grado di tradurre tanti dati numerici (riassuntivi del risultato economico, calibrato all'attualità), a seconda del momento in cui si interroga il mercato”.

Tribunale Spoleto, n. 504 del 29/06/2023: “In tema di contratto di “interest rate swap”, il “Mark to Market” esprime, in un determinato momento, il valore del contratto in base alla previsione degli andamenti futuri dei flussi finanziari; corrisponde, quindi, al prezzo di mercato teorico che un terzo sarebbe disposto a sostenere per subentrare nel contratto, venendo in rilievo specie in caso di risoluzione anticipata dello “swap”, quale costo preteso dalla banca per tale estinzione. Non si tratta, quindi, di un costo necessariamente pagato dal cliente, con la conseguenza che non può essere qualificato come elemento essenziale, ai sensi degli artt. 1325 e 1418 c.c., del contratto”;

5. Trib. Monza n.1712 del 11.07.2019: “nella determinazione dell'oggetto del contratto di swap, per l'indicazione del Mark to Market non è sufficiente il richiamo alle quotidiane rilevazione dei tassi di interesse, ma è necessaria l'indicazione della formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in base allo scenario pronosticato; in mancanza di tale indicazione, in mancanza cioè dell'esplicitazione del criterio di calcolo del Mark to Market, anche l'eventuale valore negativo attribuito dall'intermediario costituisce un dato non verificabile e rimesso, pertanto, all'arbitrio di una delle parti del contratto.”

Trib. Milano n.7398 del 16.06.2015: “(...) perchè possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente.”