

Studium Generale

Collana di periodici per la didattica universitaria e postuniversitaria

a cura di

Giorgio Cian e Diega Orlando

STUDIUM IURIS

rivista per la formazione nelle professioni giuridiche

COMITATO DI DIREZIONE

VITTORIO ANGIOLINI
SERGIO BARTOLE
GIORGIO CIAN
SEBASTIANO CICCARELLO
GIORGIO CONETTI
GUIDO CORSO
LUIGI COSTATO
ERMINIO FERRARI
GIOVANNI GABRIELLI
GIORGIO MARASÀ

ANTONIO MASI
PIETRO MASI
ORONZO MAZZOTTA
MARCO MICCINESI
FRANCESCO PALAZZO
MARIO RUSCIANO
ANTONIO SERRA
GIORGIO SPANGHER
FERRUCCIO TOMMASEO
ALESSIO ZACCARIA

coordinatore e direttore responsabile

Alessio Zaccaria

*Il giudice unico di primo grado
Verso le scuole di formazione alle
professioni giuridiche*

1998

3

CEDAM

DELLA CAUSA DEL CONTRATTO DI SWAP DOMESTICO¹

di FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

1. ORIGINI DELLO SWAP DOMESTICO

L'innovazione finanziaria comporta continuamente la modificazione dei contratti esistenti, nonché la creazione di nuovi tipi negoziali. Trattasi quasi di un moto perpetuo con il quale la dottrina a fatica – e, comunque, sempre con un certo (fisiologico) ritardo – riesce a tenere il passo.

Uno dei più forti stimoli all'innovazione finanziaria proviene dalle autorità fiscali, valutarie ed amministrative. Paradossalmente, infatti, le normative da queste prodotte sono gli ostacoli

che gli operatori cercano di superare attraverso la creazione di strumenti di ingegneria finanziaria.

Un esempio di nuovo contratto largamente diffusosi sul finire degli anni ottanta è lo *swap* domestico, il quale nacque per ottenere il risultato economico normalmente ottenibile con contratti che erano vietati dalla normativa valutaria.²

Infatti il secondo comma, lett. c, dell'art. 6 del d.p.r. 31 marzo 1988 stabilì il divieto per i residenti di effettuare con contropartite estere operazioni in cambi a termine o con opzione. Gli operatori che necessitavano, comunque, di acquistare o vendere divise a termine (per motivi di copertura o di speculazione) crearono una fattispecie che – rispettando formalmente il dettato legislativo – ne violava di fatto lo spirito.³ Anziché effettuare compravendite a termine di divise, le parti si obbligavano a corrispondere l'una all'altra, ad un termine stabilito, una somma di denaro in valuta nazionale di ammontare pari alla differenza tra il valore in lire di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto ed il valore in lire della stessa somma di valuta estera in un momento successivo contrattualmente stabilito.⁴

Oggetto del contratto non era più la divisa estera, bensì un ammontare in lire determinato in base al valore della divisa.

Detta normativa venne abolita con il d. min. 27 aprile 1990, che portò alla caduta degli ultimi vincoli del previgente sistema valutario basato sul monopolio dei cambi, ma lo *swap* domestico continuò ad essere utilizzato nel mercato finanziario. Il motivo per cui, dopo il 1990, gli operatori non lo abbandonarono va ricercato nei vantaggi che la struttura del negozio comporta rispetto al tipico contratto a termine di divise ed in particolare nel fatto che lo *swap* dome-

¹ Il lavoro è un estratto del cap. II del volume *Profili civili dei contratti «derivati» finanziari*, Milano 1997, della Collana *Contratti & commercio internazionale*, adattato e rielaborato per la presente Rivista.

² Nello stesso senso F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *R. d. comm.* 1987, I, p. 46; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano 1993, p. 289, nota 258. L'obiettivo di mascherare la natura valutaria del contratto e superare le restrizioni allora esistenti è evidenziato da R. CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, tratt. diretto da F. Galgano, Torino 1995, p. 2406.

³ Qualche perplessità nasce da alcune affermazioni che vedrebbero lo *swap* domestico come una tecnica importata dagli Stati Uniti (M. IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *F. pad.* 1987, II, c. 121), come una fattispecie apparsa sui mercati internazionali (R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e impresa* 1988, p. 399), come fonte da cui è derivato l'*interest rate swap* (B. INZITARI, *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, trattato diretto da F. Galgano, Torino 1995, p. 2449). Conferma la creazione del tutto italiana dello *swap* domestico G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *F. it.* 1992, c. 312; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. di impresa* 1990, n. 3, p. 28.

⁴ La definizione è di B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa* 1988, p. 597; oppure *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, cit. p. 2447.

stico consente di evitare – come vedremo in seguito – i costi ed i rischi impliciti della compravendita di divise.

2. DEFINIZIONE DEL CONTRATTO

È opportuno segnalare che la fattispecie *de qua* ha in comune, con altri contratti noti con il termine *swap*, soltanto il *nomen*.⁵

Ad esempio, non vi è relazione alcuna con il contratto di *swap* utilizzato nel mercato dei cambi. In questo ultimo caso esso è sinonimo di contratto «pronti contro termine», cioè quella combinazione di una vendita ed una retrovendita della stessa divisa in tempi diversi, strutturalmente simile al riporto. Tale fattispecie appare *ictu oculi* diversa, in quanto presenta un duplice scambio di divise (quattro pagamenti), mentre lo *swap* domestico comporta un solo pagamento pari alla differenza tra due somme.

Lo *swap* domestico e lo *swap* di interessi e divise (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*) sono le fattispecie per le quali accade di assistere a confusioni, generalizzazioni inesatte ed applicazione delle caratteristiche di una fattispecie all'altra nei tentativi di trarre delle definizioni giuridiche esaustive.

Lo *swap* di interessi e divise è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.⁶ Gli elementi di questa definizione sono il sinallagma tra le due prestazioni, la pluralità dei pagamenti ed il fatto che questi siano determinati su basi diverse. La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l'obbligo di una parte trova ragione di essere nella controprestazione dell'altra.

Trattasi a ben vedere di due contratti assai diversi non solo nelle origini storiche e per i fini pratici che soddisfano, ma anche per la struttura operativa e legale. Dal punto di vista tecnico, infatti, nello *swap* domestico si ha un unico pagamento, il cui ammontare è determinabile solo nel momento successivo dell'esecuzione della prestazione, ed è incerto, al momento della conclusione del contratto, quale dei due contraenti sarà tenuto ad effettuarlo, mentre nello *swap* di interessi e divise la pluralità di pagamenti⁷ è elemento tipico della fattispecie ed è determinato o

determinabile l'ammontare delle prestazioni in capo a ciascun contraente.⁸

⁵ Il d. legisl. 23 luglio 1996, n. 415 stabilisce che è riservata alle banche e alle imprese di investimento l'attività professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento (art. 2, comma 1). Per «servizi di investimento» si intendono «le seguenti attività quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione» (art. 1, comma 3). Per «strumenti finanziari» si intendono, tra gli altri, «contratti a termine collegati a valute, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti» (art. 1, comma 1, lett. h). Gli *swap* domestici rientrano nella definizione di strumenti finanziari essendo contratti a termine collegati a valute la cui esecuzione viene regolata attraverso il pagamento di differenziali in lire. Sintetizzando le norme in relazione agli *swap* domestici emerge che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico di attività di negoziazione, per conto proprio o per conto terzi, avente per oggetto *swap* domestici è riservato alle imprese di investimento e alle banche. Sembra chiaro a questo punto che la «creazione» o «emissione» di *swap* domestici non rientra nella riserva di attività di cui all'art. 2 del citato d. legisl., poiché è la *negoziazione professionale e al pubblico* che risulta oggetto di riserva. Pertanto, se l'emissione (e la relativa offerta al pubblico) di obbligazioni ed azioni, che sono senz'altro «strumenti finanziari», non è riservata alle banche ed alle imprese di investimento, non si vede perché ciò non debba valere per altri strumenti finanziari, quali gli *swap* domestici. Ovviamente se detta emissione è offerta al pubblico, varrà la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio.

⁶ Si vedano i miei precedenti scritti *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *D. comm. int.* 1992, p. 80; *Considerazioni in tema di swaps*, ivi 1993, p. 325-326; *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, cit., p. 36 ss.; inoltre M. MORI, *Swaps*, Padova 1990, p. 25, pp. 318-320, pp. 325-326. Nello stesso senso E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e diritto del terziario* 1992, n. 2, p. 416; ANGERETTI, *Swaps transactions ed eccezione di gioco*, in *G. it.* 1996, I, c. 2 c. 51.

⁷ La pluralità di pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. Nella normalità dei casi si hanno due flussi di numerosi pagamenti. Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, cit., p. 36 ss.

⁸ La maggioranza della dottrina è del parere che lo *swap* di interessi e divise abbia per oggetto le reciproche prestazioni e non la sola differenza (G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *F. it.* 1992, IV, c. 314; M. MORI, *op. cit.*, p. 15 ss., 325; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. credito* 1993, I, p. 612; F. CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swap e interest rate and currency swaps*, in *D. comm. int.* 1990, p. 695; Id., *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, cit., p. 56; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, cit., p. 416; R. AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica*



Lo *swap* domestico può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in lire pari alla differenza positiva tra a) il valore in lire di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in lire della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in lire pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

Emerge, quindi, che oggetto del contratto non è la divisa estera, bensì le obbligazioni di pagamento in lire, il cui *quantum* è determinato con riferimento al valore della divisa in momenti temporali diversi. Inoltre, poiché la differenza tra i valori citati potrà essere (salvo il remoto caso in cui non vi sia differenza, nel qual caso nulla sarà dovuto dalle parti) alternativamente soltanto positiva o negativa, al momento della conclusione del contratto risulta incerto quale parte dovrà eseguire la propria prestazione dedotta in contratto.

La fattispecie così descritta ricorda la contestata categoria dei contratti differenziali semplici.⁹

La fattispecie appare anche simile ad un contratto di cambio a termine caratterizzato dalla liquidazione in compensazione ed in lire della differenza tra il valore delle due prestazioni allo scadere del termine. In altre parole, a differenza di un normale contratto a termine che presuppone la consegna a data futura prestabilita di una somma in divisa contro il pagamento di una somma in un'altra divisa, le parti concordano di effettuare un solo pagamento pari alla differenza

espressa in lire tra il valore futuro delle divise.

Alfa può vendere oggi con consegna tra sei mesi un milione di dollari contro 1.600 milioni di lire e contestualmente concorda di compensare il controvalore in lire di un milione di dollari calcolato al cambio in vigore tra sei mesi e 1.600 milioni di lire, cosicché pagherà una somma denominata in lire se il controvalore in lire di un milione di dollari sarà superiore a 1.600 milioni di lire o riceverà una somma denominata in lire se il controvalore in lire di un milione di dollari sarà superiore a 1.600 milioni di lire.

Il contratto di *swap* domestico appare simile anche ad una scommessa sul valore futuro della divisa. Lo stesso risultato della fattispecie in esame, infatti, potrebbe essere raggiunto qualora le parti scommettessero sul valore del dollaro tra sei mesi: se superiore al cambio di 1.600 lire per dollaro Alfa pagherà un milione di lire per ogni lira in più rispetto al cambio di 1.600, mentre riceverà un milione di lire per ogni lira in meno rispetto al cambio di 1.600.

In altre parole lo stesso risultato economico (e giuridico: pagamento di una certa somma carico di una sola parte) può essere raggiunto con (almeno) tre fattispecie diverse: contratto differenziale, contratto di cambio a termine caratterizzato dalla liquidazione in compensazione ed in lire o scommessa.

Il problema da affrontare è identificare quale di questi casi rappresenti lo *swap* domestico.

La soluzione non è di poco peso, perché potrebbe consentire di risolvere i dubbi sulla causa aleatoria o commutativa e, conseguentemente, sulla natura tipica o atipica del contratto. In via di prima approssimazione se lo *swap* domestico fosse annoverato tra le scommesse (o, in certa misura, al contratto differenziale) esso sarebbe un contratto tipico certamente aleatorio e privo di tutela piena (art. 1933 c.c.). Se, al contrario, fosse considerato un contratto di cambio a termine, sebbene caratterizzato dalla pattuizione compensativa in lire, sarebbe un contratto tipico, non aleatorio, con piena tutela giuridica. Va da sé che la soluzione avrà significato anche ai fini della risoluzione del contratto per eccessiva onerosità.

Un autore ha affermato – con riferimento ai *currency swap* – che il contratto di cambio a termine non perde la sua qualificazione di compravendita tipica per il solo fatto della liquidazione per differenza delle prestazioni.¹⁰ Negandone l'assimilazione al contratto differenziale, egli ribadisce la natura commutativa del contratto e la

finanziaria, in *Quadrimestre* 1991, p. 22; L. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria* 1993, n. 2, p. 49; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano 1993, p. 287.

⁹ La *vexata quaestio*, che può farsi risalire agli inizi del 1700 (SUPINO, *La questione ultrasecolare dei contratti differenziali*, in *D. comm.* 1927, p. 215), trae origine da alcune non felici disposizioni normative di borsa. Di contratto differenziale come contratto unitario e diverso dalla compravendita si può parlare quando le parti convengono con una sola manifestazione di volontà al momento della stipula che non vi sarà alla scadenza la consegna dei titoli ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il prezzo dei titoli al momento della scadenza. Questa fattispecie viene definita contratto differenziale semplice (L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano 1969, p. 391 ss.).

¹⁰ F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *R. d. comm.* 1987, I, p. 47.



non risolubilità ai sensi dell'art. 1467 c.c. in quanto le parti accettano questo tipo di alea economica, che rientra nella normale alea contrattuale.¹¹

Un altro autore, rilevando che l'esistenza dello scambio non è contraddetta dalla circostanza che lo *swap* domestico si esegue con un versamento a carico di una sola parte, dichiara la natura *atipica* e *commutativa* del contratto.¹²

Pur affermando – come i precedenti Autori – che la liquidazione per differenze non annulla, sul piano giuridico, lo scambio tra le obbligazioni principali delle parti, un'altra dottrina ha ritenuto il contratto *atipico* e *aleatorio*.¹³

Altri hanno affermato che il contratto di *swap* domestico ha per oggetto la sola *differenza* tra due ammontari che rappresenta una figura atipica aleatoria, dissimile dalla scommessa.¹⁴ Altri hanno assimilato la figura *atipica aleatoria* alla scommessa.¹⁵

In sostanza si è detto di tutto e il contrario di tutto: dal contratto tipico commutativo al contratto differenziale atipico aleatorio.

3. DELLA CAUSA

È bene pertanto prendere le mosse dall'analisi della causa del contratto nel tentativo di chiarirne la natura.

È bene anche premettere che ciascuna tesi è di per sé corretta, nel senso che possono coesistere teoricamente sia contratti di scambio con patto compensativo in lire, sia contratti differenziali che hanno per oggetto una somma, calcolata in base a certe formule, dovuta alternativamente da una delle parti, sia scommesse sul corso dei cambi. In altre parole in tutti e tre i casi le parti si obbligano ad effettuare un pagamento pari alla differenza tra due somme.

Il meccanismo dello *swap* domestico si adatterebbe in teoria a tutte e tre le fattispecie ora descritte. Quel che le distingue altro non può che essere la causa del negozio ed è appunto in questa direzione che deve dirigersi l'analisi.

Le origini storiche della fattispecie indurrebbero a ritenere che lo *swap* domestico sia assimilabile ad un contratto differenziale semplice, dato che nacque per superare il divieto di effettuare compravendite di divise a termine, e, quindi, è proprio lo scambio tra divise che le parti intenzionalmente desideravano evitare per non incorrere nel divieto valutario. Se, infatti, il divieto colpiva dette operazioni, non sarebbe valso, per superarlo, stabilire che l'esecuzione di una ven-

dita a termine di divise avvenisse in compensazione ed in lire. Fu necessario, invece, modificare *in toto* l'oggetto del contratto: non più lo scambio della divisa straniera contro pagamento del prezzo, bensì una somma in lire il cui ammontare e debitore viene determinato allo scadere del termine scelto dalle parti.

Le parti determinavano, con una sola manifestazione di volontà al momento della stipula del contratto, che non vi sarebbe stata alla scadenza la consegna della divisa ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il valore della divisa al momento della scadenza.

Inoltre la lettura del contratto modello dell'ABI conferma questa impostazione, tant'è che il regolamento contrattuale non contiene – al contrario del modello ABI per gli *interest rate swaps* – alcuna clausola di compensazione tra le obbligazioni delle parti, in quanto, appunto, non esistono reciproche obbligazioni, ma soltanto una è dedotta in contratto.

Va a questo punto ricordata la *vexata quaestio* dei contratti differenziali semplici.¹⁶ La dottrina meno recente liquidò il problema, sulla base della constatazione che i contratti differenziali semplici non esistevano nella prassi mercantile e finanziaria, affermandone la natura aleatoria del tutto simile alla scommessa. Se, pertanto, lo *swap* domestico fosse un contratto differenziale semplice si dovrebbe ritenere – in linea con detta dottrina – che esso sia privo della azione di pagamento.

Orbene, vi è da dire che in realtà non esiste

¹¹ F. CHIOMENTI, *op. cit.*, p. 49.

¹² M. MORI, *Swap*, Padova 1990, p. 25, p. 318.

¹³ R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e impresa* 1988, p. 393; *Id.*, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, cit., Torino, 1995, p. 2423 ss. Nel primo articolo l'autrice ritenne che « il sia pur sfumato confine tra l'area della libera determinazione del contenuto contrattuale e quella della atipicità » non veniva sorpassato, mentre nel secondo argomenta concludendo per la atipicità del contratto.

¹⁴ M. IRRERA, *op. cit.*, 121; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 619; D. PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933*, in *R. di borsa* 1989, n. 2, p. 36 ss; *Id.*, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *D. comm. int.* 1992, p. 186. F. ROSSI nota che il *domestic swap* può presentare una marcata affinità con il contratto differenziale (*Profili giuridici del mercato degli swaps*, cit., p. 614).

¹⁵ M. MATTEUCCI, *op. cit.*, p. 31 ss.

¹⁶ Cfr. nota 9.

una avversione nel nostro ordinamento verso i contratti c.d. differenziali, la cui esistenza ed autonomia risulta, peraltro, tutt'altro che pacifica. Se l'ordinamento non vieta la compensazione tra due prestazioni di un contratto di compravendita rese omogenee in fase di esecuzione, come pure non vieta la compensazione delle obbligazioni sorgenti da una vendita e successiva retrovendita, non si vede perché debba vietare un contratto che realizzi direttamente – e non come risultato della compensazione – gli stessi interessi economici.¹⁷

Al contrario è stato autorevolmente sostenuto che i contratti differenziali svolgono una « preziosa funzione di separare i rischi diversi, permettendo a ciascun operatore di assumere soltanto quelli che ritiene, in relazione alle sue esigenze e alle sue capacità, di poter affrontare e di saper gestire. I derivati non solo non generano nuovi rischi, ma permettono (permettono, non assicurano) una distribuzione migliore di quelli esistenti. In questo, come in altri aspetti, essi appartengono non alla sfera del gioco d'azzardo, ma a quella dell'assicurazione, un campo dell'economia e della finanza senza il quale né la famiglia né l'impresa potrebbero prosperare ».¹⁸

Ammesso e non concesso che di differenziale semplice si tratti, prima di aderire alle conclusioni della precedente dottrina, peraltro ormai datata, e alla conseguente applicabilità dell'art. 1933 c.c. (il contratto differenziale semplice è stato ritenuto contratto aleatorio assimilato alla scommessa) bisogna verificare se lo *swap* domestico mira a soddisfare una causa diversa dalla scommessa e meritevole di tutela piena.

Nel mondo della moderna finanza è sempre più presente la necessità di contenere i rischi di

consegna (*delivery risk*) emergenti dai contratti a prestazioni corrispettive da eseguirsi contestualmente. Le compravendite di titoli e di divise, infatti, espongono i contraenti al rischio di aver eseguito la propria prestazione (pagamento o consegna) senza aver ricevuto la controprestazione. Il contenimento di detto rischio è un obiettivo delle autorità monetarie e di vigilanza mondiali, in quanto consente una maggiore stabilità dei mercati, e numerose iniziative ed istituzioni operano da tempo al fine di ridurre detto rischio. Nel settore delle compravendite dei titoli, ad esempio, esistono numerose società¹⁹ che eseguono un servizio di *delivery versus payment* (consegna contro pagamento), in base al quale il venditore ordina all'intermediario di consegnare i titoli al compratore solo contro pagamento del prezzo ed il compratore ordina allo stesso intermediario di pagare il prezzo al venditore solo contro consegna dei titoli. Quando l'intermediario riceve dal venditore i titoli e dal compratore il denaro esegue lo scambio consegnando il dovuto ai rispettivi contraenti. Nel mercato dei cambi questo meccanismo risulta assai più difficile da realizzare in quanto l'esecuzione dei pagamenti non può essere accentrata in un solo luogo, come avviene per i titoli, dato che i pagamenti si eseguono di norma nei paesi che hanno emesso la divisa oggetto del contratto. Ad esempio in una compravendita di dollari contro yen giapponesi – a causa del fuso orario, il quale comporta che la giornata lavorativa di Tokyo si conclude prima che quella di New York inizi – il venditore di yen esegue la propria consegna molte ore prima di ricevere i dollari e, pur essendo le prestazioni corrispettive e dovute contestualmente, rimane esposto al rischio di non ricevere la controprestazione. La controparte, invece, è in grado di sapere, prima di pagare, se il pagamento a suo favore è stato eseguito, per cui non è esposta a nessun rischio.

Con un volume giornaliero di operazioni in cambi stimato in circa 1.190 miliardi di dollari²⁰ le risultanti ampie esposizioni sono fonte di notevole preoccupazione a livello internazionale ed in questo senso le autorità monetarie dei maggiori paesi e quelle internazionali sono impegnate nello studio di sistemi atti a ridurre i rischi di regolamento nel mercato dei cambi.²¹ Nel settore privato è stata creata la *Exchange Clearing House Ltd*, Londra, nota come *Echo*, al fine di ridurre il rischio di consegna nelle operazioni in cambi. Essa, oltre ad essere strutturata in maniera tale da essere di fatto esente dal ri-



¹⁷ D. PREITE, *Contratti differenziali ed articolo 1933*, cit., p. 35.

¹⁸ T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico, Banca d'Italia* 1996, n. 26, p. 61.

¹⁹ Note *clearing houses* sono *Euro-clear Clearance System S.C.*, Bruxelles, *Cedel Bank S.A.*, Lussemburgo, *Schweizerische Effekten-Giro A.G.*, Zurigo, *Bank of Japan*, Tokyo per i titoli di stato giapponesi.

²⁰ BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Basilea, Maggio 1996; BANCA D'ITALIA, *Il turnover del mercato dei cambi*, in *Bollettino Economico* 1990, n. 14; Id., *Il turnover sul mercato dei cambi in Italia*, ivi 1992, n. 19; Id., *Il turnover sul mercato dei cambi in Italia*, ivi 1995, n. 25.

²¹ BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, Basilea, marzo 1996.

schio di insolvenza,²² si sostituisce – attraverso una novazione soggettiva – alle parti originarie di un contratto di cambio, rendendo così possibile una eventuale compensazione con altri pagamenti e, conseguentemente, la riduzione dei costi e dei rischi legati ai pagamenti. Struttura sostanzialmente simile è adottata dalla *Multinet International Bank*, l'equivalente della *Echo* per il nord America. Inoltre le maggiori banche internazionali hanno annunciato nel marzo del 1996 il progetto di creazione di una *clearing house* che operi nel mercato dei cambi a livello mondiale, 24 ore al giorno, senza soluzione di continuità. Questi progetti comportano investimenti miliardari per la loro realizzazione.

Alla luce di quanto sopra si può fondatamente affermare che esiste una esigenza genuina di contenere i rischi di consegna. Il meccanismo dello *swap* domestico consente di contenere detto rischio ed è in questo campo che va ricercata la ragione che ne ha determinato la sopravvivenza dopo l'abolizione delle restrizioni valutarie che ne furono la scaturigine.

A comprova di quanto sopra conviene citare una fattispecie nota nell'euromercato con il termine *SAFE*, *Synthetic Agreements for Forward Exchanges* (o più in particolare *FXA*, *Forward Exchange Agreements*), che è stata concepita specificamente per consentire la riduzione dei rischi legati alla consegna delle divise. La *British Bankers' Association*, che ha creato nel 1989 un contratto modello *ad hoc*, ha affermato che i *SAFE* «were designed to allow trading in forward foreign exchange swaps with relatively low settlement risk. Settlement of these instruments was by means of a single payment reflecting the movements in spot and forward exchange rates between the inception of the contract and settlement».

La causa o funzione tipica andrebbe, pertanto, individuata nella volontà di ridurre i rischi finanziari (derivanti dalla consegna) impliciti nella compravendita di divise ed, inoltre, di ridurre i costi del regolamento normale delle prestazioni con pieno scambio.²³

4. DELL'ALEA CONTRATTUALE

Ammettendo anche che lo *swap* domestico sia un contratto aleatorio, l'art. 1933 c.c. – è noto – non vale per tutti i contratti aleatori, e senz'altro non vale per quei contratti la cui attribuzione dei vantaggi e svantaggi trovi ragion d'essere in una funzione socialmente apprezzabile.

A questo punto ci si domanda se detto scopo

(contenere i rischi di consegna e ridurre i costi) non presupponga una compravendita a termine di divise, la cui esecuzione avvenga tramite una compensazione tra il valore (in lire) al momento dell'esecuzione delle due prestazioni originarie (consegnare una determinata somma in divisa contro ricezione di una determinata somma in lire). Si tratterebbe di una qualificazione della causa tipica della compravendita.²⁴

Se questo approccio fosse corretto, l'alea economica del contratto sarebbe elevata – come in tutti i contratti a termine sulle divise –, ma la causa rimarrebbe commutativa. Il rischio delle oscillazioni dei cambi presente nello *swap* domestico è comune a ogni vendita a termine di divise, anzi non è minore o maggiore della stessa, e farebbe parte dell'alea normale del contratto, di quell'alea che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale. L'alea normale è stata definita come quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità; rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto.²⁵ Lo *swap* domestico conseguirebbe, sebbene in maniera «sintetica», lo

²² La *Echo* beneficia di una serie di garanzie reali e personali emesse dagli operatori partecipanti alla attività in cambi tali da distribuire in maniera diffusa i rischi e da renderla di fatto esente dal rischio di insolvenza.

²³ Movimentare grandi somme di divise comporta dei costi significativi per il servizio reso dalle banche e dalle casse di compensazione, per cui ridurre il numero dei pagamenti e/o il loro ammontare comporta un contenimento di detti costi.

²⁴ F. CHIOMENTI (*op. cit.*, p. 47) afferma che «la qualificazione di compravendita non è messa in questione dal modo in cui viene strutturata l'operazione, cioè vale sia che l'operazione preveda lo scambio degli importi o soltanto il versamento delle differenze (*omissis*). Da tempo è stato dimostrato (ma la confusione è ricorrente) che manca di ogni autonomia la pretesa figura del contratto differenziale, che non è se non la compravendita a termine (o il riporto) la cui esecuzione si risolve nella liquidazione delle differenze: questa è solo una modalità di conseguire l'oggetto del contratto, il quale sta nello scambio di una cosa contro prezzo». R. CAVALLO BORGIA (*Le operazioni su rischio di cambio*, cit., p. 2423) afferma che la liquidazione delle differenze non annulla sul piano giuridico le obbligazioni principali assunte con il contratto di cambio. «In altri termini la possibilità che l'operazione finanziaria venga liquidata per saldi e senza lo scambio degli importi totali non trasferisce la fattispecie negoziale al di fuori della sfera generale di un contratto di compravendita».

²⁵ A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino 1952, p. 173.



stesso risultato del contratto a termine di divise e, al pari di quest'ultimo, non sarebbe contratto aleatorio.

Non varrebbe, pertanto, una dichiarazione delle parti che qualificano questo contratto come aleatorio per escludere l'applicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità. Un contratto non diventa aleatorio soltanto perché le parti lo definiscono tale.²⁶ Se lo scopo delle parti è di evitare l'applicazione dell'istituto citato (art. 1467 c.c.), basterà un'espressa previsione *ad hoc* mirante a rimuovere il diritto dei contraenti a far ricorso a tale norma.²⁷ Da ciò discenderebbe la non risolubilità del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta. Nella pratica commerciale, inoltre, è normale introdurre nel regolamento negoziale una clausola che esclude *ad abundantiam* l'applicabilità dell'art. 1467 c.c.

²⁶ M. SCALFI, VOCE *Alea* in *Dig. disc. priv. - sez. civ.*, Torino 1987, p. 259; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, cit., p. 85; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in F. RIOLO (a cura di), *I derivati finanziari*, Milano 1993, p. 33; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. dell'impresa* 1990, n. 3, p. 29.

²⁷ La non applicabilità dell'art. 1467 c.c. è sostenuta anche da G. FERRARINI, *I derivati finanziari*, cit., p. 40 e ss., il quale, analizzando la categoria dei contratti derivati in generale, afferma che la norma citata non dovrebbe trovare applicazione vuoi perché il singolo strumento abbia natura aleatoria (come il *fra*), vuoi perché, pur avendo il singolo contratto natura commutativa, lo stesso presenti una alea normale «illimitata».

²⁸ Nello stesso senso M. MORI, *op. cit.*, p. 324, la quale argomenta convincentemente che non sembra accettabile la motivazione secondo la quale la causa del contratto sarebbe da ricercarsi nella copertura dei rischi.

²⁹ Nello stesso senso A. PERRONE, *op. cit.*, p. 91, il quale argomenta *ex art.* 1935 c.c. che la sussistenza di un interesse meritevole di tutela in capo ad almeno una delle parti preclude la possibilità di sollevare l'eccezione di gioco.

³⁰ Cass. 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. F. it.* 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina A. PERRONE critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi che inducono le parti a stipulare al fine di determinare la natura giuridica (*Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. credito* 1995, II, p. 80) e sottolinea che più correttamente si devono considerare gli interessi che il contratto è diretto oggettivamente a soddisfare (sebbene ammetta poi che in presenza di un intento speculativo di entrambi i contraenti trovi applicazione l'art. 1933 c.c.). Nello stesso senso F. ROSSI afferma che è evidente che dal «motivo» soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di swap (*op. cit.*, p. 612; *Id.*, *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, cit., p. 90). In senso contrario M. MATTEUCCI, *op. cit.*, che assimila lo *swap* concluso con fini speculativi al contratto differenziale e ritiene ad esso applicabile l'eccezione di gioco *ex art.* 1933 c.c.

I motivi che inducono le parti alla conclusione del contratto dovrebbero, pertanto, rimanere estranei alla qualificazione della fattispecie e ciò non solo perché altrimenti si introdurrebbe l'onere in capo ai contraenti di verificare di volta in volta il motivo della controparte – con i conseguenti effetti negativi sul mercato dovuti all'incertezza sulla tutela delle posizioni contrattuali –. Si dovrebbe prescindere *in toto* dalla considerazione dei motivi (siano essi di copertura di preesistenti rischi o speculativi) che inducono le parti a contrarre.²⁸ Tutt'al più nel vigore della abrogata normativa valutaria avrebbe potuto avere rilevanza l'art. 1435 c.c. nella misura in cui le parti si fossero determinate a contrarre per il solo motivo illecito, comune ad entrambe, di eludere il monopolio dei cambi. Se una parte speculasse sui cambi attraverso uno *swap* domestico e l'altra, invece, non speculasse, il contratto certo non potrebbe qualificarsi aleatorio.²⁹ Qualora anche entrambe le parti concludessero il contratto con intenzioni speculative, lo *swap* domestico non potrebbe essere considerato aleatorio, in quanto è ben noto che i moventi subiettivi e psicologici, che hanno spinto le parti a stipulare un accordo contrattuale, non si identificano col requisito essenziale della causa di esso e non hanno, di regola, rilevanza giuridica.³⁰

Qualunque sia la scelta dell'interprete circa la natura aleatoria o commutativa dello *swap* domestico si dovrebbe in ogni caso giungere, sebbene seguendo strade diverse, alla non applicabilità dell'art. 1933 c.c.

Assumendo, infatti, come corretta la sopra descritta valutazione della causa (contenimento dei rischi di consegna e dei costi inerenti alle compravendite di divise), se il contratto fosse aleatorio troverebbe completa protezione nell'ordinamento giuridico, al pari di altri contratti aleatori la cui causa non sia meramente ludica, data la funzione socialmente apprezzabile svolta. Come contratto aleatorio non si porrebbe il problema della risoluzione per eccessiva onerosità *ex art.* 1467 c.c.

Se, invece, si optasse per la natura commutativa alla luce della considerazione che il risultato dello *swap* domestico – dal punto di vista del trasferimento dei rischi e dell'alea economica – è ottenibile con una compravendita a termine di divise (la cui natura commutativa non è messa in discussione), il problema della applicabilità dell'art. 1933 cit. non si porrebbe affatto. Si porrebbe, invece, il problema della risoluzione per eccessiva onerosità, che verrebbe, però, supera-



to in base al secondo comma dell'art. 1467 cit., poiché la risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nella normale alea del contratto e, nel caso *de quo*, la normale alea economica comprenderebbe – come ogni contratto a termine sulle divise – il rischio di oscillazione, anche notevole, dei cambi.

In ogni caso, comunque, i motivi che hanno indotto le parti a contrarre, siano essi di copertura di un preesistente rischio di cambio o di mera speculazione, dovrebbero essere ininfluenti nell'esame della definizione del contratto. La causa del contratto (: il contenimento dei rischi di consegna e dei relativi costi) si realizza indipendentemente dal fatto che una o entrambe le parti abbiano contratto per motivi di copertura o speculazione. La causa tipica di una compravendita di divisa (: lo scambio di divisa contro prezzo) non muta se una o entrambe le parti abbiano concluso il contratto soltanto per speculare sul corso dei cambi!

Quanto descritto in precedenza dovrebbe essere sufficiente per sgomberare il campo dai dubbi circa la piena azionabilità delle obbligazioni nascenti dallo *swap* domestico e, in questi termini, non si porrebbe il problema della applicabilità dell'art. 1933 c.c.³¹⁻³²

³¹ Altri autori, pur considerando lo *swap* domestico come un contratto aleatorio, hanno ravvisato l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. nel fatto che esso realizza «una funzione socialmente apprezzabile, perché riesce a creare quella copertura, quel controllo del rischio del cambio degli interessi» (B. INZITARI, *Swap*, in G. DE NOVA (a cura di), *La banca e i nuovi contratti*, Milano, 1933, p. 55).

³² Unico precedente giurisprudenziale fino ad ora edito in materia di *swap* domestico risulta un provvedimento del Tribunale di Milano in data 24 novembre 1993 (*Banca, borsa, tit. credito* 1995, II, p. 80) in merito ad una ingiunzione di pagamento di una banca verso un proprio cliente, il quale era debitore della stessa in seguito ad alcuni contratti di *swap* domestico. Il cliente asserì di aver operato con fine meramente speculativo e la banca riconobbe che le operazioni avevano *per il cliente* (non per la banca, la quale aveva sempre coperto con operazioni di segno contrario quelle effettuate con il cliente) finalità speculativa. Il Tribunale respinse l'ingiunzione alla luce dell'eccezione formulata ai sensi dell'art. 1933 c.c., affermando che «si deve escludere che le operazioni di *swap* fossero obbiettivamente finalizzate ad assicurare al cliente la copertura od il controllo di rischi connessi alla variazione dei cambi rispetto ad obbligazioni sottostanti». Pur risultando difficile, alla luce della sinteticità della motivazione, ricostruire la vicenda giudiziale, è possibile commentare il principio di diritto applicato. Occorre osservare che appare quantomeno opinabile il fatto che si sia ritenuto applicabile l'art. 1933 c.c. ad un contratto nel quale *uno soltanto* dei contraenti abbia agito con intento speculativo. L'altro contraente – la banca – non aveva intento speculativo, ma tale elemento non ha avuto peso nella decisione del tribunale. Non si comprende per quale motivo l'intento di una parte «valga» di più dell'intento dell'altra. Tutt'al più l'intento speculativo avrebbe dovuto essere comune ad entrambe le parti. Ma anche in questo caso la decisione non sarebbe apparsa condivisibile, in quanto l'applicazione dell'art. 1933 richiede che la causa – e non i motivi di una o entrambe le parti, motivi che rimangono estranei alla causa del negozio – del contratto non meriti piena tutela. Al contrario è noto che la causa del contratto di *swap* domestico, soddisfacendo una esigenza socialmente apprezzabile – quale, appunto, la riduzione dei rischi di consegna nelle operazioni in cambi – gode di piena tutela giuridica, e ciò, si ripete, indipendentemente dai motivi delle parti. Il principio applicato dalla sentenza in esame favorisce il ricorso ad una pratica immorale: il debitore di un contratto differenziale può rifiutarsi di onorare i propri debiti, sfruttando l'ignoranza o la buona fede della controparte nella certezza dell'impunità legale.

