

ENCICLOPEDIA DEL DIRITTO

ESTRATTO

ANNALI VI

Francesco Caputo Nassetti

STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

pubblicazione fuori commercio

GIUFFRÈ

STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. La riserva di attività. — 3. Il regime speciale. — 4. La definizione di strumenti finanziari derivati. — 5. Premessa terminologica. — 6. *Interest rate swap; interest rate and currency swap*. — 7. *Domestic currency swap*. — 8. Le opzioni sul tasso di interesse. — 9. Le famiglie di contratti derivati. — 10. I cinque prototipi. — 11. Analisi della definizione di strumenti finanziari derivati.

1. *Introduzione*. — L'espressione « strumenti finanziari derivati » è stata introdotta nel nostro ordinamento con il comma 3 dell'art. 1 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58: t.u. fin.) con riferimento specifico ad una lista di fattispecie negoziali generalmente ed in prima approssimazione note con il termine « contratti derivati ».

Prima di affrontare l'analisi di alcune fattispecie di strumenti finanziari derivati è utile dare un inquadramento sistematico circa la funzione della definizione stessa.

Come vedremo in seguito, la definizione di strumenti finanziari derivati altro non è che un'articolata lista di fattispecie negoziali tra loro disomogenee descritte con diversi criteri ed individuate a volte attraverso riferimenti a categorie finanziarie, a volte attraverso elementi e caratteristiche comuni a più fattispecie e a volte utilizzando termini tecnici inglesi con il risultato che diversi negozi rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati in più di una delle fattispecie elencate nella norma citata.

Appare, quindi, utile capire da subito le conseguenze dell'inclusione di un determinato negozio nella lista degli strumenti finanziari derivati.

Le conseguenze sono essenzialmente due:

a) la negoziazione — ed altre attività che vedremo in dettaglio tra breve — di strumenti finanziari derivati professionale nei confronti del pubblico è un'attività riservata alle banche ed alle imprese di investimento;

b) in tale caso si applica un regime negoziale speciale concepito per tutelare l'interesse dei clienti e l'integrità del mercato.

Ne consegue che in diverse ipotesi — quali, ad esempio, la negoziazione occasionale o la negoziazione non nei confronti del pubblico — gli strumenti finanziari derivati non sono soggetti alla riserva di attività ed al conseguente regime negoziale speciale.

Per tali fattispecie, tutt'altro che secondarie, il regime giuridico applicabile attraverso il corretto inquadramento del negozio è quello ordinario.

Dal punto di vista metodologico seguiremo questo ordine: dopo aver indicato il perimetro

della riserva di attività (§ 2) ed aver fatto alcuni cenni sul regime speciale applicabile agli strumenti finanziari derivati oggetto di riserva (§ 3), vedremo la definizione normativa di strumenti finanziari derivati (§ 4). Data la complessità della definizione si rendono necessarie alcune precisazioni terminologiche (§ 5) per poi affrontare l'analisi di alcune tra le numerose fattispecie di contratti derivati finanziari (§ 6-8), rimandando ad altri contributi in merito agli specifici contratti derivati. Seguono le classificazioni per famiglie di contratti (§ 9) e la *reductio ad unitates* degli stessi a cinque prototipi (§ 10). A quel punto si potrà finalmente affrontare l'analisi della definizione di strumenti finanziari derivati e la riconducibilità a tale definizione delle diverse fattispecie di contratti derivati finanziari (§ 11).

2. *La riserva di attività*. — Il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, nel confermare l'impostazione introdotta con la l. 2 gennaio 1991, n. 1, stabilisce che « l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche » (art. 18 comma 1).

Il comma 5 dell'art. 1 t.u. fin. recita che per « servizi e attività di investimento » si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari (la cui definizione include gli strumenti finanziari derivati): « a) negoziazione per conto proprio (1); b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli (2); e) ricezione e trasmissione di ordini (3); f) consulenza in materia di investi-

(1) « Per “negoziazione per conto proprio” si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker » (art. 1 comma 5-bis t.u. fin.). « Per “market maker” si intende il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti » (art. 1 comma 5-quater t.u. fin.).

(2) « Per “gestione di portafogli” si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti » (art. 1 comma 5-quinquies t.u. fin.).

(3) « Il servizio di cui al comma 5, lettera e, comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori,

Strumenti finanziari derivati

menti (4); g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione» (5).

I requisiti di tale riserva sono: a) l'attività professionale, cioè l'attività svolta in modo stabile o abituale, non occasionale, con durezza e b) l'agire con il pubblico, cioè nei confronti della generalità.

Qualora uno di questi servizi o attività abbia ad oggetto strumenti finanziari derivati (pertanto, non solo la negoziazione, ma anche, per esempio, la consulenza o la trasmissione di ordini) e sia svolto professionalmente e nei confronti del pubblico, diviene un'attività riservata per legge alle « imprese di investimento e alle banche » (art. 18 comma 1 t.u. fin.).

Per imprese di investimento si intendono: a) le società di intermediazione mobiliare (SIM), cioè le imprese, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106 t.u. bancario, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in Italia, e b) le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, cioè le imprese, diverse dalla banca, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in uno Stato comunitario diverso dall'Italia o in uno Stato extracomunitario (v. anche IMPRESA DI INVESTIMENTO).

Inoltre, « gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del testo unico bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a) e b), limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché il servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettere c) e c-bis » t.u. fin. (art. 18 comma 3 t.u. fin.).

La riserva di attività prevista dall'art. 18 t.u.

rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)» (art. 1 comma 5-sexies t.u. fin.).

(4) « Per “consulenza in materia di investimenti” si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione » (art. 1 comma 5-septies t.u. fin.).

(5) « Per “gestione di sistemi multilaterali di negoziazione” si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti » (art. 1 comma 5-octies t.u. fin.).

fin. non si applica, quindi, a chi opera professionalmente in strumenti finanziari derivati “non” nei confronti del pubblico e al soggetto che opera “non” professionalmente — cioè occasionalmente — nei confronti del pubblico.

Un esempio, tra i tanti, della prima fattispecie è quello del soggetto che opera soltanto con controparti appartenenti al medesimo gruppo societario (6) o come *trader* di una materia prima e che ha come controparti i pochi produttori o distributori della stessa materia prima, cioè soggetti professionali che non possono considerarsi « pubblico ».

Un esempio della seconda fattispecie è quello del soggetto che offre al pubblico occasionalmente un prodotto finanziario contenente anche uno strumento finanziario.

La professionalità di un'attività emerge qualora sia svolta in maniera stabile, abituale, non occasionale, duratura e sistematica (7). Conseguentemente ai contratti derivati conclusi da tali soggetti non si applicano le norme relative alla negoziazione degli strumenti finanziari previste dal testo unico, che esamineremo in seguito.

Inoltre, esiste un regime speciale che si applica agli strumenti finanziari derivati qualora una controparte sia un ente pubblico (8).

(6) A sostegno di questa interpretazione v. art. 9 comma 2 d.m. Economia e Finanze 17 febbraio 2009, n. 29, il quale recita che « non configurano operatività nei confronti del pubblico le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza ».

(7) L'art. 9 comma 1 d.m. n. 29, cit., stabilisce che le attività di concessione di finanziamenti, di intermediazione in cambi e di prestazione di servizi di pagamento « sono esercitate nei confronti del pubblico qualora siano svolte nei confronti di terzi con carattere di professionalità ».

(8) Il quadro normativo che detta le regole di comportamento negoziale per la pubblica amministrazione in materia di strumenti finanziari derivati ha una genesi a dir poco farraginoso e disarticolato. Si citano in ordine cronologico le fonti: art. 35 l. 23 dicembre 1994, n. 724, « Misure di razionalizzazione della finanza pubblica »; d.m. Tesoro 5 luglio 1996, n. 420, « Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali »; art. 41 l. 28 dicembre 2001, n. 448, « Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2002) »; d.m. Economia e Finanze 1° dicembre 2003, n. 389; circ. Ministero dell'economia e delle finanze 27 maggio 2004, in G.U. 3 giugno 2004, n. 128; d.m. Economia e Finanze 3 giugno 2004, in G.U. 20 luglio 2004, n. 168; rettifica circ. 27 maggio 2004, in G.U. 27 novembre 2004, n. 279; art. 1 commi 737-738 l. 27 dicembre 2006, n. 296, « Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2007) »; circ. Ministero dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2007, in G.U. 5 febbraio 2007, n. 29; circ. Ministero dell'economia e delle finanze 22 giugno 2007, in G.U. 2 luglio 2007, n. 151; art. 1 commi 381-384 l. 24 dicembre 2007, n. 244, « Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale

In altre parole, ogniqualvolta nessuna delle controparti di un contratto derivato è una impresa di investimento, banca o intermediario finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'art. 106 t.u. bancario o un ente pubblico il contratto derivato è regolato esclusivamente dalle norme pattuite tra le parti e, in mancanza delle stesse, dalle norme e principi generali civilistici.

Inoltre, il regime speciale previsto per i soggetti regolati si applica ai contratti derivati che rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati. Sebbene con la novella del 2007 (d. lg. 17 settembre 2007, n. 164) la definizione di strumenti finanziari derivati tenda a comprendere ormai integralmente le fattispecie note di contratti derivati, nel precedente regime vi erano numerosi contratti derivati che non rientravano tra gli strumenti finanziari derivati (9).

Da queste brevi considerazioni emerge chiaramente — per quanto ovvio — che esistono contratti derivati ai quali non si applica alcun regime speciale. In dettaglio, le ipotesi appaiono essere le seguenti:

a) contratti derivati che non sono strumenti finanziari derivati;

b) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari;

c) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano professionalmente in contratti derivati “non” nei confronti del pubblico;

d) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano occasionalmente nei confronti del pubblico.

A questi contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra privati non è applicabile, come detto, alcun regime speciale.

Il loro regime è lasciato alla libertà delle parti nei limiti imposti dalla legge e sono sottoposti alle

dello Stato (legge finanziaria 2008)»; art. 62 d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni in l. 6 agosto 2008, n. 133, «Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria»; art. 3 l. 22 dicembre 2008, n. 203, «Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2009)».

(9) La definizione legislativa in vigore fino alla novella del 2007 non comprendeva numerose fattispecie di contratti derivati utilizzati nei mercati finanziari. Basti al proposito citare i contratti derivati su indici economici, i contratti derivati meteorologici, i *credit derivatives* che hanno come obbligazione di riferimento un prestito bancario, i *real estate derivatives*, i *freight derivatives*, ecc.

norme generali dei titoli I e II del libro IV del codice civile.

Infine, è utile ricordare che l'“emissione” di strumenti finanziari derivati — al pari dell'emissione di azioni od obbligazioni — non è soggetta ad alcuna riserva di attività non essendo l'emissione ricompresa tra i «servizi e le attività di investimento» (10). È la negoziazione professionale (nonché le altre specifiche attività sopra elencate) e nei confronti del pubblico che diviene attività riservata.

3. *Il regime speciale.* — Per i contratti che rientrano nell'elencazione di strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1 t.u. fin., il legislatore ha previsto non solo la riserva di attività a favore di soggetti regolamentati, nel caso essi siano negoziati professionalmente nei confronti del pubblico, ma anche, come detto, un'articolata disciplina comune, la quale consiste nei seguenti principali aspetti:

– requisito della forma scritta dei contratti a pena di nullità relativa (art. 23 comma 1 t.u. fin.);

– obbligo generale di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati (art. 21 comma 1 lett. a t.u. fin.);

– obblighi generali di «acquisire [...] informazioni necessarie dai clienti e [di] operare in modo che siano sempre adeguatamente informati» (art. 21 comma 1 lett. b t.u. fin.);

– obbligo generale di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, obbligo di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (art. 21 comma 1-bis t.u. fin.);

– obbligo generale di «disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi» (art. 21 comma 1 lett. d t.u. fin.);

– obbligo generale di svolgere «una gestione indipendente, sana e prudente e [adottare] misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati» (art. 21 comma 1-bis lett. c t.u. fin.);

– previsione della separazione patrimoniale in relazione a tutti i beni dei clienti detenuti a qualsiasi titolo dall'intermediario (art. 22 comma 1 t.u. fin.);

– divieto di compensazione rispetto ai crediti

(10) Nello stesso senso v. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa*, 2006, II, 362 ss.; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

Strumenti finanziari derivati

vantati dal depositario o dal sub-depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi (art. 22 comma 2 t.u. fin.);

– obbligo di fornire « ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole » (art. 37 reg. CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190);

– obbligo di fornire « ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati » in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. « La descrizione dei rischi include, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo status e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: a) i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di tali operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti » (art. 31 reg. CONSOB n. 16190, cit.).

Inoltre, un ulteriore regime speciale che in parte si sovrappone a quello sopra citato è previsto per gli enti pubblici territoriali che operano in derivati (11). Le principali previsioni normative introducono principi o divieti che regolano l'attività degli enti pubblici territoriali in materia di derivati, tra i quali:

– il principio del *numerus clausus* con il quale si limitano le fattispecie utilizzabili;

– il principio della linearità del negozio mirante ad evitare l'utilizzo di complessi strumenti finanziari derivati;

– il principio di copertura relativo a specifiche passività;

– il principio della solidità creditizia riferito

(11) V. *supra*, nt. 8.

alle controparti con cui concludere contratti derivati;

– il principio della diversificazione riferito alle controparti con cui concludere contratti derivati;

– il divieto di allungamento delle scadenze riferito al debito oggetto di copertura;

– il divieto di anticipazione dei flussi attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati;

– il principio della riduzione dei costi e dei rischi;

– il principio della trasparenza;

– il principio della consapevolezza, che si concreta nella dichiarazione della persona incaricata della sottoscrizione in nome e per conto dell'ente pubblico da inserirsi nel contratto derivato con la quale attesta che ha pienamente compreso le caratteristiche dell'operazione.

Esulano dall'indagine che qui ci proponiamo esaminare i regimi speciali di cui si è fatto cenno e si rimanda alla copiosa dottrina in materia (12).

4. *La definizione di strumenti finanziari derivati.* — L'art. 1 t.u. fin. contiene le definizioni dei termini utilizzati dal legislatore nell'ambito del testo unico ed il comma 3 nella sua versione originaria recitava: « per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j) ».

Le citate lettere del comma 2 recitavano nella versione originaria: « f) i contratti futures su stru-

(12) Tra i numerosi contributi v. *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998; *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari* a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 1993; ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993; ALPA, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *I Contratti*, 2006, 927; DURANTE, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta « flessibili » per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. merito*, 2008, 628; GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360; PONTIROLI e DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, ivi, 2008, I, 151; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, 25; SERRAINO, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, n. 3, 55; SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Soc.*, 2009, 55; TODOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307.

Per un esame della normativa relativa agli strumenti finanziari derivati utilizzati dalla pubblica amministrazione e delle norme di comportamento negoziale previste nel regime speciale v. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*², Milano, 2011, 647 ss., 719 ss.

menti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere ».

Il d. lg. n. 164 del 2007 ha modificato la definizione di strumenti finanziari derivati ampliandone la lista e offrendo nuove e più esatte descrizioni. « Per “strumenti finanziari derivati” si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d) ».

La nuova definizione di strumenti finanziari di cui al comma 2 dell'art. 1 t.u. fin. ha stabilito che rientrano tra gli strumenti finanziari, tra gli altri:

« d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap”, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap”, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap” e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato

regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap”, contratti a termine (“forward”) e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap”, contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini ».

Gli strumenti finanziari previsti dalla lett. d del comma 1-bis dell'art. 1 t.u. fin. sono rappresentati da « qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure » (13).

Il comma 2-bis del citato articolo 1 t.u. fin. aggiunge che « il Ministro dell'economia e delle

(13) « Per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; [...] » (art. 1 comma 1-bis t.u. fin.).

finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:

a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;

b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine ».

Il comma 5 dell'art. 18 t.u. fin. prevede che « il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività » (lett. a).

La *ratio* di tale ultima norma consiste nell'offrire un meccanismo semplice e di rapida attuazione non solo per allargare l'elencazione degli strumenti finanziari derivati, facendo così spazio alle nuove fattispecie utilizzate nei mercati finanziari, ma anche allo scopo di riservare la negoziazione dei nuovi contratti derivati ai soggetti regolamentati (imprese di investimento e banche) offrendo una maggiore tutela agli operatori e rafforzando il mercato finanziario del Paese. Infatti, i contratti derivati che “non” sono strumenti finanziari derivati — ormai pochi rispetto al passato — possono essere negoziati “professionalmente” e “al pubblico” da qualsiasi soggetto non regolamentato.

La prima considerazione generale che emerge dalla definizione contenuta nell'art. 1 t.u. fin. è che gli strumenti finanziari derivati sono prima di tutto « strumenti finanziari ». Il legislatore ne ha enucleato alcuni definendoli « derivati » al fine di rendere applicabili soltanto a questi speciali norme che ne regolano l'attività negoziale.

La definizione di « strumenti finanziari derivati » contenuta nella versione *ante* novella del 2007 dell'art. 1 t.u. fin. non offre una definizione della categoria, ma si limita all'elencazione di caratteristiche di alcune tipologie di contratti o, in altre parole, ad una descrizione di una sorta di quattro prototipi (*financial futures*, contratti di

pronti contro termine, contratti a termine e contratti di opzione, elencazione e descrizione, tra l'altro, non esaustive della categoria finanziaria dei contratti derivati).

La definizione di « strumenti finanziari derivati » novellata nel 2007 (d. lg. n. 164, cit.) offre una elencazione sicuramente più completa di fattispecie negoziali riferite a valori mobiliari (lett. d), merci (lett. e, f e g), variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, beni, diritti, obblighi, indici e misure (lett. j), a cui si aggiungono i contratti derivati per trasferire il rischio credito (lett. b) e i contratti differenziali (lett. i).

A ciò si aggiunge l'estensione della definizione di strumenti finanziari derivati prevista dagli art. 38 e 39 reg. CE della Commissione 10 agosto 2006, n. 1287/2006. Le norme confermano le conclusioni della tesi qui sostenuta, in quanto viene stabilito che si considera che un contratto derivato « ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati » (art. 38 § 1 reg. CE n. 1287/2006, cit.) se è soddisfatta una delle tre condizioni indicate nel § 3 dell'art. 38 del citato regolamento (14). Più precisamente « un contratto derivato relativo ad uno dei seguenti elementi:

- a) larghezza di banda delle telecomunicazioni;
- b) capacità di stoccaggio delle merci;
- c) capacità di trasmissione o trasporto relativa a merci, tramite cavi, condotte o altri mezzi;

(14) Le tre condizioni sono: « a) il contratto è regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una o più parti, per ragione diversa dall'inadempimento o altro evento che determini la risoluzione; b) il contratto è negoziato in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione; c) le condizioni di cui al paragrafo 1 sono soddisfatte in relazione al contratto » (art. 38 § 3 lett. a, b e c reg. CE n. 1287/2006, cit.). Il § 1 dell'art. 38 recita che si considera che un contratto « ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati e non ha scopi commerciali se soddisfa le condizioni seguenti: a) risponde ad uno dei seguenti gruppi di criteri: i) è negoziato in un sistema di negoziazione di un paese terzo che svolge una funzione analoga a quella di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) indica espressamente che è negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo o è soggetto alle regole di un tale mercato o sistema; iii) indica espressamente che è equivalente ad un contratto negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo; b) è compensato da una stanza di compensazione o da un altro soggetto che svolga le stesse funzioni di controparte centrale, o vi sono disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto; c) è standardizzato cosicché il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini sono stabiliti principalmente con riferimento a prezzi pubblicati regolarmente, a lotti standard o a date di consegna standard ».

d) una prestazione in denaro, un credito, una licenza, un diritto o un'attività simile che siano direttamente collegati alla fornitura, alla distribuzione o al consumo di energia derivata da fonti rinnovabili;

e) una variabile geologica, ambientale o altra variabile fisica;

f) qualsiasi altra attività o diritto di natura fungibile, che non sia un diritto a ricevere un servizio, che siano in grado di essere trasferiti;

g) un indice o una misura relativi al prezzo, al valore o al volume delle operazioni su qualsiasi attività, diritto, servizio o obbligo» (art. 39 reg. CE n. 1287/2006, cit.) è considerato strumento finanziario se soddisfa una delle condizioni indicate nel § 3 dell'art. 38 del regolamento medesimo.

Risulta, pertanto, palese che anche nella mente del legislatore europeo esistono contratti derivati che "non" sono strumenti finanziari derivati.

Inoltre, emerge chiaramente dalla definizione del comma 2 dell'art. 1 t.u. fin. che essa è costruita e si appoggia sul variegato fenomeno dei contratti derivati. Basti, infatti, notare che tutte le lettere — con la sola eccezione delle lett. *b* e *j* — fanno espresso riferimento ai « contratti derivati ». In definitiva, quindi, la definizione di strumenti finanziari derivati — quella originaria, quella novellata nel 2007 e quella di cui agli art. 38 e 39 reg. CE n. 1287/2006, cit. — mira a cogliere un fenomeno — quello dei contratti derivati finanziari — di dimensioni planetarie rappresentato da un mercato globale estremamente integrato ed interconnesso le cui origini moderne risalgono ai primi anni Novanta del secolo scorso (15).

Per poter pertanto comprendere questa articolata definizione di strumenti finanziari derivati è necessario analizzare i contratti derivati.

5. *Premessa terminologica.* — Alla luce del forte legame tra i contratti derivati finanziari e gli strumenti finanziari derivati appaiono utili due premesse terminologiche: la prima in merito all'espressione « contratto derivato » e la seconda in merito al termine « *swap* », ampiamente utilizzato dal legislatore per definire gli strumenti finanziari derivati.

La dottrina tradizionale già conosce il termine « contratto derivato » (16), il quale consiste nel contratto che discende e dipende da un altro

contratto concluso separatamente (contratto principale). I due contratti hanno in comune una parte. Il contratto derivato è accessorio rispetto al primo, ma l'accessorietà opera a senso unico: il contratto principale ha riflessi sull'accessorio e non viceversa. Il contratto derivato fa sorgere un diritto nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto identico o analogo a quello di un diritto già esistente. I vizi, i limiti all'efficacia, la risoluzione del contratto principale si comunicano al contratto derivato. Esempi di contratti derivati sono: il sub-appalto, il sub-mandato, la sub-locazione, il sub-affitto, il sub-trasporto, il sub-noleggio.

L'espressione « contratti derivati » in uso nei mercati finanziari e che ritroviamo nella definizione di strumenti finanziari derivati non sembra avere nulla a che fare con la terminologia giuridica tradizionale e con le fattispecie testé descritte.

Bisogna, quindi, innanzitutto sgombrare il campo da ogni confusione in merito e porsi il quesito se l'espressione in esame abbia un duplice significato giuridico: uno tradizionale, ora sommariamente descritto, ed uno nuovo atto ad identificare una categoria di contratti particolari. O se piuttosto il termine abbia soltanto una valenza finanziaria e stia ad identificare una categoria di negozi giuridici tra loro diversi, non accomunabili in un *genus* giuridico.

La risposta non può che emergere dall'analisi delle singole operazioni. Si può anticipare che essa è negativa.

L'approccio che consente di rispondere in maniera convincente al quesito è basato sull'analisi delle diverse fattispecie annoverate nella prassi con l'espressione contratti derivati. Emergerà, infatti, che alcuni contratti sono riconducibili a fattispecie tipiche utilizzate nella prassi finanziaria (ad esempio le opzioni su titoli, divise, *swaps*, *financial futures* ed indici, che rientrano nell'art. 1331 c.c.), altri sono contratti differenziali nei quali è prevista una sola obbligazione di pagamento dovuta dal soccombente e nei quali, al momento della stipula, è incerto sia chi deve eseguirla sia il *quantum* della prestazione, che viene a determinarsi al momento del calcolo del differenziale (ad esempio il contratto denominato *domestic currency swap* o il *forward rate agreement*, contratti che rimangono distinti, pur avendo il medesimo schema, in quanto soddisfano uno scopo tipico diverso tra loro: il primo mira ad evitare il rischio di consegna ed il secondo il rischio di credito pieno), ed altri ancora appaiono contratti atipici (ad esempio *interest rate swap*, la cui causa si basa

(15) Per un esame delle origini del fenomeno e una indicazione delle dimensioni dello stesso v. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 23 ss.

(16) Per tutti cfr. MESSINEO, *Il contratto in genere*, I, rist. emendata, Milano, 1973, 733.

sullo scambio di pagamenti, e le “opzioni” sul tasso di interesse, la cui causa si basa sulla promessa di pagamento condizionato). Si deve evitare il contrario, e cioè cercare “a tutti i costi” di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà giuridiche tra loro diverse.

Risulta necessario sgomberare il campo anche da una confusione terminologica circa il termine *swap*, confusione che porta a volte a generalizzazioni inesatte o all'applicazione di aspetti propri di alcune fattispecie ad altre sostanzialmente diverse (17).

Con il termine *swap*, infatti, vengono indicate nel mondo finanziario operazioni che in comune hanno soltanto il nome, mostrando strutture giuridiche totalmente difformi.

In questa sede si vuole segnalare — mettendo in luce le principali caratteristiche giuridiche delle diverse forme di *swap* — la necessità di individuare con la massima cura la fattispecie contrattuale e di evitare di cadere nell'equivoco di estendere le considerazioni svolte per un contratto *swap* ad altri contratti conosciuti con lo stesso termine.

Il termine in esame fa parte del linguaggio comune in lingua inglese. Si trova sia nella forma verbale, che significa « *give something in exchange for something else* » (dare qualcosa in cambio di qualcosa d'altro), sia come sostantivo con il significato di « *act of swapping, exchange* » (atto di dare qualcosa in cambio di qualcosa d'altro, scambio) (18).

Assume, però, un significato tecnico nel settore finanziario indicando, come detto, specifiche operazioni. Alcune di queste sono talmente diffuse a livello internazionale che il termine è entrato — appunto per questa via tecnica — a far parte del vocabolario di altri Paesi. Al pari dei termini *leasing*, *factoring*, *franchising*, il termine *swap* è divenuto di uso corrente anche in Italia.

Veniamo ora all'individuazione, almeno sommaria, delle principali operazioni conosciute con il termine *swap*.

Due sono di gran lunga le più importanti: lo *swap* del mercato dei cambi (19) e lo *swap* di interessi e di divise.

(17) La confusione è sottolineata da MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, 11; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 29 ss.

(18) HORNBY e COWIE, *Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English*, Oxford, 1990, *sub voce* swap.

(19) In Italia tale contratto viene definito pronti contro termine, ma il termine *swap* è entrato — grazie alla sua sinteticità — nel linguaggio in uso nelle sale cambi e tra gli operatori finanziari e non.

Lo *swap* del mercato dei cambi consiste in una vendita a pronti di una divisa con contestuale riacquisto a termine dalla stessa controparte (20). Una divisa si pone come merce e l'altra come prezzo.

Questa operazione trae origine dagli accordi — detti appunto *swap facilities* — stipulati dalle banche centrali al fine di consentire manovre di equilibrio della valuta nazionale o politiche monetarie. Una operazione di *swap* può essere conclusa con diverse finalità: tra la banca centrale e le banche commerciali di uno stesso Paese in presenza di saldi attivi o passivi della bilancia dei pagamenti oppure tra due banche centrali. Nel primo caso, quando la banca centrale vuole rastrellare liquidità dal sistema bancario e creare un incentivo per ridurre la posizione passiva nei confronti dell'estero, offre valuta estera alle banche contro moneta nazionale, impegnandosi a riacquistarla a termine ad un prezzo maggiorato; nel caso inverso di bilancia dei pagamenti negativa, la banca centrale può indurre le aziende di credito a ridurre le loro attività nette sull'estero, acquistando a pronti da esse divise estere al tasso di cambio corrente e impegnandosi a rivendere a termine divise della stessa specie ad un tasso di cambio inferiore. Nel secondo caso, una operazione di *swap* può essere conclusa tra due banche centrali quando una di esse cede all'altra un certo ammontare della propria valuta nazionale contro un equivalente ammontare di valuta dell'altra, in seguito ad accordi di cooperazione monetaria, volti a sostenere temporaneamente una determinata valuta sul mercato dei cambi (21).

Questa fattispecie di *swap* viene tuttora utilizzata, ma la tecnica è stata mutuata dagli operatori del mercato dei cambi ed è estremamente diffusa sia in termini di volumi che di soggetti utilizzatori. Il mercato dei cambi è il mercato che ha per oggetto la compravendita di divise ed è separato da quello degli *swap* di cui ci stiamo occupando sia per i diversi soggetti che vi operano sia per le diverse norme tecniche, finanziarie e contabili che lo regolano (22).

(20) Circa la distinzione tra il mercato dei cambi e quello degli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap* cfr. *Recent Innovations in International Banking* (Banca dei regolamenti internazionali), Basilea, 1986, 37; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 357; MORI, *op. cit.*, 12.

(21) *Dizionario di banca e di borsa* (Istituto per l'Enciclopedia della banca e della borsa), Milano: I, 1979, *sub voce* accordo swap; III, 1981, *sub voce* swap.

(22) A partire dal 1989 ogni tre anni le principali banche centrali svolgono un'indagine relativa ai volumi del mercato dei cambi. L'iniziativa è promossa dal Comitato dei

Lo *swap* di interessi e di divise raggruppa quelle operazioni conosciute come *interest rate swap* (IRS) e *interest rate and currency swap* (IRCS).

In un tipico IRS una parte si obbliga, per esempio, a pagare annualmente il tasso fisso del dieci per cento per cinque anni su un capitale di cento ed in cambio l'altra parte si impegna a pagare semestralmente il tasso variabile stabilito di volta in volta in base a criteri concordati e calcolato sullo stesso capitale e per lo stesso periodo di cinque anni.

In un tipico IRCS una parte, Alfa, consegna un milione di dollari all'altra, Beta, la quale contestualmente consegna 500.000 sterline (assumendo un cambio una sterlina = due dollari) e si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del dieci per cento) 100.000 dollari ogni anno per cinque anni ed a restituire un milione di dollari alla fine del quinto anno. Alfa si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del quindici per cento) 75.000 sterline ogni anno per cinque anni e a restituire 500.000 sterline alla fine del quinto anno (23).

All'interno di tale gruppo fiorisce una colorita terminologia che indica tipologie diverse della stessa forma contrattuale, la quale si adatta a numerose applicazioni pratiche. Basti citare — rimandando all'esaustiva letteratura finanziaria in merito (24) — gli *asset swap*, i *liability swap*, gli

governatori del Gruppo dei dieci e si svolge sotto l'egida della Banca dei regolamenti internazionali. Uno degli aspetti di maggior rilievo che emerge da queste ricerche è costituito dalle dimensioni del mercato. Al netto di tutte le duplicazioni il volume medio giornaliero delle operazioni in cambi è passato da circa 590 miliardi di dollari americani nel 1989 ai 4.000 miliardi nel 2010. Il commercio estero di per sé può spiegare solo una modesta parte dell'attività complessiva del mercato dei cambi. La parte preponderante deriva dai flussi internazionali di capitali e dalle operazioni di copertura, arbitraggio, speculazione e assunzione di posizioni collegate alle moderne strategie di gestione del rischio. Per un commento su dette indagini cfr. *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010* (Banca dei regolamenti internazionali), Basilea, dicembre 2010.

(23) Per una descrizione più completa delle varie forme tecniche in cui si può presentare questa fattispecie di *swap* cfr. MORI, *op. cit.*, 37 ss.; CORNINI e SCHIANCHI, *La nuova finanza*, Milano, 1987, 87-113.

(24) Per quanto riguarda gli aspetti finanziari v. tra i tanti contributi GABRIELLI e DE BRUNO, *Capire la finanza*, Milano, 1987, 233; MASERA, *Swap e prodotti derivati. Rischi e rendimento*, in *Moneta e credito*, 1993, 107; METELLI, *Strumenti e tecniche per la gestione dell'esposizione ai tassi di interesse*, in *Notiziario economico della Banca San Paolo di Brescia*, 1994, n. 2, 48; MONTI e ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1989, 416; PATERNOLLO e TARDINI, *Il rischio di interesse in Italia. Strumenti e strategie per aziende, banche e investitori istituzionali*, Milano, 1991;

amortising swap, gli *step-up swap*, gli *zero coupon swap*, gli *annuity swap*, i *basis swap*.

Trattasi in tutti i casi di contratti basati sulla stessa struttura giuridica che si manifesta con caratteristiche finanziarie diverse. In via di prima approssimazione si può definire lo *swap* che qui ci occupa come 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 (25).

Un altro uso del termine *swap* si ha con il *domestic swap* (o *domestic currency swap*) che identifica una fattispecie diffusa in Italia (e di cui ci occuperemo *infra*, § 7). Trattasi di un contratto in forza del quale le parti si obbligano a corrispondere l'una all'altra, al termine tra loro stabilito, un importo in euro pari alla differenza tra: a) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito. Questa fattispecie, nata nel vigore delle restrizioni valutarie italiane in essere negli anni Ottanta del secolo scorso con lo scopo di raggiungere lecitamente il risultato di operazioni in cambi a termine senza incorrere nei divieti allora esistenti, è tuttora utilizzabile nel nostro Paese, mentre è scarsamente diffusa all'estero.

La fattispecie *de qua* sembra essere assai vicina ad un contratto differenziale semplice (v. *infra*, § 7). 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 di un'altra divisa, le parti concordano di effettuare un solo pagamento pari alla differenza (espressa in euro) tra il valore futuro delle due divise.

Il *domestic swap* e gli IRS e IRCS sono le fattispecie per le quali è accaduto di assistere a confusioni, generalizzazioni inesatte ed applicazioni delle caratteristiche di una fattispecie all'altra nei tentativi di trarre delle definizioni giuridiche esauritive. Trattasi a ben vedere di due contratti assai diversi non solo nelle origini storiche e per i fini

VIOLA, *L'interest rate swap come strumento di gestione del rischio di interesse*, in *Quaderni AIAF* (Associazione italiana degli analisti finanziari), 1989; COLOMBINI, *Strumenti derivati e intermediari finanziari. Specificità e riflessi gestionali*, in *Riv. banc.*, 1999, n. 1, 111; *Gli strumenti derivati* a cura di SARTORE, Milano, 1999; *Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry* a cura di ANDERLONI, BASILE e SCHWIZER, Roma, 2001; MASPERO, *L'attività bancaria in derivati*, Roma, 2000.

(25) Per un'analisi della definizione della fattispecie cfr. MORI, *op. cit.*, 25, 318-320, 325-326; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 56 ss. Inoltre v. *infra*, § 6.

pratici che soddisfano, ma anche per la struttura operativa e giuridica. Senza voler anticipare le analisi successive, il *domestic swap*, infatti, appare — almeno in prima approssimazione — collocarsi tra un contratto differenziale semplice e un contratto di vendita a termine di divise caratterizzato da un patto compensativo in euro, mentre gli IRS e IRCS consistono, come accennato in precedenza, in un accordo 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.

Dal punto di vista tecnico nel *domestic swap* 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 negli IRS e IRCS la pluralità di pagamenti è elemento tipico (26) della fattispecie ed è determinato o determinabile l'ammontare delle prestazioni in capo a ciascun contraente.

Meraviglia come a distanza di oltre due decenni dai primi interventi dottrinali che hanno posto in chiara evidenza le differenze strutturali e casuali tra lo *swap* domestico da un lato e gli IRS e IRCS dall'altro appaiano ancora interventi che tendono a confonderle (27).

Un'altra fattispecie nota con il termine *swap* è quella utilizzata nel mercato del debito sovrano (28). In questo mercato, che ha per oggetto la trattazione del debito dei Paesi latino-americani, africani, alcuni Paesi dell'Asia e dell'Europa dell'Est, i Paesi debitori ricomprano il proprio debito in cambio di investimenti nazionali. Trattasi di operazioni assai complesse e plurilaterali, normalmente regolate da leggi *ad hoc* emesse dai Paesi debitori desiderosi di ridurre il loro indebitamento internazionale.

Queste operazioni, note come *debt-equity swap* (scambio di debito con capitale azionario), possono avvenire con tecniche giuridiche diverse, che vanno dalla remissione del debito insoluto a fronte

del trasferimento di azioni, alla *datio in solutum* di azioni per estinguere un debito insoluto, alla cessione del credito insoluto, al conferimento azionario del debito insoluto, ecc.

Il mercato del *debt-equity swap* è assai vasto sia in termini di volumi che di partecipanti, ma assai ristretto è il numero degli specialisti che sono in grado di organizzare tali operazioni facendo incontrare la domanda e l'offerta.

In questo caso risulta particolarmente evidente che il termine *swap* è utilizzato con una valenza diversa da quella relativa alle varie fattispecie finora viste e non individua una fattispecie a sé, ma piuttosto una tecnica che si avvale di tradizionali forme giuridiche.

Un ulteriore esempio di *swap* è presente nel settore del *countertrade* (29) (il cui equivalente italiano potrebbe essere scambi in compensazione), dove per *swap* si intende in senso lato un baratto tra merci. In estrema semplificazione, un Paese in via di sviluppo e con scarse riserve valutarie cede ad un Paese industrializzato materie prime in cambio di prodotti finiti che hanno un valore uguale a quello delle materie prime cedute. Anche in questo caso le operazioni sono assai complesse, spesso plurilaterali e possono concretarsi in una normale permuta o in più contratti tipici tra parti diverse legati tra loro.

Gli anni Novanta del secolo scorso hanno visto anche la nascita dei contratti derivati su crediti (o derivati di credito) — noti nel mondo anglosassone come *credit derivatives* — tra i quali spiccano il *total rate of return swap* ed il *credit default swap*. Quest'ultimo contratto, ad esempio, è assimilabile ad una promessa di pagamento sospensivamente condizionata alla solvenza di un terzo debitore.

Da questa breve — e necessariamente sommaria — panoramica su alcune fattispecie comunemente note con il termine *swap* emerge *ictu oculi* che il termine viene usato per indicare strutture contrattuali assai diverse ed è, quindi, necessario procedere con cautela ed evitare facili generalizzazioni.

6. Interest rate swap; interest rate and currency swap. — Dall'esame delle varie forme in cui lo *swap* di interessi si manifesta nella prassi dei mercati finanziari emerge con chiarezza che la

(26) 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 flussi di numerosi pagamenti reciproci.

(27) CAROZZI, *Swap*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale* a cura di CENDON, XX, Torino, 2004, cap. IV, sez. 2, 468, che definisce correttamente le diverse fattispecie, ma trae classificazioni comuni circa le loro caratteristiche, che comuni non sono.

(28) Per una panoramica del mercato del debito sovrano cfr. DE FARIA, STOTT e BUCHANAN, *Debt/equity swap guide*, Londra, 1988.

(29) Per una panoramica sugli scambi in compensazione v. BERNARDINI, *Il countertrade: da strumento di politica commerciale a nuova tecnica del commercio internazionale*, in *Dir. comm. intern.*, 1987, 99-126; FRIGNANI, *Il diritto del commercio internazionale*, Milano, 1986, 185-196; ROWE, *Countertrade*, Londra, 1989.

definizione che appare comprendere tutti i tipi di *swap* di interessi è la seguente: « lo *swap* 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 » (30).

Gli elementi di questa definizione sono il sinalagma 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.

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 reciproci, ma l'ipotesi limite è lo *swap* (*zero coupon* *Irs*) nel quale una parte paga in via anticipata (o in via posticipata) il valore attuale (o il valore futuro) di una serie di pagamenti. In questo caso un contraente è obbligato ad effettuare "un solo" pagamento, mentre l'altro è obbligato ad una serie di pagamenti. Non è più *swap* quel contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente "un" pagamento il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi (31).

I pagamenti possono essere denominati in divise diverse tra loro.

Le prestazioni possono avere come oggetto tutte le divise. Non è necessario che siano valute di conto valutario ai sensi dell'art. 3 d.m. 10 marzo 1989, n. 105, in quanto sono irrilevanti ai fini

civilistici della ricostruzione della fattispecie le qualificazioni — e le relative regolamentazioni — di carattere amministrativo. Si ritiene necessario, però, che le monete abbiano corso legale in uno Stato sovrano altrimenti si tratterebbe di un negozio diverso dallo *swap* e assimilabile alla somministrazione.

La terza caratteristica che emerge dalla definizione abbozzata è che i pagamenti siano determinati in base a parametri diversi.

Non si è definito lo *swap* come lo scambio di pagamenti « diversi » in quanto ciò avrebbe comportato l'esclusione degli *swap* in cui le prestazioni sono quantitativamente identiche, ma sono dovute in tempi diversi.

Il termine « parametro » va inteso in senso lato tale da ricomprendere non soltanto un dato fisso o una qualsiasi variabile che viene utilizzata nel determinare la quantità della prestazione dovuta dai contraenti, ma anche l'elemento temporale dell'esecuzione dell'obbligazione.

Il parametro che serve per determinare il *quantum* dovuto può essere assai vario. Può consistere in un tasso di interessi indicato regolarmente su un quotidiano o su un particolare mercato (Londra, New York, ecc.) per certi periodi di tempo (ad esempio il tasso di interessi per depositi di un mese, tre mesi, ecc.).

Dalla definizione di *swap* non emerge — volutamente — "quando" questa determinazione deve essere fatta. In altri termini non è necessario che il *quantum* delle prestazioni sia determinabile sempre *a posteriori*. Si hanno comunemente *swap* nei quali l'ammontare dovuto da ciascuna parte è determinato inizialmente e non è soggetto ad alcuna successiva modifica o integrazione: Alfa si impegna a pagare il dieci per cento ogni anno su un milione di dollari e Beta si impegna a pagare il quindici per cento ogni anno su 500.000 sterline.

Il meccanismo della determinazione delle prestazioni delle parti si può esaurire alla conclusione del contratto.

Si può, pertanto, affermare che scopo tipico immanente (cioè la causa) del contratto di *swap* è lo "scambio di pagamenti", il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

La ragione e funzione economico-sociale di questo negozio risultano essere meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari: consentono una maggiore liquidità nei mercati finanziari e favoriscono lo sviluppo dei commerci rendendo possibile — attraverso lo schema contrattuale —

(30) Cfr. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. intern.*, 1992, 80; ID., *Considerazioni in tema di swaps*, *ivi*, 1993, 325-326; ID., *I contratti derivati finanziari*, cit., 56 ss. Nello stesso senso MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, cit., 25, 318-320, 325-326; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 629 ss.; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 39, 41, la quale bene descrive che la difficoltà della dottrina nel ravvisare nello *swap* uno scambio *sub specie iuris* nasce dal fatto che le obbligazioni oggetto del contratto sono entrambe pecuniarie e descrivono una struttura che nulla ha in comune con lo schema della consegna e restituzione dei contratti di credito (*ivi*, 27). L'autrice sottolinea anche che la difficoltà di comprendere la finalità spiccatamente finanziaria degli accordi di *swap*, unitamente all'assenza di una *res* o di un diritto precisamente identificabili come oggetto dell'accordo, impedisce all'interprete di ravvisare il significato economico di quelle prestazioni di denaro presenti nello *swap* (*ivi*, 53).

(31) Il *double zero coupon swap* prevede due pagamenti per parte.

gestire il rischio di interessi e di cambio (siano essi utilizzati ai fini di copertura che a fini speculativi).

La nozione di causa è una materia tra le più insidiose (32) ed esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo esaminare l'abbondante letteratura sul tema. Ci si limita a ricordare che il concetto tradizionale di causa intesa come la funzione economico-sociale del contratto appare in crisi (33) ed è ritenuto da molti ormai insufficiente. Si ritiene che sia necessaria anche una indagine sulla cosiddetta causa concreta, ossia la realtà viva di ogni singolo contratto e cioè gli interessi reali che di volta in volta il contratto è diretto a realizzare al di là del modello tipico adoperato. Ciò non significa, peraltro, che i motivi individuali, che rimangono nella sfera individuale di ciascuna parte, rientrano nella causa del contratto (34).

La causa concreta del contratto di *swap* in esame può specificarsi nello scambio di pagamenti destinato alla gestione del rischio finanziario. Questa funzione tipica si attua attraverso i parametri di riferimento che determinano le prestazioni. Sono proprio queste variabili, quali i tassi di interesse, di cambio, il tempo dell'esecuzione delle prestazioni, che consentono alle parti di gestire i rischi finanziari, posizionandosi in funzione delle proprie necessità o aspettative di mercato.

La difficoltà principale che l'interprete incontra in questa materia è comprendere la *ratio* dello scambio delle obbligazioni pecuniarie determinate o determinabili in funzione di parametri diversi. L'errore può derivare dal fatto di considerare le obbligazioni pecuniarie come mere obbligazioni omogenee di consegnare somme di denaro fungibile, senza dare la giusta rilevanza ai parametri di calcolo delle stesse, che vengono a determinarsi in funzione delle variazioni dei tassi di interesse e di cambio nel tempo, elementi ovviamente al di là del controllo delle controparti. È stato messo bene in evidenza che i parametri di calcolo delle prestazioni assumono una fondamentale rilevanza in quanto consentono il realizzarsi della funzione del

contratto e cioè la gestione del rischio finanziario: il parametro scelto assume alla scadenza del contratto l'effetto di una molteplice e imprevedibile gamma di variabili. L'obbligazione pecuniaria va considerata come una grandezza finanziaria, diversa in relazione ai parametri di riferimento, alla struttura dei pagamenti e al metro monetario nel quale sono espresse le somme oggetto delle prestazioni (35). La dematerializzazione del denaro richiede una costruzione giuridico-sistemica nuova del fenomeno, non essendo più adeguata a spiegare il debito pecuniario l'obbligazione di dare cose generiche (36).

Lo scopo, infatti, perseguito dalle parti appartiene generalmente ad una delle seguenti ipotesi: lo *swap* è utilizzato al fine di proteggersi da una variazione dei tassi di interesse e/o di cambio oppure lo *swap* è utilizzato per speculare su tali variazioni. Entrambe le parti possono usarlo come copertura dei rischi suddetti o per speculare avendo vedute opposte sull'andamento dei tassi, oppure una parte specula e l'altra contemporaneamente cerca protezione. Il motivo, sia esso di copertura, speculazione, arbitraggio, ecc., non incide sul tipo contrattuale né sulla sua causa, rimanendo indifferente rispetto alla struttura negoziale (37).

Diverso è il caso previsto dall'originario art. 41 comma 2 l. 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria 2002) con il quale si prescrive che gli enti pubblici territoriali « possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, [...] pre-

(35) CAPALDO, *op. cit.*, 146, 193, 199, 205 e 200.

(36) INZITARI, *Moneta*, in *D. disc. priv.*, sez. civ., XI, 1994, 399.

(37) In questo senso MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca borsa*, 2002, 205; CAPALDO, *op. cit.*, 145, che sottolinea, riferendosi non solo al contratto in esame ma anche ad altre fattispecie di *swap*, che la funzione realizzata dallo *swap* è sempre la gestione del rischio derivante dalla variabilità nel tempo di tassi di interesse e di cambio, delle quotazioni delle azioni o dei prezzi delle merci. La versatilità della tecnica in parola consente di perseguire, nell'ambito di quella funzione, una pluralità di finalità, sinteticamente ricondotte a copertura, speculazione e arbitraggio, ma che comprendono tutte le svariate modalità attraverso le quali è possibile incidere sulla esposizione al rischio finanziario. L'indagine svolta sul dato materiale fa emergere la pluralità di variabili idonee ad influenzare il rischio, di cambio, di interesse o di prezzo e, di conseguenza, le molteplici possibilità offerte all'investitore di intervenire sulla conformazione di tali rischi. Questa varietà di fini non si riflette sulla struttura contrattuale, né informa la funzione negoziale, rimanendo indifferente rispetto alla ricostruzione del tipo.

(32) ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di IUDICA e ZATTI*, Milano, 2001, 51.

(33) FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 98; SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. impr.*, 2003, 106-109; SPADA, *Cautio quae indiscrete loquitur: lineamenti funzionali e strutturali della promessa di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 712; SACCO, in SACCO e DE NOVA, *Il contratto*, I, in *Trattato di diritto civile diretto da SACCO*, Torino, 1993, 635; GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico*, I, Milano, 1955, 57.

(34) BIANCA, *Diritto civile*, III. *Il contratto*, Milano, 2000, 425 e 434.

via conclusione di swap per l'ammortamento del debito ».

In tale specifico caso la validità del contratto di *swap* dipende dall'esistenza del collegamento negoziale con l'emissione obbligazionaria o il mutuo, il cui profilo di ammortamento rimane invariato. La *ratio* della norma risiede nel fatto che si vuole evitare il rischio derivante dall'emissione di debito con pagamento in unica soluzione alla scadenza, in quanto l'amministrazione pubblica locale potrebbe avere difficoltà a rifinanziarsi a tale data. In altre parole, si vuole evitare il *moral hazard* di emettere debito lasciando ad altri in futuro il problema di come pagarlo, imponendo un cosiddetto *amortizing swap*, cioè uno *swap* che impone all'ente pubblico di effettuare pagamenti alla controparte dello *swap* in misura tale da equivalere ad un ipotetico piano di ammortamento del debito contratto dall'ente pubblico. La controparte dello *swap* alla scadenza è tenuta a pagare all'ente pubblico una somma pari all'ammontare del debito in scadenza.

La domanda naturale che sorge al lettore è perché l'ente pubblico più semplicemente non emette un debito che abbia un piano di ammortamento, senza dovere ricorrere ad uno *swap* per raggiungere lo stesso risultato. La risposta risiede nel fatto che l'ente pubblico può avere interesse ad emettere il debito da ripagarsi in un'unica soluzione a scadenza, in quanto il mercato richiede un premio, e quindi un maggior costo per l'emittente, in particolare per i prestiti obbligazionari con piano di ammortamento.

La fattispecie prevista in origine dall'art. 41 l. n. 448, cit., non modifica le conclusioni dell'analisi causale del contratto di *swap*, in quanto si limita a rendere necessaria l'evidenziazione dei motivi per i quali il contratto di *swap* viene concluso (38).

7. *Domestic currency swap*. — Come si è avuto occasione di illustrare in precedenza, l'innovazione finanziaria trova spesso causa nelle restrizioni legislative, regolamentari o fiscali. Così come i *parallel loans* ed i *back-to-back loans* — che furono i prodromi degli *swap* (IRS e IRCS) (39) — furono ideati per superare ostacoli posti dalla legislazione valutaria inglese ed americana, lo *swap* domestico nacque per raggiungere il risultato eco-

nomico normalmente ottenibile con contratti che erano vietati dalla normativa valutaria italiana (40).

Infatti, il comma 2 lett. c dell'art. 6 d.P.R. 31 marzo 1988, n. 148 stabiliva il divieto per i residenti in Italia 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 (41). Infatti, 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 (42).

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.m. 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

(40) Nello stesso senso CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 46. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, 289 nt. 258. L'obiettivo di mascherare la natura valutaria del contratto e superare le restrizioni allora esistenti è evidenziato da CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*. Trattato diretto da GALGANO, III, Torino, 1995, 2406.

(41) Qualche perplessità nasce da alcune affermazioni che vedrebbero lo *swap* domestico come una tecnica importata dagli Stati Uniti (IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro pad.*, 1987, II, 121), come una fattispecie apparsa sui mercati internazionali (CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impr.*, 1988, 399), come fonte da cui è derivato l'*interest rate swap* (INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, cit., 2449). Confermano la creazione del tutto italiana dello *swap* domestico CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, 312; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, n. 3, 28.

(42) La definizione, dalla quale, peraltro, non è facilmente desumibile chi debba eseguire la prestazione, è di INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597; oppure ID., *Il contratto di swap*, cit., 2447. Per una descrizione degli aspetti finanziari del contratto di *swap* domestico v. GULISANO, *Le operazioni di swap domestico*, in *Amministrazione e finanza*, 1987, 660.

(38) Sul tema v. DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa*, 2004, I, 391, che correttamente evidenzia il collegamento negoziale elevandolo a requisito di validità del negozio.

(39) Sulle origini degli *interest rate swap* cfr. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 36 ss.

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* domestico consente di evitare — come vedremo in seguito — alcuni dei costi e dei rischi impliciti della compravendita di divise.

Lo *swap* domestico può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra *a*) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e *b*) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito, e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra gli stessi valori (43).

Naturalmente nella definizione originaria il termine « euro » era sostituito dal termine « lire ».

Emerge, quindi, che oggetto del contratto non è la divisa estera, bensì l'obbligazione di pagamento in euro, 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 la remota ipotesi 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, a cui si rimanda per brevità (44).

(43) La definizione proposta nel testo è stata confermata dalla Corte di cassazione la quale ha stabilito che « nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il domestic currency swap, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute » (Cass. 19 maggio 2005, n. 10598).

(44) Per tutti v. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da CICU e MESSINEO, Milano, 1969, 391 ss. Vi è da ricordare che il mercato londinese conosce una fattispecie nota con il termine *FXA* (*Forward Exchange Agreement*), che sostanzialmente consiste in un contratto differenziale sui cambi futuri delle divise rispetto ai cambi correnti. La differenza principale con lo *swap* domestico risiede nel fatto che, mentre in quest'ultimo il differenziale è sempre per definizione regolato in euro, nel *FXA* il regolamento avviene indistintamente

La fattispecie potrebbe apparire *prima facie* simile ad un contratto di cambio a termine caratterizzato dalla liquidazione “in compensazione ed in euro” 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 euro tra il valore futuro delle divise.

Alfa può vendere oggi con consegna tra sei mesi un milione di dollari contro 1,30 milioni di euro e contestualmente concorda di compensare il controvalore in euro di un milione di dollari calcolato al cambio in vigore tra sei mesi e 1,30 milioni di euro, cosicché pagherà una somma denominata in euro se il controvalore in euro di un milione di dollari sarà superiore a 1,30 milioni di euro o riceverà una somma denominata in euro se il controvalore in euro di un milione di dollari sarà superiore a 1,30 milioni di euro.

Il contratto di *swap* domestico potrebbe apparire 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 1,3 euro per dollaro, Alfa pagherà 10.000 euro per ogni centesimo in più rispetto al cambio di 1,30, mentre riceverà 10.000 euro per ogni centesimo in meno rispetto al cambio di 1,30.

In altre parole lo stesso risultato economico (e giuridico: pagamento di una certa somma a 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 euro o scommessa.

Il problema da affrontare è identificare quale

in una delle due divise oggetto del calcolo. Peraltro, nulla vieta che in uno *swap* domestico l'obbligazione di pagare il differenziale sia calcolata ed espressa in un'altra divisa; ad esempio, una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in dollari pari alla differenza positiva tra: *a*) il valore in dollari di una somma in yen giapponesi al tempo della conclusione del contratto e *b*) il valore in dollari della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in dollari pari alla differenza negativa tra gli stessi valori. Tale modifica non avrebbe alcuna rilevanza sull'analisi del tipo legale del contratto. Per quanto riguarda la descrizione del *FXA* cfr. *Synthetic agreements for forward exchange (Safebba Master Terms)* (British Bankers' Association), Londra, 1989.

di questi casi rappresenti propriamente 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, 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 euro, 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. Negandone l'assimilazione al contratto differenziale, egli ribadisce la natura "commutativa" del contratto e la 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 (45).

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 (46).

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" (47).

Altri hanno affermato che il contratto di *swap* domestico ha per oggetto la sola "differenza" tra due ammontari e che rappresenta una figura "atipica aleatoria", dissimile dalla scommessa (48).

(45) CHIOMENTI, *op. cit.*, 47 e 49.

(46) MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, cit., 25, 318.

(47) CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, cit., 393; ID., *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 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 argomento concludendo per la atipicità del contratto.

(48) IRRERA, *lc. cit.*; INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., 619; PREITE, *Contratti differenziali ed articolo 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap, e index futures*, in *Rivista della borsa*, 1989, n. 2, 36 ss.; ID., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps,*

In sostanza si è detto di tutto e il contrario di tutto: dal contratto tipico commutativo al contratto differenziale atipico aleatorio (49).

Pertanto, è bene 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

floors, swaps, index futures), in *Dir. comm. intern.*, 1992, 186. ROSSI (Profili giuridici del mercato degli *swaps* di interessi e di *divise* in Italia, in *Banca borsa*, 1993, 614) nota che lo *swap* domestico può presentare una marcata affinità con il contratto differenziale.

(49) Tra i primi autori ad occuparsi dello *swap* domestico fu INZITARI (*op. ult. cit.*, 597), il quale ritiene che la funzione economico-giuridica risiede nella finalità di controllare i rischi connessi alle variazioni nel tempo dei rapporti di cambio (ma tale finalità è realizzabile anche con la compravendita a termine di *divise*). In estrema sintesi egli afferma il carattere evidentemente aleatorio del contratto, la non risolubilità per eccessiva onerosità, la sua atipicità, la non assimilabilità al contratto differenziale, la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. e la meritevolezza di piena tutela giuridica. CHIOMENTI (*op. cit.*, 46) afferma, invece, che il contratto in esame non perde la qualificazione di compravendita per il solo fatto del meccanismo di liquidazione per differenze. Ne consegue la natura commutativa, anziché aleatoria, e, quindi, la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. Inoltre l'autore argomenta a favore della non risolubilità per eccessiva onerosità. IRRERA (*lc. cit.*) considera lo *swap* domestico un contratto atipico, aleatorio, con qualche analogia con il contratto differenziale, ma non riconducibile alla scommessa. CAVALLO BORGIA (*Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2422 ss.) ravvisa la causa dell'attribuzione dei vantaggi e svantaggi patrimoniali in capo alle parti nella copertura del rischio valutario e, quindi, in una funzione di stabilizzazione dei cambi nei rapporti commerciali internazionali. Lo *swap* sarebbe contratto aleatorio ed atipico, sebbene la liquidazione per saldi e senza lo scambio degli importi totali non trasferisca la fattispecie negoziale al di fuori della sfera generale di un contratto di compravendita. MATTEUCCI (*op. cit.*, 31 ss.) ritiene che lo *swap* domestico sia un contratto aleatorio e atipico la cui causa concreta sia la funzione economica di neutralizzare un rischio di cambio. Qualora lo *swap* abbia solo mera finalità speculativa, esso sarebbe un contratto differenziale privo di tutela al pari della scommessa. PREITE (*Contratti differenziali e articolo 1933*, cit., 35 ss.; ID., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, cit., 173 ss.) sostiene che lo *swap* rientri nella categoria dei contratti differenziali, al quale, però, non risulta applicabile l'art. 1933 c.c. L'autore sottolinea acutamente che l'interesse perseguito dai contratti cosiddetti derivati non è limitato alla sola copertura di un rischio di cambio o di interesse — che potrebbe anche non esistere —, ma consiste nella funzione di sostituire l'investimento nei mercati secondari ottenendo un risultato sostanzialmente identico. BERNARDINI (*Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir. comm. intern.*, 1989, 13 ss.), assimilando il *currency swap* — di cui lo *swap* domestico sarebbe una sottospecie — alla permuta a termine di valori o alla compravendita a termine, afferma la natura atipica ed aleatoria della fattispecie. FERRARINI (*I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari* a cura di RIOLO, Milano, 1993, 33) considera lo *swap* di *divise* come una vendita a termine.

teoricamente sia contratti di scambio con patto compensativo in euro, sia contratti differenziali che hanno per oggetto una somma di denaro, 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 di denaro.

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 vendita 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 vengono determinati 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'Associazione bancaria italiana (ABI) conferma questa impostazione, tant'è che il regolamento contrattuale non contiene — al contrario del modello ABI per gli IRS — alcuna clausola di compensazione tra le obbligazioni delle parti, in quanto, appunto, non esistono reciproche obbligazioni, ma soltanto una è dedotta in contratto.

Alla stessa conclusione si giunge analizzando il contratto *synthetic agreement for forward exchange* predisposto dalla *British Bankers' Association* (50).

Va a questo punto ricordata la *vexata quaestio* dei contratti differenziali semplici, che può farsi

risalire agli inizi del 1700 (51) e che trae origine da alcune non felici disposizioni normative di borsa (52).

La disputa non riguarda i cosiddetti "affari differenziali impropri", nei quali lo speculatore, intendendo operare soltanto sulle differenze (e non acquistare o vendere titoli), pone in essere una serie di operazioni con diversi contraenti in tempi diversi. Ad esempio, un soggetto vende allo scoperto titoli per consegna ad una data futura e successivamente acquista per la stessa scadenza gli stessi titoli da una controparte diversa da quella della precedente operazione speculando sulla differenza dei due prezzi. Grazie al meccanismo di liquidazione delle operazioni di borsa, lo speculatore incasserà (o pagherà) soltanto la differenza tra i due contratti.

In questa fattispecie non vi è ora dubbio che si tratti di due contratti indipendenti e tuttalpiù si può parlare di affare differenziale improprio (53).

Diverso è il caso in cui la controparte dei due contratti sia la stessa, ipotesi nota come "affare differenziale proprio". Anche in questo caso lo speculatore conclude, sebbene con la stessa controparte, due compravendite temporalmente separate che mantengono la loro autonomia giuridica. In pratica lo speculatore, pendente il termine della consegna della prima compravendita, può decidere di concludere un contratto inverso con la stessa parte. Alla data di consegna troveranno applicazione le norme della compensazione legale e, pertanto, soltanto la differenza verrà liquidata tra esse. È quindi escluso che possa raffigurarsi un unico negozio.

Si è anche ipotizzato che successivamente alla prima compravendita lo speculatore concordi con la stessa controparte di non dare esecuzione agli obblighi nascenti dal contratto di compravendita, ma di limitarsi a pagare quello che risulterà dalla differenza tra il prezzo in contratto ed il prezzo ufficiale al giorno della scadenza. A differenza del precedente caso le parti non stipulano una compravendita inversa, bensì un accordo novativo col quale estinguono le obbligazioni del primo contratto. Neppure in questo caso si potrà parlare di contratto differenziale, dato che i due contratti conservano la loro autonomia giuridica e cronologica (54), ma di affare differenziale proprio. In

(51) SUPINO, *La questione ultrasecolare dei contratti differenziali*, in *Dir. comm.*, 1927, 215.

(52) Cfr. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 93 ss.

(53) BIANCHI D'ESPINOSA, *loc. cit.*

(54) BIANCHI D'ESPINOSA, *op. cit.*, 395.

(50) V. *supra*, nt. 44 e *infra*, nel testo.

sostanza l'affare differenziale proprio si realizza con successivi contratti tra le stesse parti.

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".

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 dell'azione di pagamento.

Orbene, vi è da dire che in realtà non esiste un'avversione nel nostro ordinamento verso i contratti cosiddetti 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 (55).

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 (56).

(55) PREITE, *Contratti differenziali ed articolo 1933*, cit., 35.

(56) PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico* (Banca d'Italia), 1996, n. 26, 61.

Ammettendo per il momento 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 miri 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*) (57) 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 società (58) 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

(57) Il rischio di consegna può esistere soltanto quando le parti abbiano reciproche obbligazioni da eseguirsi contemporaneamente e consiste nel fatto che una parte adempia al proprio obbligo di pagamento o consegna non ricevendo contestualmente la consegna o il pagamento dovuto dall'altra parte (esempio tipico sono le operazioni di compravendita di divise e, con diverse eccezioni, di titoli). In una compravendita di divise l'esposizione effettiva dura dal momento in cui l'istruzione di consegna della valuta venduta non può essere annullata unilateralmente e fino al momento in cui la valuta acquistata è ricevuta in via definitiva. Naturalmente l'esposizione è in capo ad una soltanto delle controparti in funzione del momento temporale in cui si verificano le due situazioni sopra citate.

(58) *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.

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 4.000 miliardi di dollari (59) 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 (60). 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 rischio di insolvenza (61),

(59) Nell'aprile del 2010 è stata condotta, in analogia con quanto già avvenuto a partire dal 1989 ogni tre anni, dalle Banche centrali e dalle autorità monetarie dei principali Paesi (nel 2010 hanno partecipato Banche centrali ed autorità monetarie di cinquantadue Paesi) un'indagine relativa ai volumi del mercato dei cambi. L'iniziativa, come le precedenti, è stata promossa dal Comitato dei Governatori del Gruppo dei dieci e si è svolta sotto l'egida della Banca dei regolamenti internazionali. Uno degli aspetti di maggior rilievo che emerge da queste ricerche è costituito dalle dimensioni del mercato. Al netto di tutte le duplicazioni il volume medio giornaliero delle operazioni in cambi era circa 590 miliardi di dollari americani nel 1989, per arrivare a 4.000 miliardi nel 2010. Il commercio estero di per sé può spiegare solo una modestissima parte dell'attività complessiva del mercato dei cambi. La parte preponderante deriva dai flussi internazionali di capitali e dalle operazioni di copertura, arbitraggio, speculazione e assunzione di posizioni collegate alle moderne strategie di gestione del rischio. Per un commento su dette indagini v. *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (Banca dei regolamenti internazionali), Basilea, aprile 2010.

(60) Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento creato dalle Banche centrali dei Paesi del Gruppo dei dieci ha pubblicato uno studio che, oltre ad esaminare gli schemi esistenti per il regolamento delle operazioni in cambi, formula raccomandazioni e sollecita le banche ad elaborare affidabili meccanismi per controllare il rischio di regolamento: cfr. *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi* (Banca dei regolamenti internazionali), Basilea, marzo 1996. Un altro significativo intervento fu pubblicato con il titolo *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk* (The New York Foreign Exchange Committee), New York, ottobre 1994.

(61) La *Echo* beneficia di una serie di garanzie reali e

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, ventiquattro ore al giorno, senza soluzione di continuità (62). Questi progetti, che comportano investimenti miliardari per la loro realizzazione, hanno trovato realizzazione nel 2002 con l'acquisizione, da parte di *CLS Services Ltd* (*Continuous Linked Settlement*), di *Multinet* e di *Echo*, creando un colosso di dimensione mondiale che offre un servizio di *clearing* nel mercato dei cambi basato sul sistema di *payment versus payment* in tempo reale. Un ulteriore progetto è stato iniziato nell'estate del 2006 tra le principali banche mondiali, la società di comunicazione Reuters e il *Chicago Mercantile Exchange* (CME) attraverso la firma di un accordo per creare *FXMarketSpace*, una nuova società con lo scopo di realizzare un sistema di *clearing* o di stanza di compensazione centralizzata mondiale per le operazioni in cambi (63).

Alla luce di quanto sopra si può fondatamente affermare che esiste un'esigenza genuina di contenere i rischi di consegna (64).

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 specificatamente per consentire la riduzione dei rischi

personali emesse dagli operatori partecipanti all'attività in cambi tali da distribuire in maniera diffusa i rischi e da renderla di fatto esente dal rischio di insolvenza.

(62) GRAHAM, *Clearing bank plan to protect forex deals*, in *Financial Times*, 11 marzo 1996, 11; Id., *Forex dealers move to limit settlement risk*, ivi, 5 giugno 1996.

(63) Cfr. *Foreign exchange trading set for shake-up*, in *Financial Times*, 17 luglio 2006, 19. *FXMarketSpace* non ha avuto successo ed è stato chiuso a fine 2008.

(64) Per un'analisi dei sistemi di compensazione multilaterale v. OLIVIERI, *Compensazione e circolazione della moneta nei sistemi di pagamento*, Milano, 2002.

legati alla consegna delle divise. La *British Bankers' Association*, che ha creato nel 1989 un contratto modello *ad hoc* (65), 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 » (66).

Le origini dello *swap* domestico e quanto sopra illustrato consentono di raggiungere un punto del ragionamento: la causa o funzione tipica va individuata nella volontà di ridurre i rischi finanziari (derivanti dalla consegna) impliciti nella compravendita di divise e, inoltre, di ridurre i costi del regolamento delle prestazioni con pieno scambio (67). Questa causa presuppone che l'obbligazione di pagare il solo differenziale assurge necessariamente ad elemento strutturale del contratto al fine stesso di realizzarla. Non appare compatibile con questa causa la ricostruzione della fattispecie come compravendita di divise a termine regolata con la liquidazione delle differenze: lo scambio di bene contro prezzo (o di divisa estera contro euro) è esattamente quello che le parti non vogliono. Questa spiegazione della causa va ulteriormente qualificata per evitare incomprensioni (68). L'obiettivo di ridurre il rischio della consegna della compravendita a termine si raggiunge proprio modificando l'oggetto del contratto, che non è più la divisa straniera da consegnare, realizzando nel contempo il risultato economico della vendita a termine di divisa. Il contenimento dei rischi legati alla consegna della divisa straniera — rischio presente nella compravendita a termine — si raggiunge proprio eliminando le obbligazioni tipiche della compravendita stessa di consegnare la divisa e pagare il prezzo. In altri termini, si ottiene in maniera sintetica lo stesso risultato economico della compravendita a termine eliminando detti rischi.

Ammettendo anche che lo *swap* domestico così definito sia un contratto aleatorio, l'art. 1933 c.c.

(65) Il modello non ha avuto un particolare successo nel mercato in termini di utilizzazione da parte degli operatori professionali.

(66) *Synthetic agreements for forward exchange* (British Bankers' Association), cit., I. V. anche *supra*, nt. 44.

(67) Movimentare grandi somme di divise comporta 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.

(68) FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *I Contratti*, 2000, n. 3, 255 ss.

— è noto — non si applica a tutti i contratti aleatori, e senz'altro non si applica a quei contratti la cui attribuzione dei vantaggi e svantaggi trovi ragion d'essere in una funzione socialmente apprezzabile.

Se si volesse sostenere, invece, che detto scopo (contenere i rischi di consegna e ridurre i costi) può essere raggiunto con una compravendita a termine di divise, la cui esecuzione avviene tramite una compensazione tra il valore (in euro) al momento dell'esecuzione delle due prestazioni originarie (consegnare una determinata somma in divisa contro ricezione di una determinata somma in euro), bisognerebbe affermare una qualificazione della causa tipica della compravendita (69).

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, 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 (70). Lo *swap* domestico conseguirebbe, sebbene in maniera sintetica, lo stesso risultato del contratto a termine di divise e, al pari di quest'ultimo, non sarebbe contratto aleatorio.

Non varrebbe, pertanto, la sola dichiarazione

(69) CHIOMENTI (*Cambi di divise a termine*, cit., 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. 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. CAVALLIO BORGIA (*Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 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.

(70) BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952, 173.

delle parti, con la quale qualificano questo contratto come aleatorio, per escludere l'applicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità. Un contratto non diventa aleatorio — se non lo è — soltanto perché le parti lo definiscono tale (71). 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 (72). 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.

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 (73). Tutt'al più nel vigore dell'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 (74). 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 (75).

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) liquidando il differenziale, il problema dell'applicabilità dell'art. 1933 c.c. non si porrebbe affatto. Si porrebbe, invece, il problema della risoluzione per eccessiva onerosità, che verrebbe, però, superato in base al comma 2 dell'art. 1467 c.c., 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

(71) SCALFI, *Alea*, in *D. disc. priv.*, sez. civ., I, 1987, 259; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, cit., 85; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, cit., 42; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, cit., 29.

(72) La non applicabilità dell'art. 1467 c.c. è sostenuta anche da FERRARINI, *op. cit.*, 40 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 - Forward Rate Agreement*), vuoi perché, pur avendo il singolo contratto natura commutativa, lo stesso presenti un'alea normale illimitata.

(73) Nello stesso senso MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, cit., 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.

(74) Nello stesso senso PERRONE, *Contratti di Swap con finalità speculativa ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa*, 1995, II, 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.

(75) Cass. 11 febbraio 1946, n. 116. PERRONE (*op. cit.*, 80) critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi che inducono le parti a stipulare al fine di determinare la natura giuridica 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 ROSSI (*Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, cit., 612; *Id.*, *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, in *I derivati finanziari* a cura di RIOLO, cit., 90) afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di *swap*. In senso contrario MATTEUCCI (*loc. ult. 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.

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 dell'applicabilità dell'art. 1933 c.c. (76).

In senso contrario sono, però, da citare le prime pronunce giurisprudenziali, tra cui, ad esempio, un'ordinanza del Tribunale di Milano del 1993, parzialmente criticata in dottrina (77), che ha ritenuto non azionabile la pretesa creditizia derivante da uno *swap* domestico stipulato con finalità di mera speculazione (nel caso di specie la finalità speculativa era di una sola parte: il cliente che aveva perso!), in quanto lo ha assimilato ad una scommessa.

Questo precedente giurisprudenziale è, comunque, stato sintomo di una generale incertezza che gravava sull'inquadramento della fattispecie, incertezza a tutt'oggi non ancora eliminata. Tale situazione non può che riflettersi negativamente sull'immagine del nostro mercato finanziario ed indebolirne l'affidabilità, favorendo l'esodo verso giurisdizioni che offrono un quadro regolamentare chiaro e pragmatico.

8. Le opzioni sul tasso di interesse. — Non si può procedere all'analisi degli aspetti giuridici delle opzioni sul tasso di interesse se non dopo averle descritte anche con l'ausilio di esemplificazioni utili per meglio comprenderne la *ratio*.

(76) 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 (INZITARI, *Swap*, in *La banca e i nuovi contratti* a cura di DE NOVA, Milano, 1933, 55).

(77) Trib. Milano, ordinanza, 24 novembre 1993, in *Banca borsa*, 1995, II, 80, con commento di PERRONE, *op. cit.*

Il contratto di *cap* (78) (*rectius: interest rate cap*, ma per brevità si usa soltanto *cap*) consiste in un accordo in base al quale, dietro pagamento di un premio, l'acquirente del *cap* ha il diritto di ricevere dal venditore alle scadenze stabilite un ammontare calcolato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso variabile e un tasso fisso predeterminato e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze pre-stabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Nel caso in cui la differenza tra il tasso variabile e quello fisso predeterminato sia negativa, nulla è dovuto (79).

Un imprenditore ha contratto un prestito di dieci milioni di euro della durata di cinque anni il cui tasso è calcolato ogni sei mesi con riferimento ad un parametro variabile (per esempio l'*Euribor* — *Euro inter-bank offered rate* —, il tasso interbancario quotato dalle banche). Essendo il tasso variabile, l'imprenditore è esposto al rischio che il costo del finanziamento possa diventare molto alto e possa intaccare la redditività aziendale. L'imprenditore sa che il massimo costo che può sostenere, oltre il quale l'azienda perderebbe, è, ad esempio, un tasso di interesse pari al quindici per cento.

Al fine di limitare tale rischio l'imprenditore può comprare un *cap* al quindici per cento contro l'*Euribor* semestrale su dieci milioni di euro per la durata di cinque anni. Dietro pagamento di un premio, il venditore del *cap* — normalmente, ma non necessariamente, una banca o un intermediario finanziario — si impegna a pagare all'imprenditore una somma di denaro nel caso in cui il tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo sia superiore al tasso del quindici per cento. Se il tasso variabile è, ad esempio, diciotto per cento, l'imprenditore riceverà una somma calcolata come sopra e cioè *a*) euro dieci milioni per *b*) tre per cento (la differenza positiva tra il tasso variabile ed il tasso fisso) e per *c*) centottanta giorni (sei mesi è il periodo di riferimento usato nell'esempio) e

(78) In inglese il sostantivo *cap* significa «*protective cover or top*» (coperchio di protezione, livello massimo): COWIE, *Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English*, Oxford, 1990, *sub voce cap*.

(79) La Banca dei regolamenti internazionali definisce il *cap* come «*a contract whereby a seller agrees to pay to the purchaser, in return for a one-off premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike) rate, times the notional principal, should interest rates rise above the agreed rate*»: *Recent Development in International Inter-bank Relations* (Banca dei regolamenti internazionali), Basilea, 1992, 59.

dividendo il risultato per il numero dei giorni compresi nell'anno.

Questo calcolo viene eseguito ad ogni data prestabilita ed è, pertanto, molto comune che a certe scadenze nulla sia dovuto, mentre ad altre siano dovute delle somme di volta in volta diverse. Il tutto dipende dalla variabilità del tasso di interesse preso a riferimento dalle parti.

Se nulla è dovuto all'imprenditore dal venditore del *cap*, significa che il tasso variabile è al di sotto del quindici per cento e, quindi, l'azienda non perde a causa del costo del debito. Se, al contrario, il venditore del *cap* paga una somma all'imprenditore significa che l'imprenditore sta sopportando un tasso di interesse del prestito superiore al quindici per cento. Beneficiando, però, del *cap*, il costo netto del finanziamento per quel periodo è di fatto pari al quindici per cento, dato che l'imprenditore riceve esattamente la differenza tra il quindici per cento ed il tasso proprio del finanziamento. In altre parole, con l'acquisto del *cap* l'imprenditore si è assicurato un costo del finanziamento non superiore al quindici per cento.

Il venditore del *cap* guadagna se alla fine dell'operazione quanto ha pagato alla controparte è inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno che il venditore può ottenere è il premio (nel caso in cui non sia tenuto ad alcun esborso per tutta la durata del contratto). Al contrario la perdita potenziale è illimitata.

Il calcolo del valore del premio è assai complesso e numerose sono le variabili che vengono utilizzate. A grandi linee esso dipenderà dal livello del *cap* rispetto ai tassi di mercato correnti e dalle aspettative sui tassi di interessi.

Il contratto di *interest rate floor* (80), che chiameremo per brevità *floor* mutuando il linguaggio in uso nel mondo finanziario, consiste in un accordo in base al quale, dietro pagamento di un premio, l'acquirente del *floor* ha il diritto di ricevere dal venditore alle scadenze stabilite un ammontare calcolato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso fisso predeterminato ed un tasso variabile e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Se la differenza tra i tassi è negativa, nulla è dovuto (81).

(80) In inglese il sostantivo *floor* significa « *minimum level* » (livello minimo) (COWIE, *op. cit.*, *sub voce floor*).

(81) La Banca dei regolamenti internazionali definisce il *floor* come « *a contract whereby the seller agrees to pay to the purchaser, in return for the payment of a premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike*

Un investitore ha comprato un titolo di Stato, per esempio un Certificato di credito del tesoro (CCT), del valore di dieci milioni di euro e della durata di cinque anni, il cui tasso viene ricalcolato ogni sei mesi. Essendo il tasso variabile, l'investitore è esposto al rischio che il rendimento dell'investimento possa diventare molto basso.

Al fine di limitare tale rischio e di assicurarsi un ritorno dell'investimento non inferiore, per esempio, al dieci per cento, l'investitore può comprare un *floor* del dieci per cento contro il tasso semestrale del CCT su dieci milioni per la durata di cinque anni. Dietro pagamento di un premio, il venditore del *floor* si impegna a pagare all'investitore una somma di denaro nel caso in cui il tasso fisso del dieci per cento sia superiore al tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo. Se, ad esempio, il tasso variabile è l'otto per cento, l'investitore riceve una somma calcolata come segue: *a*) lire dieci milioni per *b*) due per cento (la differenza positiva tra tasso fisso e tasso variabile) per *c*) centottanta giorni (sei mesi è il periodo di riferimento usato nell'esempio) e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Questo calcolo viene eseguito ad ogni data prestabilita ed è, pertanto, molto comune che a certe scadenze nulla sia dovuto, mentre ad altre siano dovute delle somme di volta in volta diverse. Il tutto dipende dalla variabilità del tasso di interesse preso a riferimento dalle parti.

Se nulla è dovuto all'investitore dal venditore del *floor*, significa che il tasso variabile del CCT è al di sopra del dieci per cento. Se, al contrario, il venditore del *floor* paga una somma, significa che l'investimento rende meno del dieci per cento. Beneficiando, però, del *floor*, il rendimento netto dell'investimento per quel periodo è di fatto pari al dieci per cento, dato che l'investitore riceve esattamente la differenza tra il dieci per cento ed il tasso del CCT. In altre parole l'investitore si è assicurato un rendimento non inferiore al dieci per cento.

Il venditore del *floor* guadagna se alla fine del contratto quello che ha pagato alla controparte è inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno che il venditore può ottenere è il premio (nel caso in cui non sia tenuto ad effettuare alcun esborso per tutta la durata del contratto). La perdita potenziale trova il solo limite del tasso di interesse variabile di riferimento uguale a zero, cioè la

rate, times the notional amount should interest rates fall below the agreed rate. A floor contract is effectively a string of interest rate guarantees » (Recent Developments in International Interbank Relations, cit., 60).

perdita massima sarà data dalla differenza tra il tasso del *floor* ed il tasso di riferimento al momento del calcolo che non può scendere sotto lo zero (82).

Il calcolo del valore del premio è assai complesso e valgono le stesse considerazioni fatte in precedenza per il premio del *cap*.

Il contratto di *corridor* (83) comprende due fattispecie: l'*interest rate cap-corridor* e l'*interest rate floor-corridor*. Le due fattispecie si distinguono dal semplice *cap* o *floor* soltanto per il fatto che la somma che il venditore, dietro pagamento di un premio, si impegna a pagare alle scadenze prestabilite è limitata. Ad esempio, in un *cap-corridor* il venditore si impegna a pagare un ammontare calcolato moltiplicando *a*) un importo nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso variabile ed un tasso fisso predeterminato sempre che tale differenza positiva non sia superiore ad un certo livello predeterminato e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

In altre parole e tornando al nostro imprenditore di cui al primo esempio, il venditore del *cap-corridor* sarà tenuto a pagare una somma se il tasso variabile è superiore al quindici per cento (livello del *cap*) ma fino al massimo del venti per cento. Se il tasso variabile del finanziamento fosse ventitré per cento, l'imprenditore riceverebbe soltanto (una somma calcolata come sopra usando) il cinque per cento e sopporterebbe il costo aggiuntivo del finanziamento. Il costo netto del finanziamento in questo caso risulterebbe diciotto per cento (ventitré per cento, tasso del finanziamento, meno cinque per cento, somma ricevuta in base al *cap-corridor*). L'imprenditore è protetto per le variazioni dei tassi che vanno dal quindici per cento al venti per cento.

Se l'imprenditore avesse comprato un semplice

(82) In realtà è possibile che il tasso di riferimento scenda sotto lo zero: si pensi al caso, assai comune, in cui all'indice viene sottratto un margine e il tasso di interessi della divisa è particolarmente basso. Ad esempio, nel 1995 nel caso dello yen giapponese si sono verificate fattispecie nelle quali il tasso scendeva sotto lo zero. Su questo specifico problema l'*International Swaps and Derivatives Association - ISDA* (Associazione internazionale degli operatori in derivati) ha emesso un documento con cui si suggeriscono le clausole, che regolano questo particolare aspetto, da aggiungersi al contratto modello: *Negative Interest Rates* (International Swaps and Derivatives Association), *memorandum*, 15 novembre 1995.

(83) In inglese il sostantivo *corridor* significa « *long narrow passage* » (passaggio lungo e stretto) (COWIE, *op. cit.*, *sub voce corridor*).

cap, avrebbe ricevuto (una somma calcolata come sopra usando) l'otto per cento. Naturalmente un *cap-corridor* costa sempre meno di un *cap*, essendo il rischio di perdita del venditore più limitato. In questo caso il valore del premio tiene conto non solo del livello del *cap*, ma anche di quello del *corridor* oltre agli altri elementi sopra visti.

Il paragone viene naturale con un contratto di assicurazione nel quale è stabilito un tetto massimo all'esborso che l'assicuratore è tenuto a effettuare qualora si verifichi il sinistro: più il limite è basso (e, nel nostro caso, più è stretto il corridoio), più è basso il premio; mentre più è alto il limite, più alto è il premio. Più è alta la perdita massima che l'assicuratore si impegna a coprire, più è alto il premio.

Per quanto riguarda il *floor-corridor* le considerazioni da farsi sono sostanzialmente identiche: il compratore è protetto contro la diminuzione dei tassi di interesse nei limiti del corridoio, cioè nei limiti in cui essi scendano al di sotto del *floor*, ma al di sopra del livello inferiore del corridoio.

Veniamo ora alla fattispecie del *collar* (84) (il nome corretto è *interest rate collar*), che è dato dalla combinazione di un *cap* e di un *floor*. Un *collar* può consistere nell'acquisto di un *cap* con simultanea vendita di un *floor*, oppure nell'acquisto di un *floor* e simultanea vendita di un *cap*. Nel *collar* non esiste tecnicamente un venditore ed un compratore del *collar*, in quanto ogni parte è contemporaneamente venditrice di un *floor* (o di un *cap*) e compratrice di un *cap* (o di un *floor*). Il *collar*, infatti, non assume autonomia giuridica rispetto alle due opzioni di cui è composto. Una parte può comprare un *cap* da una banca e vendere il *floor* ad un'altra banca realizzando un *collar*. Se l'acquisto del *cap* e la vendita del *floor* avvengono tra le stesse parti, vi è un effetto compensativo sui premi (85).

Torniamo al nostro esempio dell'imprenditore che, avendo contratto un finanziamento di dieci milioni di euro della durata di cinque anni a tasso variabile (sei mesi *Euribor*), vuole proteggersi da un'eventuale crescita dei tassi di interesse. Questi può comprare un *cap* al quindici per cento contro sei mesi *Euribor* e, al fine di ridurre il costo del *cap*, può vendere un *floor*, per esempio, al dieci per

(84) In inglese il sostantivo *collar* significa « *band* » (banda, collo o collare) (COWIE, *op. cit.*, *sub voce collar*).

(85) La Banca dei regolamenti internazionali definisce il *collar* come « *the simultaneous purchase of a cap and the sale of a floor with the aim of maintaining interest rates within a defined range. The premium income from the sale of the floor reduces or offsets the cost of buying the cap* » (*Recent Developments in International Interbank Relations*, cit., 59).

cento. Il risultato economico ottenuto dall'imprenditore è che se il tasso variabile supera il quindici per cento riceve compensazione dal venditore del *cap*, ma se il tasso variabile scende al di sotto del dieci per cento è obbligato a compensare il compratore del *floor*. Pertanto, fintantoché il tasso variabile rimane nella fascia tra il dieci per cento e quindici per cento, non vi sono esborsi. Se il tasso variabile supera questa fascia, sia per eccesso che per difetto, una parte sarà tenuta a compensare l'altra.

Naturalmente la fascia può essere più o meno ampia (o addirittura negativa nel caso in cui il *cap* comprato sia più basso del *floor* venduto oppure il *floor* comprato sia più alto del *cap* venduto) (86) e ciò dipenderà dal grado di protezione e rischio che le parti intendono assumere, nonché dal valore dei relativi premi.

Le fattispecie di opzioni sul tasso di interesse sopra descritte, sebbene soddisfino esigenze diverse e presentino differenze dal punto di vista finanziario, si basano sulla stessa struttura giuridica e cioè sulla promessa del venditore di pagare una somma di denaro, qualora il tasso di interesse oggetto dell'opzione vari al di sopra, al di sotto o entro certi limiti.

Tutte le fattispecie, infatti, possono essere ricondotte alla seguente definizione del contratto: l'opzione sul tasso di interesse è il contratto col quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una o più somme di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse (87).

(86) Nel caso in cui il livello del *cap* e del *floor* siano uguali si ottiene, dal punto di vista tecnico, una situazione simile a quella di un *interest rate swap* (IRS) nel quale il pagatore del tasso fisso dello IRS è il compratore del *cap* e il venditore del *floor*, mentre il pagatore del tasso variabile dello IRS è il compratore del *floor* e venditore del *cap*. Trattasi, comunque, di fattispecie giuridiche ben diverse: l'IRS è un contratto unitario di scambio in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri diversi (cfr. *supra*, § 6), mentre il *collar* è la combinazione di due contratti autonomi. Il fatto che una particolare ipotesi di IRS (tasso fisso contro variabile) possa coincidere dal punto di vista pratico (e non necessariamente anche da quello economico in quanto i due premi possono non essere uguali da compensarsi) con un caso particolare di *collar* (*cap* e *floor* allo stesso livello) nulla evidenzia se non le differenze tra le due fattispecie in esame (MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, cit., 73-76).

(87) In dottrina si sono occupati di questa fattispecie ABRAMI, *Gli strumenti finanziari e creditizi innovativi*, Padova, 1998, 31 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: cap, floor, corridor, collar, PRA e opzioni su FRA*, in *Dir. comm. intern.*, 1993, 873; CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministra-*

La definizione appare *prima facie* simile a quella del contratto di assicurazione, con il quale ha alcuni punti in comune (ma da questo si distingue per i motivi in seguito evidenziati): «l'assicurazione è il contratto col quale l'assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro» (art. 1882 c.c.). Non a caso nella precedente parte descrittiva di questo paragrafo si è ripetutamente usato il verbo assicurare nel descrivere le fattispecie in esame.

Nell'opzione, però, appare irrilevante l'esistenza di un'effettiva posizione da proteggere in capo al compratore. Per facilità descrittiva negli esempi usati nel testo si è sempre fatto riferimento ad un compratore interessato ad eliminare il rischio di variazione del tasso di interesse a cui era esposto avendo un'attività (investimento) o una passività (finanziamento) a tasso variabile. Ma l'esistenza di tale attività o passività o, più in generale, di un rischio da eliminare in capo al compratore dell'opzione non è necessaria e non fa parte della fattispecie contrattuale. Il compratore, infatti, può acquistare l'opzione al solo fine di lucro.

Questo aspetto è particolarmente importante in quanto distingue la fattispecie in esame dal contratto di assicurazione contro i danni, il quale è nullo se, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art. 1904 c.c.) (ad esempio, se il bene assicurato è distrutto prima della conclusione del contratto di assicurazione). Più in generale, mentre la causa dell'assicurazione è il "trasferimento" del rischio, dietro corrispettivo di un premio, dall'assicurato all'assicuratore, la causa del contratto di opzione è l'"assunzione" del ri-

zione di denaro?, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 375; CLARIZIA, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari* a cura di RIOLO, cit., 119; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, ivi, 125; FANTOZZI, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors e collars*, in *Dir. prat. tribut.*, 1992, I, 547; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, cit., 27; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, cit., 629-648; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001; IRRERA, *Options e futures*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, X, 1994, 366; MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, 2000, 301 ss.; MORI, *op. cit.*, 73 ss.; PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano 1997; PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933*, cit., 26; ID., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, cit., 171; VECCHIO, *Contabilizzazione e regime contabile delle options*, in *Il Corriere tributario*, 1991, n. 50, 3721; ID., *Il contratto di interest rate cap*, ivi, n. 36, 2666; VECCHIO e VITALI, *Profili civilistici e fiscali delle options*, in *Boll. tribut.*, 1990, n. 13, 965. Concordano con la definizione del contratto descritta nel testo FERRARINI, *op. cit.*, 35; CLARIZIA, *op. cit.*, 121; CORTI, *op. cit.*, 128 ss.

schio di variazione del tasso dietro corrispettivo di un premio.

Inoltre, la diminuzione o l'aggravamento del rischio assicurato sono causa di mutamenti del premio o, perfino, di recesso dal contratto di assicurazione (art. 1897-1898 c.c.). Nel caso del contratto di opzione, invece, qualsiasi variazione del rischio — come meglio vedremo in seguito — non ha alcun effetto sulle obbligazioni delle parti contraenti (88).

L'opzione si distingue anche dalla scommessa (89) in quanto questa si può basare anche su un evento passato, mentre la prestazione del venditore dell'opzione non può che dipendere da un evento futuro incerto. La principale differenza risiede nella causa dei due contratti: la causa della scommessa sta nella creazione artificiale del rischio per sfida (seppur intimamente legata al lucro), mentre la causa dell'opzione consiste nell'assunzione del rischio (di variazione del tasso di interesse) verso il corrispettivo di un premio.

Vale la pena di citare che il contratto di opzione non è annoverabile tra la discussa categoria dei contratti differenziali.

Secondo la dottrina prevalente (90), questi vanno distinti in contratti differenziali semplici e complessi. Questi ultimi a loro volta in propri ed impropri. I differenziali semplici sono caratterizzati da un accordo in base al quale, in una compravendita a termine, non vi sarà alla scadenza la consegna della merce ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento della differenza tra il valore della merce stabilito in contratto e quello che essa avrà il giorno della scadenza. I contratti differenziali complessi propri, invece, sono costituiti da due contratti a termine di segno

opposto conclusi tra le stesse parti con la stessa scadenza, ma in tempi diversi, i quali vengono regolati per differenza in forza della compensazione legale. I contratti differenziali complessi impropri sono caratterizzati anch'essi da due distinti contratti a termine con pari scadenza, ma sono conclusi tra parti diverse e sono necessariamente regolati in stanze di compensazione: Alfa compra a termine da Beta, il quale compra la stessa merce da Gamma. Alla scadenza, grazie al meccanismo della stanza di compensazione, Beta compensa i propri crediti con i propri debiti, per ricevere o pagare soltanto l'eventuale differenziale.

Ci sembra di avere fin qui dimostrato che nella fattispecie tipica del contratto di opzione sul tasso di interesse manchi la reciprocità dell'obbligazione di pagare la differenza tra un valore stabilito in contratto ed il valore futuro del momento dell'esecuzione. Non esiste, nemmeno, una prestazione futura di entrambe le parti da potersi compensare con quella della controparte ai fine di regolare la differenza tra il valore delle due prestazioni: mancano, in altre parole, le due prestazioni con pari scadenza, né vi è l'incertezza su quale parte gravi l'obbligazione di pagare una differenza (91).

Più semplice risulta la distinzione con i contratti differenziali complessi. Oltre a riprendere quanto argomentato per i contratti differenziali semplici (v. *supra*, § 7), il contratto di opzione è un unico negozio, mentre i differenziali complessi sono una fattispecie composta da due contratti di segno opposto.

Il contratto di opzione ricorda, sebbene da questa rimanga distinto, la *emptio spei* (92). Essa ha come oggetto attuale la speranza che il prodotto venga ad esistenza, speranza che ha valore economico indipendentemente dal risultato, ed il prezzo è dovuto anche se il prodotto non viene ad esistenza, perché pattuito per la speranza del prodotto e non per il prodotto. Si distingue dalla *emptio rei speratae* (vendita di cosa futura) in

(88) Non appare condivisibile l'opinione espressa dal Servizio studi della Banca d'Italia in *La tassazione e i mercati finanziari*, Roma, 1987, secondo la quale i contratti in esame sembrano avere la causa tipica di assicurazione e cioè quella di garantire ad un soggetto (l'assicurato) il risarcimento del danno eventuale e di provvedervi se e quando il sinistro si verificherà. Per una critica a tale interpretazione cfr. VECCHIO, *Il contratto di interest rate cap*, cit., 2667. Respingono la natura assicurativa INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., 597; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, cit., 393.

(89) Nel senso che i *cap*, *floor*, ecc., non siano assimilabili alla scommessa cfr. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, cit., 171-182.

(90) Per tutti v. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, cit., 398. Altra autorevole dottrina ritiene priva di ogni fondamento la categoria dei contratti differenziali, che rimangono compravendite anche se caratterizzate dalla liquidazione per differenza (VASSALLI, *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Id.*, *Studi giuridici*, II, Milano, 1960, 143 ss.).

(91) In senso contrario PREITE, *op. ult. cit.*, 174 nt. 10, e 183 ss. Le argomentazioni addotte dall'autore sulla differenziazione tra scommessa ed i nuovi contratti finanziari, la possibilità di poter concludere e negoziare tali contratti fuori borsa, nonché la critica alla comunicazione CONSOB 12 novembre 1990, n. 6538 sono da condividersi. Risulta, però, indimostrata la riconducibilità del contratto di opzione sul tasso di interesse alla fattispecie del contratto differenziale. Ugualmente contrario FERRARINI, *op. cit.*, 35, che non dà rilevanza all'aspetto strutturale tipico dell'opzione sul tasso di interesse e cioè che, una volta pagato il premio, vi è una sola determinata parte obbligata ad effettuare prestazioni.

(92) La stessa similitudine è stata colta da PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933*, cit., 36, e *Id.*, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, cit., 184.

quanto quest'ultima ha come oggetto il prodotto futuro onde il contratto dà luogo a reciproci obblighi di consegna del prodotto e del prezzo soltanto se il prodotto viene ad esistenza. La causa della *emptio spei* rimane quella tipica della vendita — scambio di cosa contro prezzo —, ma il particolare oggetto fa sì che il contratto sia da considerarsi aleatorio. A fronte della possibilità di poter incamerare il prezzo in cambio di nessuna prestazione, il venditore assume il rischio di dover consegnare un prodotto il cui valore può essere di gran lunga superiore al prezzo incassato.

Similarmente nel contratto di opzione sul tasso di interesse, a fronte della possibilità di incamerare il premio in cambio di nessun esborso, il venditore assume il rischio di dover effettuare pagamenti di ammontare di gran lunga superiore al premio incassato.

Il rapporto esistente tra la *emptio rei speratae* e la *emptio spei* è in parte analogo a quello tra i contratti di *interest rate swap*, *FRA* (*Forward Rate Agreement*) o *futures* da un lato e le opzioni in esame dall'altro. Mentre nei primi le parti si obbligano reciprocamente ad effettuare uno o più pagamenti a seconda del posizionarsi di un certo tasso di interesse preso a riferimento, nell'opzione il compratore, dietro pagamento del premio, ha il diritto di ricevere uno o più pagamenti qualora il tasso di interesse preso a riferimento si posizioni al di sopra, al di sotto o entro certi limiti.

In altre parole si potrebbe dire che la causa dell'opzione sta nello scambio del premio contro la speranza di ricevere pagamenti in misura superiore o, altrimenti, nello scambio tra premio e assunzione del rischio di dover effettuare dei pagamenti in funzione della variabilità di un tasso di interesse.

L'opzione va distinta poi dal negozio condizionato. In ambedue si ha riguardo all'influenza di un evento futuro ed incerto, ma nel secondo si fa dipendere l'efficacia stessa del negozio dal verificarsi o meno della condizione. Nel primo caso, invece, il negozio è sempre pienamente efficace sin dal momento della stipulazione del consenso, solo che dal verificarsi dell'evento dipende il sussistere della prestazione oggetto dell'obbligazione di pagamento del venditore.

L'opzione sul tasso di interesse va, infine, distinta dall'opzione *ex art. 1331 c.c.* (93). Quest'ultima è un contratto inteso a rendere irrevocabile la dichiarazione (così già manifestata) di una delle

parti relativa ad un contratto da concludere in un tempo futuro. Il secondo contratto cui l'opzione si riferisce si conclude con la semplice accettazione ed acquista efficacia *ex nunc*. Essa rappresenta un caso di rinuncia convenzionale al diritto di revoca della proposta del negozio, che potrà nascere con la sola manifestazione della volontà di accettare espressa dall'altra parte. Nell'opzione sul tasso di interesse non vi è un secondo contratto da concludersi e non è necessaria una successiva accettazione (o manifestazione di volontà) del compratore dell'opzione affinché il venditore sia tenuto ad effettuare i pagamenti dovuti; il contratto è definito con la promessa di pagare una o più somme al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse.

9. *Le famiglie di contratti derivati.* — Completata l'analisi di alcune soltanto tra le numerose fattispecie di contratti derivati in uso nei mercati finanziari, si rimanda a specifici contributi dottrinali in merito alle altre figure contrattuali (94). Supponendo tali letture, si possono raccogliere le vele al fine di poter affrontare in seguito la definizione di strumenti finanziari derivati.

In questo senso appare utile classificare le diverse fattispecie in uso nei mercati in base a due criteri diversi: il primo in base alle categorie dei sottostanti prendendo come riferimento le categorie finanziarie ed il secondo in funzione delle strutture giuridiche dei contratti derivati di cui ci occuperemo nel prossimo paragrafo.

I contratti derivati possono essere classificati nelle seguenti famiglie:

- a) contratti derivati sui tassi di interesse,
- b) contratti derivati sui cambi e/o sulle divise,
- c) contratti derivati di credito,
- d) contratti derivati su azioni,
- e) contratti derivati su fondi,
- f) contratti derivati su merci,
- g) contratti derivati meteorologici,
- h) contratti derivati su tariffe di trasporto,
- i) contratti derivati su indicatori economici,
- l) contratti derivati immobiliari.

Trattasi di mere classificazioni utilizzate nei mercati finanziari utili ai fini pratici, ma prive di una funzione giuridica propria.

La famiglia dei contratti derivati sui tassi di interesse comprende gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, i *FRA*, i *financial futures* su titoli di Stato, su tassi di interesse, le opzioni sui

(93) Nello stesso senso CLARIZIA, *op. cit.*, 121; CORTI, *op. cit.*, 131; VECCHIO e VITALI, *lc. cit.*; IRREIRA, *lc. ult. cit.*; GIRINO, *op. cit.*, 87 ss.

(94) Per una rassegna completa delle numerose fattispecie di contratti derivati v. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit.

tassi di interesse e le opzioni sui precedenti contratti.

La famiglia dei contratti derivati sui cambi comprende i *domestic currency swap*, gli *interest rate and currency swap*, i *financial futures* sui cambi e le opzioni su precedenti contratti.

La famiglia dei contratti derivati di credito comprende il *credit default swap* semplice, il *credit default swap* complesso, la *credit default option*, il *credit spread swap*, la *credit spread option* e il *total rate of return swap*.

La famiglia dei contratti derivati su azioni comprende gli *equity forward*, gli *equity swap*, le *equity options* ed i *financial futures* su azioni e su indici.

La famiglia dei contratti derivati su merci comprende i contratti a termine, *forward* o *swap*, sulle merci o su relativi indici, i contratti di *cap*, *floor* o *collar*, i contratti di opzione sulle precedenti fattispecie e i *financial futures* su merci.

Le rimanenti famiglie comprendono variegate fattispecie per la quali si rimanda al successivo paragrafo.

Ciascuna di queste famiglie comprende fattispecie diverse che si differenziano essenzialmente nella struttura giuridica adottata.

Analizzando con attenzione il vasto panorama si potranno individuare alcune strutture giuridiche che si ripetono nelle diverse famiglie e l'esame che segue è proprio mirato ad individuare questi tratti comuni.

10. I cinque prototipi. — L'esame di tutti i contratti derivati finanziari in uso nei mercati finanziari porta a riconoscere che tutti i contratti sono riconducibili a cinque prototipi cioè a strutture negoziali che si ripetono sebbene utilizzando parametri di riferimento e *nomen* diversi. Successivamente vedremo come questi prototipi siano riconducibili alle definizioni di strumenti finanziari derivati.

Il primo prototipo è quello dello *swap* di pagamenti, cioè quel 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. La causa è quella di scambio di obbligazioni di pagamento. Il valore positivo emerge dallo scambio in sé stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale. Il contratto è, pertanto, commu-

tativo ed i motivi per i quali le parti contraggono sono irrilevanti ai fini della determinazione della fattispecie. Trattasi di un contratto atipico.

A tale prototipo sono riconducibili gli *swap* sugli interessi e sulle divise (IRS e IRCS) (v. *supra*, § 6), i *total rate of return swap* tra i derivati di credito (95), i *total return equity swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*, i *total return fund swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*. Inoltre, possono essere ricondotti a tale prototipo anche i *commodity swap* ed i *weather index swap* con pluralità di pagamenti, entrambi contratti che prevedono il pagamento di più differenziali nel tempo.

Il secondo prototipo è quello del contratto differenziale semplice che può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra *a*) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e *b*) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto.

Sono riconducibili a questo prototipo gli *swap* domestici (*domestic currency swap*) (v. *supra*, § 7), i *FRA* o *forward rate agreements* (v. *supra*, § 8), i *financial futures* su indici (96), i *financial futures* su tassi di interesse, i *financial futures* su azioni, gli *equity forward* con *cash settlement*, i *fund forward* con *cash settlement*, i *commodity forward* con *cash settlement*, i *weather index swap* con singolo pagamento, i *forward* su indici economici e i *credit spread swap*.

In queste fattispecie appare evidente che la volontà delle parti è quella di effettuare un pagamento differenziale e non sarebbe nemmeno possibile ricostruire diversamente la volontà contrattuale come modalità di esecuzione di un contratto di compravendita (nell'alveo del quale una dottrina ormai datata ha fatto ricadere il contratto differenziale semplice, togliendogli ogni autonomia giuridica) (97). Si ricordi anche che lo *swap*

(95) Per la descrizione di queste fattispecie si rinvia a CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, rispettivamente 486, 535, 555, 565, 579.

(96) CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, rispettivamente 300, 299, 302, 535, 555, 565, 579, 613, 469.

(97) BIANCHI D'ESPINOSA, *op. cit.*, 391 ss.

domestico, tra l'altro, nasce dall'esigenza di superare un divieto normativo relativo alle compravendite a termine di divise.

Il terzo prototipo è quello del contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento. Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio.

Sono riconducibili a questo prototipo i contratti di opzione sui tassi di interesse (*interest rate option*) (v. *supra*, § 9), i *commodity call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati su merci (98), i *weather call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati meteorologici, i *credit default swap* tra i contratti derivati di credito e le *economic call* o *put options* tra i derivati su indicatori economici.

Il quarto prototipo è quello tipico della compravendita e cioè lo scambio di bene contro prezzo. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo i *financial futures* su titoli di Stato e su titoli obbligazionari (99), i *financial futures* su merci, gli *equity forward* con *physical settlement*, i *fund forward* con *physical settlement* e i *commodity forward* con *physical settlement*, quali i contratti derivati su metalli preziosi ed energie.

Il quinto ed ultimo prototipo è quello tipico del contratto di opzione e cioè quel contratto in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta. Alla controparte spetta il diritto di concludere, o meno, un secondo contratto che può essere uno dei contratti elencati in precedenza. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo le opzioni su *swap*, su titoli, su divise, su indici (100), le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, le *credit spread options*.

Si noti, ancora una volta, che i termini inglesi utilizzati per indicare le fattispecie sono spesso portatori di confusione: infatti, si usa il termine « *swap* » non solo per le fattispecie riconducibili al primo prototipo, ma anche per contratti differenziali appartenenti al secondo prototipo (ad esempio, i *weather index swap* con singolo pagamento) o al terzo prototipo (ad esempio, i *credit default swap*). Si usa il termine « *option* » sia per indicare i contratti di opzione veri e propri (il quinto prototipo), cioè quei contratti con cui si rende

irrevocabile la proposta, sia per diversi contratti appartenenti al terzo prototipo, quali le *interest rate options*, i *commodity call*, *put* e *collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call*, *put* e *collar* e le *economic call* o *put options* tra i derivati su indicatori economici. I contratti appartenenti al terzo prototipo — a dispetto del *nomen* — non hanno alcun elemento di opzionalità e non conferiscono — a differenza dei contratti di opzione — alcun diritto ad una parte di concludere un secondo ed eventuale contratto.

Tutti i contratti derivati si perfezionano nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione. Trattasi cioè di contratti “consensuali”. Normalmente le parti negoziano i termini del contratto e lo concludono al telefono. Segue a breve distanza temporale una conferma scritta per facsimile o posta elettronica che contiene tutti gli estremi dell'operazione. La formalizzazione attraverso la firma di un documento avviene, di norma, nei giorni successivi. La forma scritta non è richiesta né *ad substantiam* né *ad probationem*, salvo nei rapporti tra intermediari finanziari ed il pubblico nell'ambito della prestazione di servizi di investimento, per i quali la forma scritta è prevista a pena di nullità (art. 23 t.u. fin.). La prova della conclusione può essere data in qualsiasi forma (salvo naturalmente quando la forma scritta è richiesta a pena di nullità).

I contratti derivati sono contratti ad “effetti obbligatori”, in quanto le parti si impegnano reciprocamente ad eseguire pagamenti futuri (ed in certi casi anche delle consegne), e sono contratti a titolo “oneroso”.

I contratti derivati comportano l'assunzione di rischi di credito per importi notevoli — anche nel caso si tratti di importi differenziali — o per durate non brevi. Le condizioni a cui viene concluso il contratto tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio delle parti: una società con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un *rating* inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può, pertanto, ritenere che, essendo la persona in concreto delle parti un elemento essenziale, i contratti derivati siano contratti *ab intuitu personae*, al pari di altri contratti di credito (101).

(98) CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, rispettivamente 565, 579, 430, 613.

(99) CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, rispettivamente 297, 303, 535, 555, 565.

(100) CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, rispettivamente 377, 535, 555, 565, 479.

(101) SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1953, 250 ss.

A conclusione contraria si giunge nel caso del compratore dell'opzione in quanto, una volta pagato il premio al

Da qui consegue, ad esempio, la incredibilità del contratto (è fatto ovviamente salvo l'accordo delle parti).

Ai contratti derivati non è applicabile l'art. 1933 c.c. vuoi perché ciò è espressamente previsto per quei contratti derivati che rientrano nella definizione di « strumenti finanziari derivati » (art. 23 comma 5 t.u. fin.), vuoi perché alcuni contratti derivati sono commutativi o, infine, perché anche i contratti derivati da considerarsi aleatori hanno una causa meritevole di piena tutela da parte dell'ordinamento giuridico.

In merito agli aspetti di disciplina fallimentare dei contratti derivati, rimandando agli studi sul tema (102), ci si limita a segnalare che il fallimento produce lo scioglimento del contratto derivato la cui scadenza sia posteriore alla dichiarazione di fallimento. Tale affermazione vale sia per i contratti derivati che sono qualificati come strumenti finanziari derivati e per i quali l'applicazione dell'art. 76 l. fall. avviene in base all'art. 203 t.u. fin., sia per i contratti derivati che non sono annoverabili tra gli strumenti finanziari grazie al procedimento di applicazione analogica dell'art. 76 l. fall.

11. Analisi della definizione di strumenti finanziari derivati. — A questo punto della trattazione possiamo affrontare la definizione normativa di strumenti finanziari derivati contenuta nel comma 2 dell'art. 1 t.u. fin.

L'obiettivo del legislatore nel definire gli strumenti finanziari derivati ai fini di sottoporli alla riserva di attività è quello di avere la più ampia gamma possibile di contratti derivati compresi in tale elencazione.

Questo approccio teleologico emerge in diversi punti: *a)* dall'evoluzione stessa della definizione, che è passata dalla descrizione sintetica del 1991 dei principali contratti derivati (v. *supra*, § 4) per arrivare all'articolata novella del 2007 oggetto del nostro esame; *b)* dalla presenza di fattispecie residuali nell'attuale definizione — « altri contratti derivati » che si ripete nelle varie lettere o « altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti » nella lett. *j* — al fine di mantenere aperta ed ampia la lista delle fattispecie incluse; *c)*

momento della conclusione del contratto, non esistono obbligazioni del compratore se il secondo contratto è un contratto differenziale. Qualora il secondo contratto non sia un contratto differenziale, potranno sorgere in capo al compratore dell'opzione obbligazioni per l'assunzione delle quali la qualità della parte diviene rilevante.

(102) CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 106, 228, 270, 345, 393, 509.

dall'interpretazione sistematica del testo unico in materia di intermediazione finanziaria, che prevede un meccanismo di normazione secondaria attuato attraverso regolamenti ministeriali idonei ad integrare la definizione contenuta nella legge ordinaria. Ci si riferisce al comma 5 dell'art. 18 t.u. fin., il quale recita che « il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob: *a)* può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività »; *d)* dalla normativa europea — art. 38 e 39 reg. CE n. 1287/2006, cit. —, che pone i criteri per allargare la definizione in funzione delle evoluzioni dei mercati finanziari.

Il criterio scelto dal legislatore per raggiungere questo obiettivo è un criterio misto in quanto da un lato si fa espresso riferimento ad alcune famiglie di contratti derivati finanziari, quali i contratti derivati sui tassi di interesse, sui cambi, sulle azioni (valori mobiliari), sulle merci, sulle tariffe di trasporto, sugli indici economici e i contratti derivati meteorologici, dall'altro si fa uso dei prototipi — contratti di opzione, contratti differenziali, contratti di scambio — e dall'altro ancora si utilizzano termini inglesi che individuano più contratti derivati appartenenti a diverse famiglie e diversi prototipi, quali *swap*, *future*, *forward*.

In sostanza la commistione di criteri, al di là dell'apparire tautologica e ridondante (103), ha il pregio di creare una definizione di strumenti finanziari derivati a « maglie strette » lasciando pochi spazi ad interpretazioni formali e letterali tendenti a sottrarre alla riserva di attività alcuni contratti derivati finanziari.

Il risultato di tale scelta è che un contratto derivato può rientrare nella definizione di strumenti finanziari derivati attraverso più voci. Si pensi al *domestic currency swap* che è nel contempo uno *swap* (lett. *d*), un contratto differenziale (lett. *i*) e un contratto derivato connesso a valute (lett. *d*). Oppure al *credit spread swap* che è nel contempo un contratto derivato di credito (lett. *b*), uno *swap* — lett. *d*, quale *swap* o quale altro contratto derivato connesso a valori mobi-

(103) BARCELLONA (*Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione"*, in *Banca borsa*, 2012, I, 541) descrive la norma in esame come « scriteriata ».

liari (104) o a misure finanziarie (105) — e un contratto differenziale (lett. *i*).

Risulta indifferente attraverso quale criterio o lettera del comma 1 dell'art. 1 t.u. fin. una fattispecie di contratto derivato finanziario sia riconducibile alla definizione di « strumenti derivati », dato che la definizione di « strumenti finanziari derivati », raggruppando tali lettere, non fa distinzioni di sorta.

In definitiva si può definire, dal punto di vista giuridico, « strumento finanziario derivato » quel contratto definito come tale dal testo unico in materia di intermediazione finanziaria, senza poter individuare caratteristiche strutturali comuni a tutte le diverse fattispecie.

La ricerca di un denominatore comune può avere successo, invece, se si approfondisce l'aspetto teleologico sopra indicato analizzando gli strumenti finanziari derivati dal punto di vista « funzionale ». Infatti, un contratto derivato rientra nella definizione di strumento finanziario derivato e, quindi, nell'ambito della riserva di attività, quando assume una rilevanza tale da fare sorgere l'esigenza di tutela nei confronti del pubblico che si ritiene contraente debole rispetto agli operatori finanziari professionali.

Peraltro, nell'economia moderna sono numerosi i contratti nei confronti del pubblico o dei consumatori che non richiedono una riserva di attività ed un regime speciale.

L'esigenza di questa tutela specifica nasce dalla considerazione che molti — ma non tutti — contratti derivati rappresentano la monetizzazione di un rischio che è di norma estraneo alla sfera giuridica dei contraenti (106) e che viene regolato attraverso obbligazioni di pagamento (e non con lo scambio di beni materiali o servizi). Tale rischio ha caratteristiche essenzialmente finanziarie che in genere richiedono conoscenze tecniche e professionali elevate per essere adeguatamente comprese. Molti contratti derivati hanno per oggetto un rischio che viene tradotto in un valore monetario secondo i parametri tipici dei cinque prototipi sopra descritti. Per essere strumento finanziario derivato si deve trattare di un rischio finanziario, tant'è che diversi contratti derivati su merci, ad esempio, non rientrano nella definizione di

strumenti finanziari derivati. Infatti, i contratti derivati su merci rientrano tra gli strumenti finanziari derivati se soddisfano almeno una delle condizioni sparse nelle lett. *e*, *f* e *g* della definizione legislativa (art. 1 comma 2 t.u. fin.) e cioè: *a*) la liquidazione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti, *b*) sono trattati in un mercato regolamentato o equipollente, *c*) sono adempiuti in una stanza di compensazione. In altre parole, la distinzione mira a separare il contratto derivato su merci di natura commerciale (con consegna fisica delle merci) da quello che presenta almeno una caratteristica di « finanziaria » individuata dal legislatore.

In conclusione, la disordinata definizione di strumenti finanziari derivati cerca di cogliere un fenomeno — quello dei contratti derivati finanziari — al fine di riservarne l'attività di negoziazione professionale nei confronti del pubblico a soggetti regolamentati in considerazione della loro elevata finanziaria.

Sebbene a « maglie strette » la definizione non comprende tutti i contratti derivati finanziari che si utilizzano nei mercati finanziari (ad esempio i contratti derivati su merci di natura « commerciale » sopra citati).

Infine, si ricorda che la riserva di attività non riguarda tutti gli strumenti finanziari derivati in quanto tali. Infatti, non si applica a quelli *a*) negoziati occasionalmente nei confronti del pubblico, *b*) negoziati professionalmente « non » nei confronti del pubblico e *c*) negoziati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari.

Lo strumento finanziario derivato negoziato tra soggetti privati diversi da quelli indicati e che non operano professionalmente nei confronti del pubblico non è soggetto a riserva di attività né al regime speciale ed è regolato dalle norme pattizie e dalle norme generali del nostro diritto privato.

Francesco Caputo Nassetti

FONTE. — Art. 1 comma 2, 18 comma 1, 23, 203 t.u. fin.; d. lg. 17 settembre 2007, n. 164; art. 38 e 39 reg. CE della Commissione 10 agosto 2006, n. 1287/2006.

LETTERATURA. — CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*², Milano, 2011; CLARIZIA, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari* a cura di RIOLO, Milano, 1993, 119 ss.; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, ivi, 125 ss.; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, ivi, 27 ss.; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 629 ss.; MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990.

(104) Si pensi ad un *credit spread swap* tra titoli di Stato italiani e tedeschi, che sono chiaramente valori mobiliari.

(105) Si pensi ad un *credit spread swap* riferito al margine del debito FIAT a cinque anni o al relativo *credit default swap*.

(106) Evidenzia correttamente questo concetto BARCELONA, *loc. cit.*

