GIURISPRUDENZA COMMERCIALE
Anno XLI Fasc. 2 - 2014
ISSN 0390-2269

Francesco Caputo Nassetti

UN SALTO INDIETRO DI TRENT'ANNI: "SWAP UGUALE SCOMMESSA"!

Estratto

MVLTA PAVCIS AG

Milano • Giuffrè Editore

APPELLO MILANO, Sez. I, 18 settembre 2013 — SODANO *Presidente* — RAINERI *Relatore* — Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza SpA (appellante) c. Gomme Service & Co. snc di Cicognini Ivo & C. (appellati ed appellanti incidentali).

Strumenti finanziari derivati - *Interest rate swap* - Natura - Scommessa legalmente autorizzata.

Il contratto derivato rientra nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee (1).

L'oggetto del contratto di interest rate swap *si sostanzia nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo. Tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto e in difetto di tali elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa poiché il riconoscimento legislativo risiede nella razionalità dell'alea* (2).

(*Omissis*). — SVOLGIMENTO DEL PROCESSO. — Con sentenza n. 597/09 il Tribunale di Pavia, in funzione collegiale, previo accertamento della responsabilità della allora parte convenuta — Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza SpA. — per violazione degli obblighi informativi di cui al TUF e della responsabilità precontrattuale della Banca nella conclusione dei contratti *swap* intercorsi fra le parti, condannava quest'ultima al risarcimento del danno per complessivi euro 88.911,99 oltre interessi, disciplinando, di conseguenza, le spese processuali.

Avverso tale sentenza proponeva appello la Banca deducendo plurimi motivi di gravame:

1. nullità della sentenza per vizio di ultrapetizione in relazione alla pronuncia risarcitoria poiché il risarcimento del danno era stato richiesto dalle parti attrici in dipendenza ("solo" e "conseguentemente") delle domande di nullità, di annullamento e di risoluzione: domande, invero, non accolte;

2. nullità della sentenza per vizio di ultrapetizione, per avere il Tribunale pronunciato travalicando i limiti delle domande attoree, accertando una responsabilità precontrattuale mai dedotta e facendo da essa discendere le conseguenze risarcitorie accordate;

3. omessa pronuncia sulla domanda riconvenzionale proposta dalla Banca volta ad ottenere il saldo passivo del c/c sociale n. 00216/01600815;

4. erroneità della sentenza nella parte in cui la Banca è stata condannata a "rimborsare" l'importo di euro 88.911,99 che essa Banca non aveva mai percepito, essendo rimasto contabilizzato quale mero saldo negativo del c/c;

5. erroneità della sentenza laddove è stata ritenuta sussistente una responsabilità precontrattuale, essendo le trattative confluite in successivi contratti ed essendo stati gli stessi consensualmente risolti;

6. erroneità, contraddittorietà ed assenza di motivazione, nonché erronea valutazione delle risultanze istruttorie in ordine al pronunciato inadempimento della Banca, per avere la Banca reso tutte le informazioni necessarie ad una consapevole scelta dell'investitore e specificato nei contratti quadro tutte le caratteristiche degli *swap* e per avere la parte contraente reso la dichiarazione di cui all'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98, con ogni conseguenza di legge.

Parte appellante formulava, altresì, istanza di sospensione della provvisoria esecutività della sentenza di primo grado.

Le parti appellate si costituivano in giudizio contestando il fondamento della proposta impugnazione e proponendo appello incidentale volto alla declaratoria di nullità (già svolta in primo grado) dei contratti intercorsi con la Banca, ferme restando le restanti statuizioni contenute nella gravata sentenza.

La difesa appellante evidenziava come gli appellanti incidentali avessero rinunciato, non avendole riproposte, alle domande restitutorie, ovvero risarcitorie.

La Corte, verificata la regolarità del contraddittorio ed accolta l'istanza di sospensione formulata dalla parte appellante, disponeva due rinvii di udienza in ragione del sopravvenuto impedimento del Consigliere relatore, poi sostituito, perché assegnato ad altro ufficio; fissava, quindi, su concorde richiesta dei procuratori delle parti, udienza di precisazione delle conclusioni.

Espletato l'incombente alla udienza del 7 maggio 2013, la causa veniva posta in decisione, con assegnazione dei termini (ridotti) per il deposito delle comparse conclusionali e dei termini di legge per le rispettive repliche.

Motivi della decisione. — 1. La Corte ritiene opportuno affrontare, preliminarmente, la questione, in limine dibattuta fra le parti, in ordine ai presupposti di cui all'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98, ancorché la stessa risulterà irrilevante, per le plurime considerazioni che verranno di seguito esposte.

Sul punto giova anzitutto rammentare che, allorché l'investitore deduca che la dichiarazione *ex* art. 31 sia stata resa inconsapevolmente o, comunque, senza adeguata cognizione di causa in ordine alle conseguenze che essa produce, la giurisprudenza di legittimità ha rilevato che, seppure non gravi sull'intermediario alcun onere di accertamento della effettiva sussistenza dei requisiti di professionalità, resta, pur tuttavia, salva la possibilità dell'investitore di provare non solo come tali requisiti non fossero esistenti, ma anche che di tale circostanza l'intermediario finanziario fosse consapevole, ovvero che egli fosse in possesso di dati ed elementi oggettivi atti a consentire una diversa valutazione (cfr., fra tutte, Cass. n. 11138/09).

In sostanza, dunque, la presenza della dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato costituisce una mera presunzione semplice, vincibile, in caso di contestazione, dalla prova positiva della insussistenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi di professionalità in materia di strumenti finanziari e dalla prova della conoscenza, ovvero, conoscibilità in concreto, da parte dell'intermediario, delle circostanze dalle quali poter desumere la reale situazione in cui versi l'investitore nel momento in cui rende siffatta dichiarazione.

Nella specie, l'odierna appellata ha, sin dal suo primo atto difensivo, contestato di possedere i requisiti sostanziali di professionalità, offrendo una serie di indici dai quali poter desumere siffatta circostanza e la concreta conoscenza/conoscibilità della stessa da parte dell'intermediario.

Tale assunto può essere condiviso, laddove si consideri che:

i) la società Gomme Service & Co. snc è una società di persone, di piccole dimensioni, affatto dotata di dipendenti/consulenti muniti di specifica conoscenza in materia di strumenti finanziari;

ii) l'unica attività svolta "professionalmente" dalla società è quella di commercio al dettaglio di gomme;

iii) mai prima della conclusione dei contratti di cui è causa la società aveva operato sul mercato finanziario (la Banca non ha contestato siffatta circostanza ed anzi non ha deliberatamente prodotto il dossier titoli, nonostante l'ordine impartito dal Giudice di primo grado *ex* art. 210 c.p.c.);

iv) la Banca conosceva la oggettiva situazione in cui versava la propria cliente, sia perché la stessa era sua correntista sin dal 1997 (per stessa ammissione della odierna appellante sul c/c in essere "passavano" tutti i movimenti legati alla società e per tale ragione la Banca aveva esatta contezza degli utili e del patrimonio della società), sia perché aveva alla stessa erogato un finanziamento per euro 175.595,34, volto all'acquisto di un capannone in cui svolgere l'attività (finanziamento cui è successivamente seguita la stipulazione dei contratti *swap* di cui si controverte e la cui concessione, di norma, transita attraverso la valutazione delle capacità finanziarie del beneficiario).

Ma di assorbente concludenza, ad avviso della Corte, è la circostanza che:

v) il primo contratto quadro (stilato in data 6 febbraio 2004), al punto e), escludeva espressamente che il cliente rientrasse nella categoria degli operatori qualificati;

vi) il primo contratto *swap* (stilato in data 18 febbraio 2004) non era stato accompagnato dalla dichiarazione autoreferenziale di cui all'art. 31 Reg. Interm;

vii) tale dichiarazione "improvvisamente" compare nel successivo contratto quadro stipulato in data 13 settembre 2005, in sede di rinegoziazione del precedente contratto.

Appare, quindi, del tutto evidente che i requisiti di professionalità non possono essere "germogliati", in assenza di concrete allegazioni volte a comprovarlo, nel tempo intercorso (poco più di un anno) fra il primo ed il secondo contratto.

Nel caso concreto, dunque, la Banca disponeva di plurimi elementi, non contestati, idonei a superare qualsiasi possibile presunzione semplice (Cass., n. 12138/09) di competenza professionalmente qualificata, tenuto, altresì, conto che il dato letterale dell'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98 richiede cumulativamente (e non alternativamente) sia il possesso delle competenze teoriche necessarie alla comprensione delle operazioni in strumenti finanziari, sia la specifica esperienza, ovverossia la apprezzabile dimestichezza e padronanza relativamente a dette operazioni, maturata ed acquisita nel tempo e con la prassi.

I rilievi sopra esposti integrano un primo profilo di negligenza della Banca, che ha trattato come operatore qualificato un cliente che essa sapeva non essere tale e conducono, *ex se*, alla inefficacia sostanziale delle dichiarazioni rese ai sensi dell'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98 sottoscritte dal legale rappresentante della società appellata, cui consegue, necessariamente, la piena applicabilità delle disposizioni di cui agli artt. 27, 28, e 29 Reg. cit. e degli obblighi informativi dalle stesse previsti a tutela dell'investitore.

Non senza considerare che la dottrina e la giurisprudenza sono da tempo unanimi nell'affermare che, ai sensi dell'art. 21 t.u.f., è dovere inderogabile dell'intermediario finanziario agire, nella sostanza, quale cooperatore del cliente e nel suo esclusivo interesse, secondo il modello proprio della *causa mandati* (e non della *causa vendendi*, con conseguente inoperatività del canone *caveat emptor*), cosicché appare, già in astratto, del tutto irrilevante il dato che il cliente sia, in ipotesi, dotato di esperienza professionalmente qualificata (circostanza che, si ripete, è da escludersi nel caso di specie e rispetto alla quale qualsiasi dichiarazione autoreferenziale costituisce mera presunzione semplice), atteso che l'intermediario conserva "intatti" i doveri delineati nell'art. 21 t.u.f. anche in presenza della dichiarazione *ex* art. 31 Reg. Interm.: doveri che le odierne parti appellate hanno analiticamente richiamato sin dall'atto di citazione in primo grado.

Inoltre, nella negoziazione di contratti derivati *over the counter*, come gli *interest rate swap*, i doveri di cui all'art. 21 t.u.f. presentano caratteri peculiari.

L'intermediario, allorché negozia un *interest rate swap*, deve prestare una specifica consulenza al cliente, indipendentemente dalla conclusione di un apposito contratto consulenziale, sul solo presupposto che la natura stessa dello strumento finanziario richiede che nella definizione dei suoi contenuti — e quindi delle condizioni dell'alea — l'intermediario si raffiguri il miglior interesse del cliente, del tutto irrilevante restando il motivo che lo abbia indotto a contrattare, sia esso di copertura, ovvero speculativo.

Distinzione, codesta, che per le ragioni che verranno di seguito esposte, non rileva ai fini dell'indagine sui requisiti di validità del contratto derivato.

2. La controversia in esame ha ad oggetto contratti derivati, rientranti nella categoria richiamata dall'art. 1 t.u.f. (1).

Segnatamente, si tratta di contratti di *interest rate swap, over the counter*, conclusi nel contesto di un servizio di negoziazione per conto proprio dalla Banca, nella sua qualità di intermediario finanziario.

I1 servizio di negoziazione per conto proprio, e la stessa categoria dei contratti *interest*

---

(1) Richiamandoci alla definizione di strumenti finanziari derivati contenuta nell'art. 1, comma 3, t.u.f., possiamo senz'altro affermare che rientrano nella categoria i *futures*, le *options*, gli *swaps*, i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute e ai relativi indici, nonché le combinazioni fra i suddetti contratti o titoli: tecniche, dunque, non cartolarizzate e non necessariamente dotate del requisito della negoziabilità riconducibili con qualche forzatura — nel vigore della 1.1/1991 — al concetto di valore mobiliare ed ora ricomprese nella più "generale" definizione di strumenti finanziari.

rate swap, sono soggetti, quanto alla presente controversia, alla disciplina di diritto interno precedente all'entrata in vigore della nuova Mifid, di derivazione europea.

La contrattazione in contratti derivati c.d. *over the counter*, a differenza di quella in derivati uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente.

Lo stesso articolo 11 della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993, che caratterizzava il regime previgente alla Mifid, ed applicabile al caso di specie, statuisce che "l'impresa di investimento deve:

— agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato (*acts honestly and fairly in conducting its business activities in the best interests of its clients and the integrity of the market*);

— agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato (*acts with due skill, care and diligence, in the best interests of its clients and the integrity of the market*);

— disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività ed utilizzarle in modo efficace (*has and employs effectively the resources and procedures that are necessary for the proper performance of its business activities*);

— informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti (*seeks from its clients information regarding their financial situations, investment experience and objectives as regards the services requested*);

— trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti (*makes adequate disclosure of relevant material information in its dealings with its clients*);

— sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo (*tries to avoid conflicts of interests and, when they cannot be avoided, ensures that its clients are fairly treated*);

— conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato (*complies with all regulatory requirements applicable to the conduct of its business activities so as to promote the best interests of its clients and the integrity of the market*)".

Tali principi risultano interamente recepiti dall'art. 21 t.u.f. nella versione vigente all'epoca dei fatti e, relativamente ai profili che saranno di seguito esaminati, la disciplina previgente — applicabile al caso di specie — non diverge dalla disciplina attualmente in vigore.

3. Costituisce principio ormai consolidato che l'intermediario deve agire curando *al meglio* l'interesse dell'investitore, alla stregua di un cooperatore sostanziale di quest'ultimo, a tutela dell'integrità dei mercati, quale principio di ordine pubblico economico (art. 21 t.u.f.) (2) e — quindi — come è stato acutamente evidenziato in dottrina, come vero e proprio *titolare di un ufficio di diritto privato*.

È in questa prospettiva che l'*interest rate swap* si manifesta, squisitamente, come l'*atto gestorio* posto in essere dall'intermediario nella sua veste di mandatario in forza del contratto concluso ai sensi dell'art. 23 t.u.f..

Ma occorre, altresì, preliminarmente, compiere lo sforzo di definire la natura giuridica del contratto derivato OTC. Solo la sua qualificazione giuridica consentirà, invero, di chiarire quali elementi appartengano alla causa del negozio e, conseguentemente, stabilire se e quale difetto degli elementi caratterizzanti il contratto valga ad inficiarne la causa, in termini di vizio genetico, ovvero si risolva in una mera violazione delle regole di condotta dell'intermediario.

Ciò vale in particolare per la misura dell'alea assunta dalle parti nel derivato *over the counter* e per i c.d. costi impliciti. Relativamente ad essi, questa Corte considera imprescindibile, ai fini del decidere, evitare di assumere, aprioristicamente, che questi elementi debbano

---

(2) Cfr. Corte Cost. n. 5272010.

costituire oggetto di una semplice informazione intendendo, invece, verificare se essi non costituiscano elementi essenziali del contratto. E non nella prospettiva, che può rivelarsi sfuggente, della causa *in concreto*, bensì muovendo dalla constatazione che il legislatore del t.u.f. menziona tali contratti indipendentemente dall'intento dell'investitore, sia esso di copertura o speculativo, imponendo, così, all'interprete di ricercare una comune *ratio legis* del loro riconoscimento legislativo. Una recente ed autorevole dottrina specialistica qualifica il contratto derivato come un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali.

L'art. 23, comma 5, t.u.f., appositamente dettato per escludere l'applicazione ai contratti derivati della disciplina di cui all'art. 1933 c.c., avvalorerebbe tale tesi, restando, altrimenti, priva di significato la previsione di cui all'art. 23, comma 5 t.u.f.. E del resto, costituisce un dato acquisito che l'art. 1933 c.c. abbia un ambito di applicazione del tutto residuale, perché concerne esclusivamente le ipotesi di scommessa c.d. tollerata dal legislatore, mentre non riguarda affatto — com'è del tutto ovvio e intuitivo — le scommesse legalmente autorizzate che, come tali, debbono attribuire azione per il pagamento. In tal senso, l'art. 1933 c.c. non codifica un'«*eccezione di scommessa*», bensì una assai più circoscritta «*eccezione di scommessa meramente tollerata*» — la scommessa, cioè, tradizionalmente concepita come socialmente improduttiva — del tutto estranea all'area dei contratti di scommessa legalmente autorizzata (che il legislatore considera come socialmente ed economicamente produttivi).

La stessa nozione, del pari acquisita, secondo cui il c.d. nozionale non rappresenta altro che una base di calcolo — e non un capitale effettivamente impegnato — testimonierebbe che, giuridicamente, il nozionale contribuisce a definire il perimetro dell'evento da cui i flussi differenziali vengono a dipendere. Ed il carattere fittizio, non reale, del richiamo al nozionale appare perfettamente coerente con la ricostruzione del derivato in termini di scommessa (3).

È appena il caso di evidenziare che l'*obiter dictum* contenuto nella nota sentenza SS.UU. 26724/07, che a sua volta richiama il precedente 17689/04, non si pone in contrasto con tale tesi dottrinale, che questa Corte intende condividere.

La pronuncia Cass. n. 17689/04 aveva, invero, ad oggetto una fattispecie di mutuo in relazione alla quale la parte mutuataria pretendeva di opporre alla Banca mutuante la eccezione di scommessa, con conseguente difetto di azione per la restituzione delle somme erogate, assumendo che la provvista ricevuta era stata impiegata per compiere operazioni speculative (sull'andamento del tasso di cambio) cui la Banca aveva partecipato, condividendone il rischio.

La Suprema Corte statuì, in proposito, che la sola consapevolezza, nel mutuante, che la somma data a mutuo sarebbe stata impiegata dal mutuatario per giocare o scommettere non era sufficiente ad estendere la disciplina dei debiti di giuoco ad un negozio tipico diverso; che, pertanto, spettava al mutuante l'azione per la restituzione di quanto dato a mutuo, qualora non potesse ravvisarsi un suo interesse diretto alla partecipazione al giuoco del mutuatario, senza tuttavia escludere l'applicabilità, anche con riferimento ai rapporti di mutuo, del regime peculiare previsto in tema di giuoco e di scommessa, una volta dimostrato che la Banca mutuante avesse inteso "partecipare essa stessa alla scommessa" (4).

---

(3) Diverse sono le esigenze che i prodotti derivati tendono a soddisfare. Accanto a soggetti che stipulano contratti a termine allo scopo di coprirsi dai rischi di oscillazione del mercato finanziario (c.d. *hedging*), altri operano per finalità diverse: di arbitraggio o di speculazione. L'utilizzazione di prodotti derivati si inquadra, allora, in sofisticate strategie di investimento attuate con l'aspettativa di trarre un profitto come mero effetto dell'alea connessa alla variazione degli indici di riferimento.

(4) Così si esprime la Suprema Corte: "Orbene, la vicenda da cui trae origine la presente causa (quale la si desume dall'impugnata sentenza) è consistita, in primo luogo, nell'acquisto di somme in divisa estera (giapponese) da parte della banca su ordine della cliente, la quale ha assunto l'obbligo di restituzione di dette somme, nella medesima divisa estera, ad una scadenza di alcuni anni successiva; in secondo luogo, nel trasferimento di tale somma, convertita in lire italiane, su un conto

La fattispecie esaminata dalla Suprema Corte è, all'evidenza, completamente diversa da quella che vede la Banca controparte diretta del contratto stipulato con l'investitore nei derivati *over the counter*. Ed invero, diversamente da quanto avviene allorché l'intermediario si limiti ad acquistare il prodotto sul mercato quale mero mandatario del proprio cliente, nei derivati *over the counter* l'intermediario è sempre controparte diretta del proprio cliente e "condivide", pertanto, con esso l'alea contenuta nel contratto.

Ma anche laddove volesse ritenersi che l'operazione in derivati non coincida perfettamente con il paradigma funzionale della scommessa (l'alea, come da altri sostenuto, non sarebbe prodotta artificialmente poiché l'evento dedotto in contratto inciderebbe comunque sulla situazione patrimoniale delle parti, aggravandone le passività, riducendo la redditività degli investimenti, o determinando uno squilibrio fra le poste in bilancio), non appare revocabile in dubbio che l'oggetto del contratto *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee

---

bancario intestato alla stessa cliente; in terzo luogo, nel contemporaneo acquisto ad opera della banca, sempre su ordine della cliente, di obbligazioni emesse in Italia e nella costituzione in pegno di dette obbligazioni a garanzia della restituzione della somma di cui sopra. La Corte d'appello, non negando l'intento "speculativo" che ha indotto la sig.ra XXXX a dar vita a siffatta operazione, lo ha individuato nel tentativo di lucrare sulla differenza tra il minor tasso di interesse al quale, all'epoca, era possibile ottenere prestiti in divisa giapponese e la maggiore remunerazione assicurata dai titoli obbligazionari acquistati in moneta italiana. Il rischio legato alle eventuali future variazioni del tasso di cambio, anche se percepito sin dall'atto del compimento delle descritte operazioni, non ne avrebbe dunque affatto costituito la ragion d'essere e resterebbe estraneo al relativo meccanismo causale. Se così è, appare chiaro come la vicenda in esame non possa in alcun modo venire assimilata ad un giuoco o ad una scommessa, apparendo piuttosto come un'operazione volta a conseguire un guadagno finanziario su base certa, ancorché esposta al rischio di inconvenienti reputati improbabili. Nulla quindi, in quest'ottica, giustificherebbe la conclusione che le somme erogate dalla banca alla cliente non dovessero essere restituite, a termini di contratto; e ciò indipendentemente dall'essersi verificato, in danno della mutuataria, quel rischio di cambio che nella descritta operazione era certo insito, ma non in funzione del quale l'operazione era stata concepita e realizzata.

La diversa impostazione che la ricorrente vorrebbe invece avallare muove, almeno implicitamente, dall'assunto secondo cui lo "intento speculativo" presente nell'operazione si sarebbe incentrato proprio sul rischio di cambio: avrebbe assunto, perciò, i connotati di una scommessa sull'andamento futuro del corso della divisa estera rispetto a quella italiana.

Il mutuo finalizzato a consentire questo tipo di scommessa, e ad essa collegato dal punto di vista causale, ne condividerebbe allora anche il regime giuridico: donde la mancanza di azione per la restituzione delle somme impiegate dalla banca per consentire la realizzazione di siffatta operazione. Una tale impostazione non è, però, affatto condivisibile e non potrebbe in nessun caso condurre all'accoglimento del ricorso. Ove anche, infatti, volesse ammettersi che — contrariamente a quanto affermato dalla corte d'appello — lo scopo comune alle parti fosse stato proprio quello di consentire alla Sig.ra XXXX una scommessa sul futuro andamento del tasso di cambio, non ne deriverebbe, sol per questo, l'applicabilità al rapporto di mutuo del peculiare regime previsto, in tema di giuoco e di scommessa, dal citato art. 1933. A tal fine occorrerebbe fosse anche dimostrato che la banca intese in tal modo partecipare essa stessa alla scommessa, condividendone il rischio; altrimenti, se pur scommessa vi è stata (sull'andamento del tasso di cambio) questa ha coinvolto soltanto la cliente, su disposizione della quale sono state compiute le diverse operazioni di cui si discute.

La sola consapevolezza, nel mutuante, che la somma data a mutuo sarà impiegata dal mutuatario per giocare o scommettere non è infatti sufficiente ad estendere la disciplina dei debiti di giuoco ad un negozio tipico diverso; e quindi spetta pur sempre al mutuante l'azione per la restituzione di quanto dato a mutuo; qualora non sussista un suo interesse diretto alla partecipazione al giuoco del mutuatario (cfr., in tal senso, Cass. 17 novembre 1999, n. 12752; 6 aprile 1992, n. 4209; 16 giugno 1986, n. 4001).

Ma nessuna delle argomentazioni spese nel ricorso per dimostrare il dedotto collegamento causale tra il mutuo e l'operazione speculativa posta in essere dalla ricorrente è, neppur solo astrattamente, idonea a dimostrare l'esistenza di un accordo tra la cliente e la banca in virtù del quale quest'ultima avrebbe accettato di partecipare ai rischi inerenti ad una scommessa sull'andamento del tasso di cambio. Anzi, proprio quanto nel medesimo ricorso si legge, a proposito delle garanzie contestualmente costituite a vantaggio della banca mutuante, dimostra semmai che la banca intese erogare quelle somme per consentire l'operazione speculativa della cliente ma volle premunirsi dai rischi in essa inerenti".

reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo.

Così come appare del tutto inconcepibile che solo in corso di causa, e quindi, *ex post*, (e solo all'esito di una c.t.u.) debbano essere ricostruiti dati geneticamente coessenziali ad una scommessa come la misura delle alee — secondo un criterio necessariamente probabilistico — ed i c.d. costi impliciti, che integrerebbero "secondo la prassi" la misura della remunerazione dell'intermediario.

Orbene, nel derivato OTC l'oggetto è uno scambio di differenziali a determinate scadenze.

Ma la sua causa risiede in una scommessa che ambo le parti assumono.

E nella scommessa legalmente autorizzata, come quella ritenuta meritevole di tutela da parte del legislatore finanziario, l'alea non può che essere (deve essere!) *razionale* per entrambi gli scommettitori: e ciò a prescindere dall'intento che ha determinato la conclusione del contratto. Sia esso di mera copertura, ovvero speculativo.

Diversamente dovremmo ipotizzare che solo nei casi di copertura la scommessa sia lecita, e per questo autorizzata, laddove nei casi di speculazione pura sia immorale (5).

È opportuno chiarire, in tale prospettiva, come debba essere inteso il concetto di "*alea razionale*", quale elemento causale (tipico) dei contratti derivati *over the counter*, onde sgombrare il campo da possibili equivoci, che potrebbero sconfinare nell'ulteriore — e diversa — problematica relativa alla adeguatezza della informazione.

Fermo restando che gli eventi possono muoversi in un universo probabilistico e che la "probabilità" del verificarsi degli eventi costituisce un dato conosciuto dalla Banca che, proprio sulla base di esso, costruisce il prodotto, e ritenuto, non di meno, che l'alea non debba essere necessariamente simmetrica sul piano quali-quantitativo (l'investitore, purché consapevole, è sempre libero di accettare scommesse strutturate nel senso di produrre vantaggi elevati solo nelle ipotesi di accadimenti molto infrequenti) gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti *ex ante*, con certezza.

E così pure devono essere esplicitati nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso. Elementi, tutti, che incidono sull'*alea* che assume la parte contrattuale.

Solo così siamo in presenza di un'*alea razionale.*

In altri termini, tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto, perché appartengono alla "causa tipica" del negozio, indipendentemente dalle ricorrenti distinzioni fra scopo c.d. di copertura o speculativo *tout court.* Distinzioni che non sono decisive ai fini della qualificazione giuridica, segnatamente civilistica, dei contratti derivati *over the counter.*

In difetto di tali elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa, poiché il riconoscimento legislativo risiede, ad avviso di questa Corte, nella *razionalità* dell'alea e, quindi, nella sua "misurabilità".

L'obbligo informativo, per contro, attiene alla esplicitazione dei contenuti del contratto e dell'alea in esso contenuta (che devono essere conosciuti e riversati nel contratto) e la sua omissione non involge profili di nullità, ma costituisce solo un inadempimento regolato dai principi che governano le conseguenze della violazione delle norme di condotta dettate dal t.u.f., ormai definite dagli *arretés* delle Sezioni Unite. E, nei derivati uniformi, la verifica

---

(5) Non sembra revocabile in dubbio che il legislatore abbia menzionato nel t.u.f. tali contratti valutando che il pericolo sociale che li accompagna sia, in base ad una scelta di ordine pubblico di direzione, inferiore ai vantaggio di massimizzare gli scambi e di incrementare la liquidità dei mercati finanziari; ma proprio per questo la scommessa "autorizzata" non può che essere "*razionale*", non solo per l'intermediario che genera lo strumento, ma anche per l'investitore. Come per qualsiasi contratto di scommessa, esso è bensì validamente concluso alle condizioni che piacciono agli scommettitori, ma la *ratio* del riconoscimento legislativo risiede nella *razionalità* delle contrattazioni, che presuppone la misurabilità dell'alea secondo criteri scientifici, pur non essendo richiesto che vi sia *equilibrio* tra le alee.

(giurisdizionale) del rispetto delle regole di condotta dell'intermediario dettate dal t.u.f. e dalla normativa secondaria costituisce l'unica forma di controllo della correttezza delle contrattazioni. Trattandosi di compravendite di strumenti finanziari circolanti sul mercato, e già quotati, non si pone per essi il problema della "misurabilità" dell'alea in essi contenuta e della consapevole condivisione del rischio, ma unicamente un problema di adeguatezza/appropriatezza del prodotto rispetto al profilo di rischio dell'investitore, ovvero di assenza di eventuali conflitti di interesse (secondo il regime *ante* o *post* Mifid).

Aspetti, questi, che transiteranno negli obblighi informativi (attivi e passivi) cui è tenuto l'intermediario.

La nullità dei contratti di *interest rate swap* — per il rilevato difetto, in concreto, della causa, ai sensi dell'art. 1418, comma 2 c.c., e per la non meritevolezza, in concreto, degli interessi perseguiti, ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. — non rappresenta, quindi, una nullità per violazione di regole di condotta dell'intermediario e non è, pertanto, incisa dai principi condivisibilmente statuiti dalle Sezioni Unite con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007.

Non si tratta, bene inteso, di negare rilevanza al ruolo dell'informazione, quale prioritario dovere di condotta dell'intermediario (nel superiore interesse della tutela della fiducia e della integrità dei mercati) ma, com'è proprio del soggetto professionale che predispone i termini della scommessa legalmente autorizzata, di trasferire all'interno della stessa struttura del contratto derivato la rilevanza dei dati che ne caratterizzano l'alea e che contribuiscono a definire, oltre che l'oggetto, la causa, secondo il giudizio di meritevolezza implicitamente formulato dal legislatore della materia.

4. Il tratto strutturale dello scambio di differenziali a scadenza, sulla base di parametri fissati contrattualmente, come oggetto dell'*interest rate swap* — su cui si sofferma analiticamente la Banca nel suo atto di appello — nulla dice riguardo alla causa, che è un requisito essenziale autonomo, separato e diverso dall'oggetto (cfr. art. 1325 c.c.).

Ed essa sussiste, come si è detto, se e nella misura in cui l'alea, cui lo strumento dà luogo, sia il frutto di una valutazione *razionale* in termini di entità e natura; questo essendo, si ribadisce, il tratto di meritevolezza che giustifica l'autorizzazione di questo tipo di scommesse da parte del legislatore.

La difesa della Banca ha sostenuto che la circostanza dell'intervenuta consegna del c.d. "documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" avrebbe "ben specificato i rischi, anche economici, delle operazioni in questione". Ma così non è: il "documento" contiene informazioni generali ed astratte sulla tipologia dello strumento finanziario, ma nulla dice — come nulla dicono i contratti di *interest rate swap* conclusi *inter partes* — sul valore degli *swap* al momento della conclusione del contratto, sugli scenari di probabilità, sulle modalità con cui calcolarne il valore nel corso della durata dei contratti e, ad esempio, al momento del loro scioglimento anticipato.

La sola circostanza — non specificamente contestata — che le parti, odierne appellate, non conoscessero, al momento della conclusione del contratto, il c.d. *mark to market* e la circostanza documentalmente provata — che il *mark to market* non rientrasse nel contenuto dei contratti stipulati in data 18 febbraio 2004 e 13 settembre 2005 — circostanza specificamente lamentata sin dalla "premessa" dell'atto di citazione in primo grado — comporta la radicale nullità dei contratti di *interest rate swap*, perché esclude, in radice, che, nel caso di specie, gli appellati abbiano potuto concludere la "scommessa" conoscendo il grado di rischio assunto, laddove, per contro, la Banca, del proprio rischio, nutriva perfetta conoscenza — addirittura nella sua precisa misurazione scientifica — avendo predisposto lo strumento.

In tal senso, meritano accoglimento le specifiche censure sollevate dalle odierne parti appellate sin dalla citazione in primo grado, con particolare riguardo alla circostanza che esse "non erano e non sono state poste in grado di comprendere la portata dell'operazione finanziaria sottoscritta".

Va, poi, osservato che è vietato ad un contraente determinare unilateralmente, ed in base a criteri non trasparenti e controllabili, elementi del contenuto del contratto. Ed in tal senso è la giurisprudenza della Corte Suprema (da ultimo, Cass. n. 2072 del 2013).

Né supplisce il mero richiamo ad asseriti "costi di mercato", perché il rinvio alle prassi, quand'anche scientificamente condivise, equivale all'applicazione di usi, testualmente vietata nella materia dell'intermediazione finanziaria (art. 23, comma 2, t.u.f.).

Sotto ulteriore profilo, la mancanza dell'indicazione del *mark to market* al momento della conclusione del contratto consente all'intermediario, che è "anche" un mandatario oltreché controparte della scommessa (ed è mandatario in virtù del c.d. contratto quadro di investimento ed altresì *titolare di ufficio di diritto privato*), di occultare il suo compenso, rappresentato dai c.d. costi impliciti, all'interno delle condizioni economiche dell'atto gestorio. Il che determina la nullità del contratto derivato anche in ragione del difetto di accordo sul requisito essenziale del compenso *ex* art. 1709 c.c., il quale dispone che, nel mandato oneroso, il compenso del mandatario sia consapevolmente "stabilito dalle parti": cioè, ovviamente, non occultato fra le condizioni economiche predisposte dal mandatario per assicurarsi un compenso non esplicitato (in evidente conflitto con l'interesse del cliente).

Il compenso deve, al contrario, essere determinato nel contratto o deve essere determinabile in virtù di un criterio (modello matematico di *pricing*) condiviso *ex ante* dall'intermediario e dal cliente. Ad esempio con la pattuizione, separata, di una *fee*, e non certo "annegato" dentro le condizioni economiche dell'atto gestorio.

In mancanza di esplicitazione del modello matematico di *pricing* e del *mark to market*, deve considerarsi, altresì, arbitraria, come lamentato dalle odierne parti appellate, la stessa liquidazione degli importi asseritamente dovuti a titolo di corrispettivo del recesso (euro 500,00 per la chiusura del primo derivato ed euro 75.000,00 per la chiusura del secondo), proprio perché siffatta liquidazione appare frutto di una quantificazione unilaterale da parte della Banca, del tutto slegata da criteri predeterminati nei contratti.

L'indicazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici nel contratto avrebbe, per contro, consentito di risolvere, in radice, il problema lamentato in causa dalle parti appellate; e cioè che il contratto derivato sia presentato come strumento di copertura di un rischio, ma non sia chiaro quale sia, quantitativamente e qualitativamente, il diverso (e sovente assai maggiore) rischio che assume l'investitore, concludendo il contratto.

Viceversa appare solido l'ancoràggio della causa del derivato ad uno scenario probabilistico e ad un valore stimato (*mark to market*) al momento della conclusione del contratto. Qui la volontà dell'investitore cade su un dato preciso ed esprime una valutazione razionale e, come tale, certamente meritevole di tutela anche nell'ottica del generale principio di autoresponsabilità.

La soluzione appare coerente con la posizione dell'ESMA (già CESR) secondo cui "*An investment firm acting as principal in relation to a customer order must inform the customer accordingly beforehand and must be in a position to justify the price at which the transaction is executed, with reference to the prices and volumes in the relevant market(s), where appropriate, or the presumed value determined on the basis of objective elements, e.g. mark-to-market*".

L'assenza di *mark to market* e di scenari probabilistici rende, infine, del tutto priva di giustificazione causale la stessa clausola che contempla l'eventuale erogazione del c.d. *up front* al momento della conclusione del secondo contratto: perché anche la misura in cui il finanziamento contribuisce ad integrare il riequilibrio del valore iniziale del derivato incide sulla causa del derivato.

5. Peraltro, dovendosi ritenere pacifica la funzione di "copertura pura" dei contratti in oggetto (lo riconosce la stessa Banca laddove sostiene che gli *swap* erano finalizzati — e per questo suggeriti — a coprire il rischio dell'innalzamento dei tassi in relazione al finanziamento erogato a tasso variabile alla società, i contratti di specie appaiono censurabili, anche, sotto il profilo della loro intrinseca inadeguatezza tipologica rispetto alla funzione, condivisa fra le parti, cui dovevano, in concreto, assolvere.

Il primo contratto prevede un "nozionale" di 180.000,00 euro (presumibilmente legato all'entità del finanziamento erogato a tasso variabile) e gli scambi dei differenziali sono affidati ad eventi futuri che dipendono dalla quotazione del tasso Euribor a tre mesi, suddivisa in diverse fasce temporali.

Il tasso fisso, che il cliente deve pagare, dal 2,05% aumenta al 3,9% per poi più che raddoppiare al 4,45%. Trattasi di un c.d. "*step up*".

Ma dal contratto non si evince se e in quale misura i criteri di definizione della "gamba del tasso pagato" riflettessero previsioni *razionali* in possesso della Banca predisponente (curva del tasso *forward*) e dunque non è dato sapere se le curve probabilistiche (tasso *forward*) giustificassero la definizione in contratto di quei parametri.

Il secondo prevede un "nozionale" di riferimento di 600.000,00 euro, del quale non risulta essere data alcuna giustificazione.

Relativamente ad esso, concepito "stranamente" come scambio di differenziali riferiti a tassi variabili per entrambe le parti, al cliente sembrerebbe accordata la speranza di incassare uno *spread* dello 0,35% sull'Euribor a 3 mesi. Ma in realtà solo se il *fixing* del tasso Euribor 3 mesi quoti all'interno dei *range* indicati, mentre è tenuto a versare sempre il tasso Euribor sul nozionale di 600.000.00 euro. La copertura sembrerebbe vanificata proprio nei casi in cui il tasso Euribor aumenti oltre il 4.20%. Cioè proprio nelle ipotesi paventate dal cliente.

La volontà negoziale confluita nella stipula del secondo contratto risulta poi, all'evidenza, condizionata dall'intento di recuperare le perdite scaturite dal precedente contratto, ancorché la rinegoziazione ne abbia prodotto di più gravi sul piano economico.

Comunque nessuno dei due contratti è un semplice scambio di differenziali.

Fermo restando che i contratti non esplicitano né le previsioni sull'andamento dei tassi, né il loro valore iniziale, né la remunerazione dell'intermediario e che, dunque, non emergono i criteri in base ai quali il cliente sarebbe stato in grado di valutare la convenienza del contratto intesa nel senso di una assunzione "*razionale*" dell'alea secondo i principi sopra esposti, la funzione di copertura del prodotto — pacificamente riconosciuta come causa "*concreta*" del contratto — appare, nella specie, fortemente dubbia.

Né la Banca ha mai offerto, nel corso del giudizio, una ragione giustificatrice a sostegno della pretesa idoneità del prodotto finanziario a soddisfare le esigenze del proprio cliente, violando, in tal modo, la regola di condotta fondamentale dettata dall'art. 21 t.u.f..

6. La pronuncia di nullità sulla base delle suesposte argomentazioni non può considerarsi affetta da "ultrapetizione" (come lamentato relativamente alla sentenza di prime cure), né in contrasto con i principi recentemente espressi dalle Sezioni Unite della Suprema Corte in argomento (cfr. Cass., Sez. Un., n. 14828/2012), atteso che la qualificazione in termini di scommessa, con ogni conseguenza, discende dalle precise allegazioni e dalle indagini di fatto siccome emergenti dalle difese delle parti, sin dal primo grado, e considerato che le parti appellate hanno chiesto, sin dall'atto di citazione in primo grado, la declaratoria di nullità dei contratti *interest rate swap*, con le conseguenti statuizioni, riproponendo siffatta domanda in via di appello incidentale.

È solo il caso di precisare sul punto che la domanda di nullità proposta in primo grado dagli appellanti — e qui riproposta in via di appello incidentale — ancorché impropriamente riferita ai "contratti quadro", deve intendersi orientata ai contratti *swap* che sono stati stipulati, rispettivamente, in data 18 febbraio 2004 e 13 settembre 2005, nell'ambito dei contratti quadro datati 6 febbraio 2004 e 31 agosto 2005.

Ciò può desumersi dalla lettura complessiva degli atti e dal tenore delle difese, volte ad ottenere, con la declaratoria di nullità, la eliminazione degli effetti pregiudizievoli conseguenti alla stipulazione degli *swap*.

Come è noto, il "contratto quadro" o "*master agreement*" costituisce la premessa logica e giuridica per le successive contrattazioni che di esso costituiscono i singoli momenti esecutivi/attuativi e la sua mancanza determinerebbe la nullità di qualunque successivo ordine/contratto posto in essere nel corso del rapporto.

Il "contratto quadro", di per sé, non produce alcuna conseguenza sul piano economico e potrebbe non essere seguito da alcuna contrattazione con la Banca, in proprio, o per conto terzi, di strumenti finanziari.

Una richiesta di declaratoria di nullità del contratto, peraltro possibile solo in difetto di

forma scritta, sarebbe priva di interesse concreto *ex* art. 100 c.p.c.; laddove, nella specie è evidente l'intento degli appellati di porre nel nulla i contratti *swap* stipulati nell'ambito dei contratti quadro (unici negozi giuridici che hanno determinato il pregiudizio economico lamentato in causa che si intende rimuovere con la declaratoria di nullità).

La declaratoria di nullità, per il suo carattere assorbente, esime, infine, la Corte dall'esame di ogni ulteriore domanda ed eccezione.

7. Dalla pronuncia di nullità, in forza della disciplina della ripetizione dell'indebito (art. 2033 c.c.), discende la condanna della Banca alla restituzione dei flussi negativi addebitati alla società appellata per effetto dei contratti *swap* di cui è causa.

Domanda che deve ritenersi contenuta, *quoad effectum*, nella domanda di conferma delle statuizioni di primo grado e a prescindere dal fatto che il "bene della vita" sia stato richiesto come conseguenza dell'accoglimento di una domanda di risoluzione, di annullamento, ovvero di risarcimento del danno, piuttosto che come conseguenza della declaratoria di nullità.

Nessun ulteriore importo può essere riconosciuto a favore degli appellati poiché qualunque pregiudizio economico deve ritenersi assorbito nella rifusione di tutti i "risultati negativi" dei contratti, trattandosi di condanna idonea a ripristinare l'appellata nella medesima situazione patrimoniale in cui versava prima della stipula dei contratti viziati da nullità.

Il danno conseguente alla "quasi totale impossibilità per Gomme Service di accedere al credito fisiologico per lo svolgimento della propria attività commerciale" non è stato provato nell'*an*, prima ancora che nel *quantum* e la segnalazione alla Centrale Rischi, peraltro riferita al solo periodo agosto-settembre 2005, risulta tardivamente prodotta, per la prima volta, con le memoria di replica in appello.

8. Le spese processuali, che seguono la soccombenza, sono liquidate nella misura di cui al dispositivo, in applicazione dei parametri di cui al D.M. 140/2012, tenuto conto del valore della causa, della entità dell'impegno difensivo profuso e della maggiorazione *ex* art. 4 comma 4.

P.Q.M.

La Corte, definitivamente pronunciando, ogni altra domanda ed eccezione assorbita e/o disattesa, in parziale riforma della appellata sentenza, così provvede:

— dichiara la nullità dei contratti *swap* stipulati fra le parti in data 18 febbraio 04 e in data 13 settembre 2005 nell'ambito dei contratti quadro stipulati in data 6 febbraio 2004 e in data 31 agosto 2005;

— per l'effetto, condanna la parte appellante alla restituzione di tutti i flussi negativi addebitati alla società appellata per effetto dei contratti di cui è causa;

— condanna l'appellante alla rifusione delle spese del grado, liquidate in complessivi euro 8.000,00 oltre accessori di legge.

Così deciso in Milano, in camera di consiglio, il 17 luglio 2013.

(1-2) **Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!**

Sommario: 1. Le fattispecie oggetto della controversia. — 2. Lo *swap* di interessi come scommessa legalmente autorizzata: insussistenza. — 3. Lo *swap* di interessi come contratto differenziale: insussistenza. — 4. Il significato del quinto comma dell'art. 23, t.u.f. — 5. Il contratto di opzione sui tassi di interessi e natura giuridica. — 6. (*Segue*): atipicità e aleatorietà del contratto di opzione sui tassi di interesse. — 7. I prototipi dei contratti derivati finanziari. — 8. Conclusioni.

1. *Le fattispecie oggetto della controversia.* — La controversia esaminata dalla Corte di Appello meneghina riguarda due contratti derivati tra una banca ed un cliente, una società di

persone di piccole dimensioni esercente l'attività di gommista e priva di dipendenti o consulenti muniti di specifica conoscenza in materia di strumenti finanziari.

Il primo è un *interest rate swap* di importo nozionale di € 180.000 pari all'ammontare del mutuo a medio termine erogato dalla banca allo stesso cliente. Tale finanziamento è a tasso variabile (tre mesi euribor). Il cliente ha "trasformato" in tasso fisso la propria esposizione debitoria attraverso uno *swap* in base al quale riceve ogni tre mesi dalla banca gli interessi calcolati su € 180.000 con l'euribor a tre mesi e paga il tasso fisso. Dovendo pagare gli interessi sul finanziamento all'euribor trimestrale e ricevendo l'euribor trimestrale dallo *swap*, i due flussi finanziariamente si "compensano" (1). La peculiarità di questo *swap* risiede nel fatto che il tasso fisso è suddiviso in fasce temporali: la prima prevede un tasso fisso del 2,05%, la seconda del 3,9% e l'ultima del 4,45% (non emerge dalla sentenza la durata delle fasce temporali). Nel gergo finanziario questo contratto è noto con l'espressione *step-up interest rate swap*.

Supponendo che la durata delle fasce temporali sia uguale, il tasso fisso medio appare in prima approssimazione essere 3,46% (2) (3).

Il secondo contratto, erroneamente considerato dalla Corte come un *interest rate swap*, prevede l'obbligazione di entrambe le parti di pagare un tasso variabile calcolato sullo stesso importo nozionale di € 600.000. Il cliente è sempre obbligato a pagare euribor a tre mesi, mentre la banca è obbligata a pagare euribor a tre mesi più un margine di 0,35% solo nel caso in cui l'euribor si trovi entro un determinato livello. Se l'euribor trimestrale si trova entro tale livello il cliente guadagna sempre (paga euribor su € 600.000 e riceve euribor + 0,35% sulla stessa somma). Se l'euribor si colloca al di fuori di un determinato livello il cliente non riceve nulla dalla banca, ma deve pagare l'euribor su € 600.000. Dal punto di vista finanziario il cliente ha comprato — probabilmente senza saperlo — una *interest rate option*, cioè una opzione sui tassi di interesse.

Le due fattispecie sono evidentemente molto diverse tra loro ed avrebbero dovuto essere trattate in maniera diversa. La prima — *step-up interest rate swap* — rappresenta una forma tradizionale di *swap* di interessi con la caratteristica di voler graduare nel tempo l'onere finanziario (del pagamento del tasso fisso) riducendo il peso iniziale ed aumentando quello finale. La sua funzione è — e rimane nonostante il tecnicismo dello *step-up* — di copertura del rischio di aumento del tasso variabile del finanziamento (a tasso variabile) che il cliente aveva ottenuto dalla banca.

La seconda fattispecie, al contrario, appare *ictu oculi* un'operazione slegata da altri

---

(1) In realtà di norma la banca riceve il pagamento degli interessi del mutuo (addebitando il conto corrente del cliente presso di se) e accredita nel conto del cliente il saldo netto delle obbligazioni di pagamento dello *swap* nel caso le loro date coincidano e l'ammontare dovuto dalla banca (tasso variabile) sia superiore all'ammontare dovuto dal cliente (tasso fisso). Nel caso contrario (il tasso fisso superiore a quello variabile) la banca addebita il saldo netto sul conto del cliente. Nel comune caso in cui le date di pagamento non coincidono — perché ad esempio le obbligazioni di pagamento hanno riferimenti temporali diversi (trimestrale contro semestrale) oppure perché le convenzioni finanziarie in uso nei mercati fanno si che le date di pagamento, pur essendo le stesse per entrambe le parti (ad esempio: l'ultimo giorno del mese), in concreto non coincidano (in genere infatti il tasso fisso segue la convenzione *bond basis* e *following business day convention* e se l'ultimo giorno del mese non è lavorativo il pagamento è dovuto il primo giorno lavorativo successivo, mentre il tasso variabile segue la convenzione *money market* e *modified following business day convention* e se l'ultimo giorno del mese non è lavorativo il pagamento è dovuto il giorno lavorativo immediatamente precedente). Quindi anche uno *swap* che prevede una comune data di pagamento — es. fine mese — per entrambe le parti in concreto non vedrà attuarsi sempre la compensazione tra le prestazioni a causa di tali convenzioni finanziarie. Su questo tema si ritorna nel testo del commento alla sentenza più oltre.

(2) La somma dei tre tassi (2,05 + 3,09 + 4,45) diviso 3.

(3) Dal punto di vista finanziario, però, pagare il tasso fisso del 3,46% è intuitivamente più costoso rispetto al pagamento di un tasso medio del 3,46% composto da bassi tassi iniziali e crescenti nel tempo, in quanto il valore attuale degli interessi è inferiore al valore attuale degli interessi calcolati al tasso fisso del 3,46%. In altre parole il tasso fisso medio reale in tal caso è inferiore al 3,46%.

contesti e fine a se stessa. Dal punto di vista giuridico si tratta, come detto, di una *interest rate option*, fattispecie giuridicamente — e non solo finanziariamente — ben diversa dall'*interest rate swap*. La connotazione speculativa emerge dalla scarna descrizione contenuta in sentenza.

La prima fattispecie — l'*interest rate swap* — consiste nel contratto in base al quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi, mentre 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 (nel caso in esame il cliente paga il premio alla banca sotto forma di tasso variabile — euribor trimestrale — calcolato su 600.000 e la banca si impegna ad eseguire un pagamento — euribor trimestrale più 0,35% calcolato su 600.000 — *se* si verificano certe variazioni del tasso di interesse).

La causa della prima fattispecie è lo scambio dei pagamenti (ed è quindi un contratto commutativo), mentre quella dell'opzione sui tassi di interesse consiste, invece, nella assunzione del rischio (della variabilità dei tassi) per fine di lucro (è quindi un contratto aleatorio).

La Corte fa "di tutta l'erba un solo fascio" ponendosi "*di compiere lo sforzo di definire la natura giuridica del contratto derivato OTC*" (4). In questo tentativo si afferma che il contratto derivato (I) è una "*scommessa legalmente autorizzata*", (II) è un "*contratto diferenziale*" e (III) è un "*contratto aleatorio*".

La Corte dichiara la nullità dei due contratti svolgendo un unico ragionamento giuridico senza distinguere le due fattispecie e qualificando apoditticamente "*il contratto derivato come un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali*".

Da tale affermazione deriva il fatto che "*l'alea che le parti assumono deve essere razionale e cioè debbono essere definiti* ex ante *con certezza gli scenari probabilistici e delle conseguenze del verificarsi degli eventi. In sostanza tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto, perché appartengono alla causa tipica del negozio. In difetto di tali elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa poiché il riconoscimento legislativo risiede nella razionalità dell'alea quindi nella sua misurabilità*" (!).

Si arriva ad affermare che "*nell'*interest rate swap *l'assenza del* mark to market *e degli scenari probabilistici rende del tutto priva di giustificazione l'eventuale erogazione del c.d.* up-front" e ciò — secondo la Corte — incide sulla causa del contratto. Con tale affermazione si introduce un requisito contrattuale — lo scenario probabilistico — che, non solo non è utilizzato nel mercato mondiale dei derivati, ma è anche ultroneo alla causa dei contratti in esame.

Nel prosieguo ci si propone di dimostrare che tali affermazioni sono dovute ad un approccio alla tematica dei contratti derivati non corrispondente alla realtà.

Ci si concentra dapprima sulla descrizione del contratto di *interest rate swap* che non è assimilabile ad una scommessa, né ad un contratto differenziale, né è un contratto aleatorio. Segue l'analisi del contratto di opzione sui tassi di interessi che non è assimilabile ad una scommessa, né ad un contratto differenziale.

Si conclude con l'inquadramento sistemico dei contratti derivati finanziari e l'analisi della definizione giuridica di strumenti finanziari derivati che porterà ad evidenziare l'equivoco metodologico sui contratti derivati all'interno della sentenza in esame.

2. *Lo* swap *di interessi come scommessa legalmente autorizzata: insussistenza.* — Il ragionamento della Corte di Appello di Milano parte dalla ricerca della natura giuridica del "*contratto derivato OTC*" — che, come vedremo, è uno sforzo inutile e privo di possibilità di

(4) L'acronimo OTC significa "*over the counter*", ovvero indica i contratti conclusi al di fuori dei mercati regolamentati.

successo — e non distingue la trattazione tra *interest rate swap* e *interest rate option.* Tratta cioè le due fattispecie indistintamente pur essendo la prima un normale *swap* di interessi a condizioni di mercato ed eseguito ai fini di copertura di un finanziamento erogato dalla stessa banca (stesso importo, stessa scadenza e stesso euribor variabile sia nel derivato che nel mutuo) e la seconda una operazione apparentemente priva di una logica economica per il cliente, inadeguata per il suo profilo, e che propabilmente non fu spiegata al cliente che non si rese conto di comprare opzioni.

Da questa macroscopica commistione, che permea tutto il ragionamento del giudice, parte il tentativo di definire il "*contratto derivato OTC*". Ed in questo contesto si giunge al secondo — e forse più grave — equivoco del ragionamento percorso nella sentenza in esame. Si qualifica apoditticamente "*il contratto derivato come un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali*".

Orbene, tale affermazione riapre una diatriba dottrinale e giurisprudenziale svoltasi circa trent'anni fa — non solo in Italia, ma anche in numerosi paesi occidentali — in merito allo *swap* di interessi e alla scommessa, discussione chiusasi pacificamente nel senso che lo *swap* di interessi non è assimilabile alla scommessa.

Sebbene la Corte di Appello di Milano ritenga lo *swap* di interessi una scommessa legalmente tutelata, questa definizione apre la porta alla nullità del contratto se tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano non sono noti ad una delle parti. Secondo la Corte meneghina, infatti, il riconoscimento legislativo di queste scommesse si basa sulla "*razionalità dell'alea*". Pertanto, se manca la misurabilità in concreto di tale alea il contratto è nullo per difetto di causa.

Questo ragionamento appare pericoloso in quanto, oltre a non cogliere la vera essenza delle fattispecie in esame (anzi mischiandole), "trasforma" una violazione dell'obbligo informativo o una causa di annullamento per errore in una sanzione di nullità.

Per bene comprendere le motivazioni per le quali l'*interest rate swap* non può essere una scommessa è necessario analizzarne in dettaglio la struttura.

Lo *swap* di interessi si presenta in forme tecniche diverse: la forma più comune è quella nella quale una parte si obbliga a effettuare una serie di pagamenti calcolati su un importo nozionale con un tasso variabile e l'altra parte si obbliga a effettuare una serie di pagamenti calcolata sullo stesso importo con un tasso fisso (e questa è una delle due fattispecie oggetto della sentenza in esame). I pagamenti possono essere denominati in qualsiasi divisa e la durata può essere assai breve o particolarmente lunga.

Altrettanto comune è lo *swap* di interessi che prevede pagamenti in divise diverse, noto con l'espressione *interest rate and currency swap.* In tale caso vi sono due importi nozionali, espressi in divise diverse di equivalente controvalore, che vengono scambiati al momento della conclusione del contratto e nuovamente allo scadere dello stesso. Su tali importi vengono calcolati gli interessi dovuti da ciascuna parte all'altra.

Ma vi sono molteplici altre variazioni e combinazioni nelle quali non è necessario lo scambio di capitali iniziale e/o finale, in quanto questo può mancare in diverse ipotesi e, prima tra tutte, negli *interest rate swap* e negli *annuity swap*, nei quali una parte si obbliga ad effettuare una serie di pagamenti predeterminati o determinabili e l'altra esegue un solo pagamento, iniziale o finale.

Possono anche mancare i pagamenti intermedi per uno o entrambi i contraenti e questo è tipico di quegli *swap* nei quali gli interessi vengono pagati anticipatamente (o posticipatamente) e, pertanto, tra il primo e l'ultimo scambio di capitali non è dovuta alcuna prestazione. Questi contratti sono noti con l'espressione *zero coupon swap.*

La caratteristica che accomuna tutte le fattispecie descritte, nonché le altre figure intermedie che possono sorgere dalla combinazione dei flussi di pagamento e che il mondo finanziario continuamente crea, è lo *scambio di pagamenti.*

La combinazione dei pagamenti scambiati può essere la più varia: uno scambio di capitali

iniziale e finale con vari pagamenti intermedi predeterminati o determinabili (*interest rate and currency swap*), serie di pagamenti predeterminati o determinabili in base a certe variabili senza scambio di capitale iniziale e finale (*interest rate swap* e *annuity swap*), scambio di capitali iniziale e finale senza pagamenti intermedi (*double zero coupon swap*) solo per citare le principali.

La definizione che appare comprendere tutti i tipi di *swap* è la seguente: *lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi* (5).

Gli elementi di questa definizione sono *a*) il sinallagma tra le due prestazioni, *b*) la pluralità dei pagamenti e *c*) 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 interest rate swap*) 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 di pagamenti* 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 (6).

I pagamenti possono essere denominati in divise diverse tra loro.

La terza caratteristica che emerge dalla definizione 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: Alfa si impegna a pagare 100.000 euro l'ultimo giorno di ogni mese per tre anni e Beta, in cambio, si impegna a pagare la stessa cifra il giorno quindici di ogni mese.

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 esaminanda 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

---

(5) Si vedano i miei precedenti scritti *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 56; *Profili legali degli* interest rate swaps *e degli* interest rate and currency swaps, in *Dir. comm. int.*, 1992, 80; *Considerazioni in tema di* swaps, in *Dir. comm. int.*, 1993, 325-326. Nello stesso senso Mori, Swap - *una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, Cedam, 1990, 25, 318-320, 325-326; Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Econ. dir. terziario*, 1992, n. 2, 416; Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di* swap, Milano, Giuffrè, 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 (*op. cit.*, 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* (*op. cit.*, 53).

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

successiva modifica o integrazione: Alfa si impegna a pagare il 10 per cento ogni anno su 1 milione di dollari e Beta si impegna a pagare il 15 per cento ogni anno su 500.000 sterline.

Il meccanismo della determinazione delle prestazioni delle parti si può esaurire al momento della 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 risulta essere meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari: consente una maggiore liquidità nei mercati finanziari e favorisce lo sviluppo dei commerci rendendo possibile — attraverso lo schema contrattuale — 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 (7) 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 (8) ed è ritenuta da molti ormai insufficiente. Si ritiene che sia necessaria anche una indagine sulla c.d. 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 (9). Ciò non significa, peraltro, che i motivi individuali, che rimangono nella sfera individuale di ciascuna parte, rientrano nella causa del contratto (10).

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 e 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 (11). 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 (12). La dematerializzazione del denaro richiede una costruzione giuridico-sistematica nuova del fenomeno, non essendo più adeguata a spiegare il debito pecuniario l'obbligazione di dare cose generiche (13).

---

(7) Roppo, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, Giuffrè, 2001, 51.

(8) Ferri, *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, Giuffrè, 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, *Il contratto*, t. 1, in *Trattato, Sacco*, Torino, Utet, 1993, 635; Gorla, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistica*, Milano, Giuffrè, 1955, I, 57.

(9) Bianca, *Diritto civile. Il contratto*, 3, Milano, Giuffrè, 2000, 425.

(10) Bianca, (nt. 9), 434.

(11) Capaldo, (nt. 5), 146, 193, 199, 205.

(12) Capaldo, (nt. 5), 200.

(13) Inzitari, voce "*moneta*" in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, vol. XI, IV ed. civile, Torino, Utet, 1995, 399.

Lo scopo perseguito dalle parti, infatti, 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 (14).

Alla luce di quanto sopra, appare determinabile la natura commutativa del contratto di *swap*.

Il punto chiave risiede nel rilievo che non è affatto incerta l'esistenza di una o entrambe le prestazioni, né il loro ammontare. Dalla ricostruzione delle caratterisitiche della fattispecie dello *swap* (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*) risulta chiaramente che le parti si scambiano due flussi di pagamenti determinati o determinabili in base a parametri di riferimento ed è certo chi è obbligato.

Il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio, né si pone come causa dello scambio. Il rapporto tra l'entità del vantaggio (= scambio in sé) e la qualità del rischio è noto in partenza ad entrambe le parti.

La variazione dei tassi di cambio e di interesse, pur incidendo genericamente sulla reciproca posizione dei contraenti, non riesce tuttavia a penetrare nella struttura del contratto, ossia non partecipa allo scambio operato dalle parti. Le prestazioni delle parti sono determinate all'inizio del contratto ed ogni parte conosce quali vantaggi otterrà dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò comporti. Chiaramente non manca un fattore di incertezza economica e l'utile finale dipenderà da circostanze future, ma ciò è comune ad ogni altro contratto a termine. È sufficiente rilevare che la dottrina prevalente configura l'alea nei contratti aleatori tipici come un momento essenziale del sinallagma che lo condiziona *ab initio* (15). L'alea normale del contratto si caratterizza, invece, essenzialmente quale momento esterno alle determinazioni poste in essere dalle parti per dare una concreta realizzazione al loro assetto di interessi perché, a seguito della presenza di un simile tipo di alea, non si produce una vera e propria trasformazione in senso causale del negozio (16).

Sostenere che lo scambio dei rischi sia la causa del contratto di *swap* significa svilire la vera causa del contratto facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie (17).

Nessuno dubiterebbe della natura commutativa di una permuta con numerose consegne

---

(14) 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, tit. cred.*, 2002, 205; Capaldo, (nt. 5), 145, che sottolinea, riferendosi non solo al contratto in esame ma anche ad altre fattispecie di *swap*, quali gli *equiy swap*, i *domestic currency swap*, ecc. [...], 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 questi rischi. Questa varietà di fini non si riflette sulla struttura contrattuale, né informa la funzione negoziale, rimanendo indifferente rispetto alla ricostruzione del tipo.

(15) Nicolò, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, I, Milano, Giuffrè, 1958, 1029; Tartaglia, *Eccessiva onerosità ed appalto*, Milano, Giuffrè, 1983, 112.

(16) Gabrielli, *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, 720; Id., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 573.

(17) Condivide questa affermazione Pagnoni, *Contratti di* swap, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Tomo II, Torino, Utet, 2004, 1086.

differite (Alfa permuta 100 chilogrammi di oro da consegnarsi in rate di 10 chilogrammi all'anno in cambio di 1.000 barili di petrolio da consegnarsi in rate di 100 all'anno). Quale differenza esiste dal punto di vista dell'alea con uno *swap* in base al quale Alfa paga 100.000 dollari all'anno per cinque anni ed in cambio riceve da Beta 75.000 sterline all'anno? Nessuno dubita della natura commutativa del mutuo e se due parti erogano due mutui una all'altra in modo tale da avere il risultato economico uguale a quello di uno *swap* non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori (18).

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine (19) (mentre più incerta è la natura di quello a premio) (20). La dottrina prevalente esclude, infatti, la natura aleatoria della compravendita a termine di titoli di credito. Nella più recente prospettazione di questa tesi si afferma che il rischio di oscillazioni di prezzo, con conseguente variazione dei titoli, è comune a questo contratto come a qualsiasi altra compravendita ad esecuzione differita, e che la sua rilevanza è circoscritta al mero profilo economico dell'operazione, in quanto collegata e collegabile soltanto al particolare oggetto del contratto e non alla sua funzione economico-sociale. Nella pratica quotidiana degli affari è del resto dato riscontrare ipotesi di compravendita a termine dettate da intenti puramente speculativi e con oggetto più rischioso di quello relativo alla negoziazione dei titoli di credito (21). La causa del contratto è sempre lo scambio dei titoli contro il loro prezzo e, rispetto ad essa, il rischio di ampie e brusche oscillazioni del corso dei titoli non modifica lo scambio delle prestazioni tra le parti, perché le oscillazioni di prezzo non rendono la prestazione di uno dei contraenti per sua natura incerta rispetto alla prestazione, invece, oggettivamente certa della controparte (22).

La prova pratica della natura non aleatoria dello *swap* consiste nel fatto che si possono avere *swap* nei quali il rischio della variazione dei tassi è neutro in quanto incide in maniera identica (e cioè nella stessa misura e nello stesso senso) su entrambe le prestazioni dei contraenti. Si pensi allo *swap* in base al quale Alfa paga a Beta il 10 per cento su 1 milione di euro ogni anno e Beta paga ogni mese il 7.97 per cento per anno calcolato sullo stesso capitale di 1 milione di euro (23). Appare evidente che un calo (o aumento) dei tassi si ripercuoterebbe in maniera sostanzialmente uguale su entrambe le parti che si troverebbero a pagare un tasso di interessi più alto (o più basso) del mercato.

Entrambe le parti hanno un interesse economico alla conclusione del contratto e cioè

---

(18) Boselli, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, Utet, 1952, 81 ss., 186.

(19) App. Genova, 9 maggio 1984, in *Foro it.*, 1985, I, 266; Auletta, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 173; Ascarelli, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 453; Dalmartello, *Adempimento ed inadempimento del contratto di riporto*, Padova, Cedam, 1958, 332, nota; Messineo, *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, n. 21, tomo I, Milano, Giuffrè, 1968, 780; Scalfi, *Correspettività e alea nei contratti*, Milano-Varese, Istituto Editoriale Cisalpino, 1960, 142; Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, Giuffrè, 1964, 84; Bianchi D'Espinosa, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, fondato da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1971, 384-385; Serra, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, 454.

(20) Opta per la natura aleatoria Messineo, (nt. 19), 779. Opta per la natura commutativa la dottrina dominante tra cui Gabrielli, *Contratti di borsa*, (nt. 16), 577; Bianchi D'Espinosa, *Aspetti giuridici delle operazioni di borsa a premio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1965, I, 137; Ascarelli, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 435 ss.; Auletta, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 173; Maresca, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, Giannini, 1979, 47; Dalmartello, (nt. 19), 332. Così anche la giurisprudenza più recente (Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1990, 306).

(21) Gabrielli, *Contratti di borsa*, (nt. 16), 578.

(22) Serra, (nt. 19), 453.

(23) In termini di matematica finanziaria il 7.97 per cento mensile equivale al 10 per cento annuale assumendo di reinvestire gli interessi mensili allo stesso tasso. Pertanto, in realtà, se il tasso di reinvestimento muta l'equivalenza non è più perfetta.

sanno che — comunque vadano le cose — hanno ottenuto il valore positivo che volevano raggiungere, valore che consiste nello stesso scambio.

Se una parte ha contratto allo scopo di proteggersi dalla variazione dei tassi di interesse e/o di cambio la protezione rimane, indipendentemente dal fatto che se non la avesse fatta si sarebbe trovata in una posizione migliore. In altre parole se non fosse stata prudente nel proteggersi avrebbe guadagnato di più.

Se una parte ha contratto con l'aspettativa che ciò che si impegna a pagare avrà in futuro un valore economico inferiore a ciò che riceve a nulla rileva il successivo evolversi dei prezzi se non ai fini economici personali del soggetto contraente.

Se una parte specula attraverso lo *swap* e l'altra, invece, non specula, non si vede perché lo scopo di una soltanto delle parti debba essere tale da definire il contratto come aleatorio (24).

Del pari se uno acquista un immobile con lo scopo speculativo di rivenderlo in seguito ad un prezzo superiore nessuno suggerirebbe che si tratti di un contratto aleatorio.

Il valore positivo emerge dallo scambio in se stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto.

Lo scopo perseguito dalle parti — sia esso di protezione o di speculazione — viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé. È ben noto che i moventi subiettivi e psicologici, che abbiano 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 (25). Gli operatori sui mercati si possono distinguere — sulla base delle ragioni economiche che li spingono a contrarre — in *hedgers*, che perseguono finalità di copertura rispetto a rischi preesistenti; *speculatori*, che non hanno posizioni scoperte da coprire e *arbitraggisti*, che speculano sulle differenze di prezzo tra diversi mercati. È evidente che la distinzione tra le tre figure di operatori poggia sui motivi del contratto: riguarda cioè le ragioni che hanno spinto le parti a concludere il contratto. Ciò che muta non è lo schema dell'operazione, ma la modalità con cui tale operazione si inserisce nell'economia individuale delle parti. Le finalità per le quali gli operatori concludono tale operazione non possono costituire la causa del contratto, altrimenti si avrebbe non un solo contratto, ma tre diversi contratti (e chissà quanti altri ancora, non potendosi limitare a priori i motivi delle parti) tra loro autonomi e con causa differente. La conseguenza sarebbe paradossale: se un *hedger* stipulasse un contratto con un arbitraggista, in realtà non vi sarebbe consenso sul contratto, ma ciascuno intenderebbe concludere un negozio differente. Validi contratti sarebbero solo quelli tra operatori che perseguono finalità analoghe (sebbene opposte). In sostanza, descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di

---

(24) Nello stesso senso Perrone, *Contratti di* swap *con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1995, 80), 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.

(25) Cass., 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. foro it.*, 1946, voce *Obbl. e contr.*, n. 64. In dottrina Perrone (nt. 24), 85, 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. L'Autore, peraltro, in apparente contraddizione, ammette l'applicazione dell'art. 1933 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. Rossi, il quale afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di *swap* (*Profili giuridici del mercato degli* swaps *di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 612; Id., *Aspetti legali del mercato degli* swaps *in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Edibank, 1993, 87, 90); Campolo, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, 1998, n. 6, 16; Bochicchio, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in questa *Rivista*, 1996, I, 597 e 599; Mastropaolo, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, 205. In tema di contratti di opzione, Galasso esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie (Options *e contratti derivati*, in *Contr. impr.*, 1999, 1292).

cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione da un punto di vista unitario (26).

Anche qualora si volesse dare rilevanza ai motivi, non si comprenderebbe la discriminazione verso il motivo speculativo, posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito (27), ma è presupposto dell'attività imprenditoriale (28). Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo da non aver bisogno di dimostrazioni (29). La letteratura economica (30), nonostante alcuni ricorrenti interventi politici e giornalistici in occasione di ogni crisi finanziaria che cercano nella speculazione un capro espiatorio (31), ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore positivo della speculazione (32), la quale consente di ridurre il differenziale tra la domanda e l'offerta, rende più liquidi ed efficienti i mercati e tende a correggere i prezzi in caso di anomalie. È stato anche messo in evidenza e dimostrato che la speculazione riduce i costi finanziari delle operazioni finanziarie (33).

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.

Sarebbe errato far rientrare nella causa lo scambio dei rischi della variazione dei tassi, che in certe ipotesi di *swap* è addirittura inesistente (sotto questo profilo non si potrebbe distinguere lo *swap* dalle opzioni sul tasso di interesse, la cui causa è lo scambio del rischio di variazione del tasso contro pagamento di un premio) (34) (35).

---

(26) Nel testo si è riportato quasi integralmente un argomento utilizzato dal Comitato degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano, *I contratti* futures. *Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, 1988, 86-87.

(27) Bochicchio, (nt. 25), 599.

(28) Ascarelli, *Lo speculatore professionale è imprenditore commerciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, 157.

(29) Capaldo, (nt. 5), 594.

(30) Cheroenrook, Hazen, *A study of market-wide short-selling restrictions*, Working paper, Gennaio 2005, *http://ssrn.com/abstract=687562*; Demsetz, *The cost of transacting*, in *Quarterly Journal of economics*, 1968, 33-55; Duffie, *In defence of financial speculation*, in *Wall Street Journal*, febbraio 2010, 24; Flood, *An introduction to complete markets*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, marzo-aprile, 1991, 32-57; Graham, Dodd, *Security analysis*, New York, McGraw-Hill, 1934; Grossman, Merton, *Liquidity and market structure*, in Journal of finance, 1978, n. 43, 617-733; Jones, Owen, *Short-sale constraints and stock returns*, in *Journal of financial economics*, 2002, n. 66, 207-239; O'Hara, *Market microsctructure theory*, Malden Blackwell Publishing, 1995; Mengle, *The economic role of speculation*, Isda Research notes, n. 2, 2010.

(31) La crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale a partire dal 2007 ha dato voce a coloro che vedono nella speculazione la causa della crisi. Ad esempio, è stato invocato il divieto di vendite allo scoperto di titoli di stato di paesi in difficoltà finanziarie — ad esempio, la Grecia — o la negoziazione di *credit default swap "naked"*, cioè senza posizione sottostante da proteggere. A ben vedere, la speculazione non può essere la causa della crisi e — al di là del *clamor foris* che queste voci suscitano —, le analisi che ne conseguono non sono in grado di supportarne la fondatezza (Boehmer, Jones, Xiaoyan, *Shakling short sellers: the 2008 shorting ban*, Working paper, Cornell University, Johnson School Research paper, Serie n. 34-09, 25 settembre 2009, su *http:/ssrn.com/abstract=1412844*; Boehmer, Wu, *Short selling and price discovery process*, Working paper, 4 maggio 2010, in *http:/ssrn.com/abstract=972620*; Moshinsky, Kirchfeld, *Naked swap crack down rings hollow without Washington*, Bloomberg, 11 marzo 2010).

(32) La speculazione è stata definita come "*the assumption of considerable business risk in expectation of commensurate gain*" (Graham, Dodd, nt. 30). Altri hanno definito la speculazione come l'assunzione di rischi in anticipazione di favorevoli mutamenti di prezzi che non sono il risultato delle azioni intraprese dallo speculatore (Working, *Financial results of the speculative holding of wheat*, Wheat studies of the food research Institute, vol. VII, 1931, Stanford University, ripubblicato in Selected writings of Holbrook Working, Vol. I, Chicago Board of Trade, 1977).

(33) Harris, *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*, New York, Oxford University Press, 2003.

(34) Condivide questa affermazione Pagnoni, (nt. 17), 1086.

(35) Nella dottrina che si è occupata di *interest rate swap* ed *interest rate and currency swap* alcuni Autori si sono espressi per la natura aleatoria del contratto in esame. Inzitari, *Swap (contratto*

Il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto di *swap*, di quell'alea, cioè, che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da

---

di), in *Contr. impr.*, 1988, 612), peraltro, prende le mosse dall'analisi dello *swap* domestico, che ben poco ha in comune con lo *swap* di cui ci stiamo occupando. L'Autore ritiene lo *swap* domestico un contratto aleatorio ed estende, generalizzandole, — ma tale approccio non sembra convincente — le considerazioni pertinenti allo *swap* domestico agli altri *swap*. L'analisi, inoltre, è condotta esclusivamente dal punto di vista dell'importatore o esportatore che desidera coprire il rischio di variazione dei cambi (o degli interessi) fino al punto da affermare che la funzione economico giuridica risiede nella finalità di controllare i rischi connessi alle variazioni nel tempo dei rapporti di cambio tra le valute o di tasso di interesse (*op. cit.*, 617) facendo diventare uno dei tanti motivi perseguibili da *una* parte — o da entrambe o da *nessuna* delle due — un elemento causale della fattispecie. Agostinelli afferma che lo *swap* è un contratto bilateralmente aleatorio "in quanto il valore (relativo) delle due prestazioni è determinato da un evento futuro ed incerto, coincidente con la variazione dei tassi di interesse o di cambio: in altre parole, ambo le parti si assumono il rischio di una variazione sfavorevole". Ci sembra aver dimostrato che in realtà il valore delle due prestazioni può essere predeterminato e non subire alcuna variazione al mutare dei tassi di interesse o di cambio. In altre parole, le parti, anzicché assumersi il rischio di una variazione sfavorevole che può anche non esserci, assumono l'obbligo di effettuare pagamenti reciproci. Che il valore di questi pagamenti possa variare in futuro con il variare dei tassi di interesse o di cambio rientra nella normale alea economica. L'Autore afferma la natura aleatoria dello *swap* anche affermando che è incerto l'*an* o il *quantum* di almeno una delle prestazioni", ma, come abbiamo visto nel testo, tale definizione non appare adattarsi alla realtà dello *swap* in quanto le prestazioni possono essere certe sia nell'*an* che nel *quantum* come in un *interest rate and currency swap* a tasso fisso su entrambe le divise. L'affermazione dell'Autore forse trova radice nel tentativo di accumunare contratti strutturalmente diversi entro la nozione di *swap*, quali il *domestic currency swap* ed il *forward rate agreement*, che sono contratti differenziali, e gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, che sono contratti di scambio (*Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 123-125). In un errore di prospettiva cade Capriglione affermando apoditticamente che l'aleatorietà della entità della prestazione risulta evidente dal collegamento degli *swap*s alle fluttuazioni dei tassi d'interesse, di cambio (*Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, 792). Come dimostrato nel testo, il collegamento alle fluttuazioni può mancare del tutto in numerose fattispecie di *swap*. In un altro scritto (*I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 359) l'Autore accomuna — sorprendentemente — gli *swap*s alle opzioni sui cambi e sul tasso di interesse e ad altri contratti derivati nel tentativo di definirne la riconducibilità o meno nell'ambito dei c.d. contratti differenziali. Le considerazioni svolte in detto lavoro appaiono condivisibili soltanto per alcuni contratti derivati non essendo possibile generalizzare conclusioni senza aver prima verificato l'unitarietà (e l'esistenza) o meno della categoria giuridica dei derivati (e, comunque, ammettendone anche l'esistenza, non necessariamente tutti i contratti derivati debbono essere aleatori). Alcune perplessità suscita Perrone nel momento in cui afferma che gli *swap* presentano i tratti strutturali e funzionali propri della scommessa in quanto il contratto realizza indubbiamente l'interesse delle parti a conseguire un vantaggio patrimoniale come mero esito della sorte, (nt. 24), 86. Nel citato lavoro l'Autore commenta insieme i *domestic swap* e gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, per cui sorge il dubbio circa la possibile commistione di concetti. Se l'affermazione può essere in parte condivisibile per i *domestic swap* (e ciò dipenderà dalla definizione del contratto domestico), non altrettanto può dirsi per gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, per i quali si è visto come l'interesse oggettivo che le parti mirano soddisfare sia lo scambio dei pagamenti reciproci.

In un altro scritto l'Autore afferma la natura aleatoria dell'*interest rate swap* (*La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, Giuffrè, 1999, 38) equivocando la struttura del contratto, la cui esecuzione non avviene di norma mediante un pagamento su base differenziale, e la causa, erroneamente intesa a trasferire il rischio economico relativo alle oscillazioni del parametro variabile dedotto in contratto.

Antonucci afferma, senza fornire spiegazioni, che i prodotti derivati sono addirittura "aleatori per antonomasia", ai quali, peraltro, non si applica l'eccezione di gioco grazie alla partecipazione all'operazione di un intermediario finanziario (*Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 204). È stato acutamente rilevato [Rossi, *Aspetti legali*, (nt. 25), 90] che le divergenti opinioni dottrinali sulla causa del contratto di *swap* vanno probabilmente imputate al diverso peso che viene attribuito a taluni elementi del

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 (36).

Non varrà, pertanto, la sola dichiarazione delle parti che qualifica questo contratto come aleatorio — se il contratto non è 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 (37). 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 (38). Il problema della risoluzione per eccessiva onerosità del contratto di *swap* che qui ci occupa si presenta a questo punto di facile soluzione. La risoluzione *ex* art. 1467 c.c. non è applicabile non perché il contratto è aleatorio, ma perché la variazione dei tassi di interesse o di cambio non può considerarsi un avvenimento straordinario e nel contempo imprevedibile. Anzi è proprio la variabilità degli stessi che sta a monte della causa negoziale e che giustifica lo scambio delle obbligazioni di pagamento determinate o determinabili in base a tali parametri. Il carattere della straordinarietà è di natura obiettiva e

---

contratto che possono ritenersi accidentali, neutri o comunque ininfluenti ai fini della sua qualificazione: ad esempio l'eccessiva importanza che viene da taluno attribuita al duplice scambio degli importi capitali, oppure la circostanza che le obbligazioni reciproche possono risolversi in quella di una sola parte per il pagamento del solo differenziale, oppure ancora la variabilità dei parametri applicabili alle reciproche obbligazioni pecuniarie o, infine, l'eccessiva rilevanza annessa all'esistenza o meno di contratti sottostanti, di prestito o di altro genere.

Capaldo ha correttamente evidenziato l'equivoco dovuto alla confusione tra due profili diversi, l'interesse delle parti e il peculiare meccanismo di determinazione delle prestazioni. Il fine speculativo non incide, modificandolo, in alcun modo sul criterio di determinazione delle prestazioni (*Contratto di* swap *e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 599 ss.; *Contratti di* swap, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 600). Tra la dottrina che si è espressa per la natura commutativa si ricorda, oltre a Rossi, (nt. 25), Mori, (nt. 5), 337-344; Caputo Nassetti, *I contratti derivati finanziari*, (nt. 5), 74; *Profili legali*, (nt. 5), 85 ss.; Capaldo, (nt. 5), 188 ss.; Id., *Contratto di* swap *e gioco*, cit., 599 ss.; Chiomenti, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 49 sebbene in tema di *domestic currency swap*, ma le argomentazioni addotte sono a maggior ragione applicabili agli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*; Ferrarini, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 41, limitatamente agli *interest rate and currency swap*; Girino, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2001, 169 ss. e 254; Pagnoni, (nt. 17), 1086-1089; Bochicchio, (nt. 25), 597.

De Iuliis confonde le mie conclusioni — a favore della aleatorietà — tratte in materia di *credit spread swap* con quelle del contratto di *swap* su interessi — a favore della commutatività della fattispecie — non avendo probabilmente colto la sostanziale differenza tra i tipi negoziali che in comune hanno soltanto una parte del *nomen* (*Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2004, I, 403, nota 42).

(36) Boselli, (nt. 18), 173.

(37) Scalfi, voce "*alea*", in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, Utet, 1987, 259; Ferrarini, (nt. 35), 42; Matteucci, *Il contratto di* swap, in *Quad. giur. impr.*, 1990, n. 3, 29. Non sembra aver compreso il punto Girino, (nt. 35), 251 nel commentare questo passaggio apparso per la prima volta nel mio precedente contributo *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*: è vero che le parti possono attribuire natura aleatoria ad un titolo negoziale, ma per fare ciò è necessario introdurre un elemento di assoluta incertezza, che non può certo essere la mera dichiarazione delle parti a considerarlo aleatorio. Peraltro, in un altro punto della trattazione l'Autore perviene alla stessa affermazione e cioè che "la prassi negoziale, consistente nell'includere una clausola che, *ex* art. 1469, conferisca esplicita natura aleatoria all'accordo, per certi versi è superflua e per altri financo contraddittoria con la natura stessa del negozio" (p. 255).

(38) Raggiunge lo stesso risultato della non applicabilità dell'art. 1467 c.c. — sebbene con un percorso non completamente condivisibile — Ferrarini, (nt. 35), 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*), vuoi perché, pur avendo il singolo contratto natura commutativa, lo stesso presenti una alea normale illimitata.

qualifica un evento in base alla valutazione di elementi suscettibili di misurazione, tali quindi da consentire, attraverso analisi quantitative, classificazioni quanto meno di ordine statistico. I mercati dei capitali presentano paesi con elevata inflazione e, conseguentemente, con elevati tassi di interesse (anche a tre cifre!), e hanno assistito ripetutamente a crisi valutarie e a periodi di iperinflazione al punto da non potersi ritenere statisticamente "straordinario" quasi nessuno scenario. In particolare, la risoluzione per eccessiva onerosità resta esclusa con riguardo ad eventi che risultano espressamente o implicitamente contemplati dalle parti (Cass., 16 marzo 1984, n. 1799) (39) (40).

3. *Lo* swap *di interessi come contratto differenziale: insussistenza.* — È necessario sgomberare il campo anche della qualificazione dello *swap* (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*) come contratto differenziale. La Corte di Milano nella sentenza in esame afferma che "*nel derivato OTC l'oggetto è uno scambio* [!] *di differenziali a determinate scadenze, ma la sua causa risiede in una scommessa che ambo le parti assumono*" (41). Tale tesi è stata prospettata in passato da alcuni Autori (42), sebbene nell'ambito di studi relativi alla generalità dei contratti derivati.

Anche se la questione ha senz'altro significato in riferimento ad alcuni contratti derivati riconducibili al prototipo del contratto differenziale, in realtà essa non ha ragion d'essere in merito agli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap.*

Esiste un equivoco di fondo, infatti, che consiste nell'aver tentato di ricostruire la fattispecie in esame partendo da una ipotesi di contratto nella quale i pagamenti delle parti avvengono alle stesse date e vengono regolate le sole differenze. Ipotesi che, come vedremo oltre, non soltanto è del tutto marginale, ma rappresenta un'applicazione delle norme sulla compensazione, la quale presuppone ovviamente l'esistenza delle reciproche obbligazioni. La rigorosa ricostruzione del tipo contrattuale impedisce all'interprete di ridurre alla sola liquidazione delle differenze la fattispecie in esame. Per meglio comprendere la diversità tra lo *swap* e il contratto differenziale può risultare utile riassumere lo *status* della discussione dottrinale su questo ultimo.

---

(39) Merita porsi il quesito se eventuali provvedimenti degli organi di controllo, che incidessero sul risultato economico del contratto di *swap*, possano essere fonte di risoluzione per eccessiva onerosità. Il problema si è posto in passato in merito ai contratti di borsa a premio quando la Consob nel 1981 introdusse il deposito obbligatorio per limitare le operazioni allo scoperto, rendendo più onerose le contrattazioni comportando un esborso finanziario non previsto al momento della stipulazione del contratto a premio. La Corte di Cassazione ha negato il rimedio della risoluzione affermando che gli interventi delle autorità di controllo devono ritenersi prevedibili proprio per le caratteristiche del sistema in cui operano e delle sue evidenti superiori necessità (Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, in *Foro it.*, 1993, I, 2192; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Foro it.*, 1989, I, 415). In altre parole, l'intervento dell'organo di controllo, anche in condizioni normali di mercato, è da ritenersi comunque prevedibile e ordinario, nel senso che è possibile in quanto statisticamente frequente.

(40) Il Tribunale di Ascoli Piceno ha statuito che difetta del *fumus boni iuris* la domanda cautelare volta ad ottenere la sospensione degli effetti di un contratto *swap* prospettandone la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta in conseguenza dell'andamento sfavorevole dei tassi di interesse (14 ottobre 2004, in *www.ilcaso.it*).

(41) La Corte d'Appello di Milano in un altro passo della sentenza in esame (par. 5) afferma che "comunque nessuno dei due contratti è un semplice scambio di differenziali".

(42) Giuliani, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realità del riporto*, in questa *Rivista*, 1992, I, 79, prima parte, *ibidem*, I, 1992, 291, seconda parte; Preite, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare* caps, floors, swaps, index futures*)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171; sebbene in maniera dubitativa e soltanto per gli *interest rate* swap, Ferrarini, (nt. 35), 34; Perassi, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, in *Commento al Decreto Eurosim*, a cura di Alpa e Capriglione, *sub* commento art. 18, 143; Girino, (nt. 35), 160; De Iuliis, (nt. 35), 391. Questa assimilazione risulta anche nel lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger, 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 572. Per una dettagliata premessa alla reviviscenza della problematica dei contratti differenziali si veda Ferrero, *Contratto differenziale*, in *Contr. impr.*, 1992, 475.

La *vexata quaestio*, che può farsi risalire agli inizi del 1700 (43), trae origine da alcune non felici disposizioni normative di borsa, di cui si farà cenno nel paragrafo successivo.

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 (44).

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 (45), ma di affare differenziale proprio. In 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.*

L'autorevole — e non più recente — dottrina che si occupò del problema, constatando che nel mercato borsistico si attuavano soltanto affari differenziali propri o impropri e che quelli semplici erano totalmente sconosciuti nella prassi, liquidò la questione affermando che i contratti differenziali semplici sono contratti aleatori del tutto assimilabili alla scommessa e, come tali, privi della azione di pagamento e non risolvibili per eccessivà onerosità (46).

Al contrario, e grazie alla normativa borsistica di cui al prossimo paragrafo, si è unanimemente riconosciuta piena tutela agli affari differenziali *di borsa* in qualsiasi forma concretati.

Orbene, nel contratto di *swap* (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*) le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti e, quindi, risulta immediatamente

---

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

(44) Bianchi D'Espinosa, (nt. 19), 391 ss.

(45) Bianchi D'Espinosa, (nt. 19), 395.

(46) Corrado, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, Torino, UTET, 1960, 200 ss.; Funaioli, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, Torino, UTET, 1961, 172 ss.; Valsecchi, *Gioco e scommessa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, Giuffrè, 1954, 38 ss.; Bianchi D'Espinosa, (nt. 19), 400 ss.; Ascarelli, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, 435; Scalfi, *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, 135 (n. 7, nota 51); Auletta, (nt. 20), 171; Messineo, (nt. 19), 779.

evidente che l'intenzione delle parti sia quella di eseguirli materialmente. È ciò che strutturalmente accade sempre in ogni *interest rate and currency swap*, essendo i pagamenti denominati in divise diverse (la compensazione non può attuarsi); è ciò che accade di norma anche per gli *interest rate swap* per i quali, nella maggioranza dei casi anche non vi è affatto coincidenza delle date di pagamento delle reciproche obbligazioni. Se i reciproci pagamenti sono eseguiti a date diverse, non si vede come sia possibile liquidare le differenze! Quand'anche le parti abbiano concordato di eseguire i reciproci pagamenti *alle stesse scadenze* (ad esempio ogni fine mese) accade di norma che la data dedotta in contratto possa non coincidere con la data di esecuzione del pagamento. Le obbligazioni delle parti, infatti, sono calcolate con riferimento ad indici diversi e ogni indice viene calcolato nel rispetto di convenzioni ed usi di mercato universalmente applicati, in base ai quali i giorni festivi vengono trattati in maniera diversa (ad esempio, secondo la concenzione *bond basis*, che si applica in genere per il tasso fisso, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va eseguito il primo giorno lavorativo successivo, mentre nella convenzione *money market*, che si applica in genere per il tasso variabile, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va effettuato il giorno lavorativo immediatamente precedente).

Qualora, pertanto, un contratto di *interest rate swap* prevedesse la *stessa scadenza* (ad esempio: ogni fine mese) per le prestazioni di entrambi i contraenti, facilmente potrà accadere che — e ciò anche in considerazione della normalmente lunga durata del contratto — a varie scadenze i pagamenti vengano eseguiti a date diverse.

Può, comunque, accadere che le obbligazioni di pagamento denominate *nella stessa divisa* siano *eseguibili alla stessa data.* In tal caso trovano applicazione le norme della compensazione legale e le parti liquidano la sola differenza, senza peraltro alterare l'oggetto del negozio (47).

È il contratto stesso che prevede l'applicazione *a*) delle dette convenzioni finanziarie di mercato (le quali possono fare sì che, quand'anche i pagamenti fossero dovuti alla stessa scadenza, vadano effettuati a date diverse) e *b*) della disciplina della compensazione (che consente di liquidare le sole differenze qualora le obbligazioni debbano essere eseguite alla stessa data, anche se originariamente pattuite per scadenze diverse). Può accadere che, sebbene le parti abbiano scelto scadenze diverse per i reciproci pagamenti (ad esempio una parte paga ogni fine mese, mentre l'altra ogni primo del mese) — escludendo *ab origine* ogni specifico intento di liquidare soltanto delle differenze —, i pagamenti siano dovuti alla stessa data in applicazione delle convenzioni finanziarie dedotte in contratto, comportando la compensazione tra le prestazioni (ad esempio se il tasso fisso è calcolato in base alla convenzione *bond basis* e l'ultimo giorno del mese è festivo, il pagamento del tasso fisso va eseguito il primo giorno lavorativo del mese successivo, che verrebbe a coincidere, nella esemplificazione ora fatta, con il giorno di esecuzione del pagamento del tasso variabile).

Non potrà certamente considerarsi contratto differenziale quel contratto che prevede simili convenzioni, in quanto le stesse presuppongono necessariamente la volontà di eseguire i reciproci pagamenti. Il solo fatto che in contratto sia prevista l'operatività della compensazione

---

(47) Capaldo, (nt. 5), 176 ss., dimostra con rigore la tesi qui sostenuta. L'Autrice argomenta che una analisi rigorosa dello *swap* deve logicamente concentrarsi sul presupposto di fatto della vicenda compensativa: la coincidenza delle scadenze. La dottrina, invece, ha assolutizzato un elemento — la liquidazione delle differenze —, isolato dagli altri tratti tipologici, che pare risolversi e dissolversi sul piano meramente effettuale, dimenticando il profilo — tra l'altro di rilievo funzionale — del quale, più coerentemente, avrebbe dovuto occuparsi. L'indagine deve rivolgersi non al dato concreto, ma al costruito giuridico, verificando se la coincidenza — e per converso lo sfasamento (*mismatch*) — tra le scadenze delle diverse obbligazioni assunte dalle parti, realizzi un interesse precipuo e specifico tale da assumere rilievo sul piano della struttura, consentendo di individuare come oggetto dell'accordo, la differenza tra le reciproche rimesse. L'Autrice prosegue dimostrando che solo alcune volte le prestazioni sono da eseguirsi alla stessa scadenza e che la coincidenza, o meno, dei periodi non individua uno specifico interesse, diverso e distinto da quello sotteso agli *swap* con prestazioni non coincidenti. La corresponsione del differenziale è un fatto meramente contabile e l'analisi delle diverse modalità di atteggiarsi dello *swap* impedisce all'interprete di ridurre l'oggetto del contratto alla sola liquidazione delle differenze.

presuppone necessariamente che vi siano pagamenti da compensare! Non potrà considerarsi contratto differenziale quello *swap* nel quale alcune prestazioni sono state compensate ed altre no.

È la struttura e definizione stessa dello *swap* che porta indubbiamente ad escludere ogni similarità con il contratto differenziale semplice. A ciò si aggiunga anche un argomento lessicale: "*swap*" significa scambio e sostenere che un contratto chiamato "scambio" non comporti alcuno scambio — come accade in un contratto differenziale, il quale esclude *ab origine* proprio lo scambio — suscita non poche perplessità! (48).

Non si pone, pertanto, il problema della assimilazione dello *swap* ai contratti differenziali e, quindi, alla scommessa con la conseguente minore tutela giuridica concessa a tali fattispecie (49) (50).

---

(48) Qualche perplessità suscita la ricostruzione di Girino, (nt. 35), 160 ss., nella parte in cui nega che il "contratto derivato", nel quale tenta di includere fattispecie in realtà giuridicamente diverse, sia riconducibile al contratto differenziale. Da un lato l'Autore ritiene che il contratto differenziale — semplice — conservi costantemente la sua natura di compravendita effettiva e si connota semplicemente per il fatto di poter essere adempiuto mediante la liquidazione delle differenze di valore ("un equivoco interpretativo che ha confuso l'oggetto del negozio con una sua possibile modalità di esecuzione"). Dall'altro afferma che "il contratto differenziale inteso come il contratto che abbia ad oggetto una differenzialità di valori è esclusivamente il contratto derivato". A prescindere dal fatto che appare metodologicamente non corretto cercare una *reductio ad unitatem* in un ipotetico tipo di contratto "derivato" fattispecie giuridicamente assai diverse che in comune hanno tutt'al più il fatto di appartenere ad una vasta categoria finanziaria di contratti, se si coglie la definizione di contratto differenziale semplice come quel contratto nel quale le parti convengono con una sola manifestazione di volontà al momento della stipula che vi sarà soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il prezzo dei titoli (o dell'indice, ecc.) al momento della scadenza (e, quindi, non è certo chi eseguirà la prestazione tra i due contraenti né è certo il *quantum* della stessa) emergono due considerazioni: la prima è che l'Autore usa il termine contratto differenziale (semplice) come sinomino di contratto derivato, la cui esistenza come tipo contrattuale è, come detto, tutta da dimostrare. La seconda considerazione è che soltanto alcuni contratti "derivati" sono riconducibili allo schema del contratto differenziale semplice (*swap* domestico e *future rate agreement*), mentre altri (tra cui sicuramente gli *interest rate swap* e gli *interest rate and currency swap*) non sono assolutamente riconducibili a tale schema).

(49) La maggioranza della dottrina è del parere che lo *swap* abbia per oggetto le reciproche prestazioni di pagamento e non la sola differenza tra le stesse (Catalano, Swaps: *pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, 314; Mori, (nt. 5), 15 ss., 325; Rossi, *Profili giuridici*, (nt. 25), 612; Caputo Nassetti, *I contratti derivati finanziari*, (nt. 5), 85; Id., Interest rate swap *e* interest rate and currency swaps, in *Dir. comm. int.*, 1990, 695; Ferrero, (nt. 5), 416; Agostinelli, Swap contract: *struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, 22; Capaldo, *La disciplina contrattuale delle operazioni di* swap *tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, n. 2, 49; Righini, *I valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993, 287; Capaldo, (nt. 5), 35, 39, 99, 175, Agostinelli, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 126-127; Pagnoni (nt. 17), 1086, che sottolinea l'equivoco in cui cade chi assimila il contratto differenziale allo *swap* è quello di confondere la struttura con la funzione che invece ne caratterizza il tipo.

Non è mancato chi ha sottolineato che sorprende l'incertezza in merito alla definizione di *swap* data la semplicità della struttura [Mori, (nt. 5), 15]. La stessa Banca d'Italia definisce gli *swap* come contratti con cui le parti reciprocamente scambiano dei pagamenti (*Relazione annuale*, 1989, *Appendice*, 359) e a ciò si aggiunga anche la definizione normativa dell'art. 49, Regolamento Banca d'Italia 2 luglio 1991.

(50) Si veda, inoltre, Inzitari, *Il contratto di* swap, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, Torino, Utet, 1995, 2465. L'Autore, sebbene in un primo tempo affermi che il contratto di *interest rate swap* prevede il pagamento delle sole differenze (p. 2453, cfr. anche Id., *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 609), ritiene ingiustificato un accostamento dello *swap* (inteso sia come *interest rate swap* e *interest rate and currency swap* sia come *domestic swap*) al contratto differenziale. Si veda anche Ferrarini, (nt. 35), 34 ss. L'Autore afferma che nello *swap* di interessi non è necessariamente previsto il pagamento delle mere differenze: basti pensare al caso che non vi sia un pieno *matching* delle scadenze fissate per l'adempimento delle obbligazioni rispettive delle parti. Anche quando un tale *matching* vi sia, il

Va da sé che non si può escludere che le parti possano porre in essere un contratto con il quale *ab origine* si impegnano a pagare le sole differenze (e ciò non per effetto della compensazione dedotta in contratto) creando un vero e proprio negozio differenziale semplice. Ma ciò non è certo l'*id quod plerumque accidit* e non risulta che tale fattispecie sia diffusa nella prassi finanziaria degli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap.*

Alla luce di questo *excursus* appare evidente che la causa dell'*interest rate swap* non può risiedere "*nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. asimmetrici, sono reciproche e bilaterali*" come sostenuto dalla Corte di Appello di Milano.

Affermare poi che "*il carattere fittizio, non reale, del richiamo al nozionale appare perfettamente coerente con la ricostruzione del derivato in termini di scommessa*" significa non aver compreso l'essenza del contratto di *interest rate swap.*

Lo *swap* di interessi oggetto della sentenza in esame quindi non è (I) un contratto differenziale, (II) non è un contratto aleatorio, (III) non è una scommessa. Rappresenta, invece, un comune *step-up interest rate swap* a condizioni di mercato con finalità di copertura per il cliente, adeguato anche ad un operatore non qualificato.

Detto ciò non si può escludere che in teoria due contraenti possano scommettere su dove sarà il tasso euribor ad una data futura, ma tale scommessa, anche nella loro rappresentazione psicologica, non sarà un *fra*, *future rate agreement* cioè un contratto derivato finanziario, bensì

---

pagamento delle differenze è più il frutto dell'applicazione della disciplina in tema della compensazione legale, che non un elemento del programma negoziale, il quale prevede distinte obbligazioni a carico di ciascuna delle parti. A ciò potrebbe obiettarsi, peraltro, che gli effetti compensativi sono prevedibili, anzi previsti, fin dalla stipula del contratto, il quale solo in apparenza dispone uno scambio di flussi finanziari, mentre in realtà contempla un mero pagamento di differenze. L'Autore conclude escludendo la natura di contratto differenziale per gli *interest rate and currency swap*, mentre conclude in maniera dubitativa per gli *interest rate swap.*

Capaldo, (nt. 5), 98 s., mette bene in evidenza che "*negli* swaps *non si assiste ad una permutazione dei termini del contratto "consegna effettiva e prezzo", con "liquidazione delle differenze", in quanto, l'oggetto delle prestazioni viene eseguito così come definito e determinato in contratto con la mera eventualità della compensazione tra le prestazioni*". L'Autrice sottolinea che "*le parti concordano di scambiarsi flussi d'interesse o di cambio e realmente se li corrispondono, liquidando le differenze solo in caso di coincidenza delle scadenze. Lo scambio oggetto del contratto si attua concretamente ed effettivamente nei termini nei quali è stabilito*". L'Autrice conferma che la figura del contratto differenziale è inadatta a descrivere lo *swap* e ritiene che cada in errore chi lo riconduce al contratto differenziale.

In un lavoro di Preite sui contratti differenziali, le cui conclusioni sono in generale da condividere, si afferma che negli *swap* le parti si obbligano reciprocamente a pagare alla scadenza la differenza tra il tasso di cambio o di interesse predeterminato e quello di mercato rapportati a una data somma, peraltro senza un'esame della fattispecie (*Contratti differenziali e articolo 1933. La qualificazione giuridica di* cap, floor, swap, *e* index futures, in *Riv. borsa*, 1989, n. 2, 35). L'affermazione può apparire fondata se riferita ai c.d. *domestic swap*, mentre non lo sembra nel caso degli *interest rate swap* (e tantomeno degli *interest rate and currency swap*). Lo scopo del lavoro in realtà è dimostrare che alcuni contratti finanziari, quali i *cap, floor, collar, swap, index futures* non sono assimilabili ai contratti differenziali, né alle scommesse.

Girino, (nt. 35), 109 ss., appare imporre una definizione all'*interest rate swap* che non corrisponde alla realtà commerciale. L'errore di impostazione risiede nel fatto che l'Autore accomuna fattispecie assai diverse, non solo per struttura contrattuale, ma anche per origini storiche e causa soddisfatta, quali gli *swap* su tassi di interesse, che vengono suddivisi in *interest rate swap e asset swap*, gli *swap* su valute e gli *swap* domestici. Se da un lato è da condividere l'affermazione che il *domestic swap* è un contratto che ha per oggetto un differenziale, ciò non appare corretto nel caso di *swap* su tassi di interesse, che prevedono lo scambio dei pagamenti come oggetto del contratto. L'errore consiste nell'avere fatto diventare l'oggetto tipico del contratto "derivato", che non esiste come unico tipo, il pagamento del differenziale. Inoltre, dal punto di vista classificatorio, con il termine *interest rate swap* si indicano sia i contratti di *asset swap* (cioè i contratti che un soggetto utilizza per modificare, dal punto di vista economico, il rendimento di una attività) che quelli noti con il termine *liability swap* (cioè quelli che servono a modificare il costo di una passività).

De Iuliis, (nt. 35), 394 e 402, sembra seguire lo stesso errore nell'accomunare il contratto di *interest rate swap* con il *domestic swap* defininendoli entrambi contratti differenziali.

una semplice scommessa (o, se si fosse usata la struttura tecnica dello *swap* di interessi, si sarebbe trattato di una serie di scommesse sui tassi di interesse nel tempo). Ma questo non appare essere il caso giudicato.

4. *Il significato del quinto comma dell'art. 23, t.u.f.* — Un altro punto della sentenza in esame che non appare condivisibile è l'interpretazione dell'art. 23, comma 5, t.u.f., che "*avvalorerebbe*" la tesi della scommessa, "*restando altrimenti priva di significato la previsione di cui all'art. 23, comma 5, t.u.f.*".

Tale norma esclude l'applicabilità agli strumenti finanziari derivati della disciplina dell'art. 1933 c.c.

Come noto l'art. 1933 c.c. recita che non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode (...).

Il tema di analisi trova fonte nell'abrogato art. 23 della l. 2 gennaio 1991, n. 1 (51), il cui quarto comma stabiliva che ai contratti indicati nel comma 1 non si applica l'articolo 1933 del codice civile. Il primo comma recitava che la Consob può autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi come oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute.

Come già sottolineato in dottrina (52), la disposizione è apparsa di incerta interpretazione in quanto oggetto della disciplina non sono gli strumenti finanziari, quanto piuttosto i contratti a termine che su questi vengono stipulati. In altre parole, se ci si limitasse al tenore letterale della norma si giungerebbe alla iniqua conclusione che soltanto i contratti uniformi a termine sui derivati finanziari sarebbero esenti dalla eccezione di gioco, rimanendo i derivati finanziari esposti a quest'ultima eccezione, cosicché l'acquirente a termine non sarebbe esposto a detta eccezione da parte del venditore a termine del contratto derivato, mentre lo rimarrebbe a quella del contraente ceduto, il che svuoterebbe di contenuto la norma. La *ratio legis* porta a ritenere che sia più ragionevole recuperare all'ambito di applicazione dell'art. 23 cit. anche i contratti finanziari che sono oggetto della contrattazione uniforme a termine.

La dottrina, nel sottolineare come la norma citata susciti perplessità (53), ricorda che già la l. 13 settembre 1876, n. 3326 agli artt. 2 e 4 disponeva che per i contratti di borsa, purché stipulati nelle forme stabilite dalla legge, era concessa l'azione in giudizio anche quando abbiano per oggetto il solo pagamento delle differenze; e la l. 20 marzo 1913, n. 272 (che riformò l'ordinamento delle borse) conservava una traccia dei contratti differenziali nell'art. 43, secondo comma, che riconosceva l'efficacia in Italia del contratto stipulato all'estero secondo la *lex loci contractus* quand'anche sia stato convenuto di risolverlo col pagamento della sola differenza dei prezzi di borsa (l'art. 43 fu poi trasfuso nell'art. 8 della l. trib. 30 dicembre 1923, n. 3278). Ai contratti differenziali sembra ancora riferirsi l'art. 5, secondo comma, r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601, secondo il quale nelle controversie relative ai contratti di borsa di cui all'art. 34 della citata legge, anche se conclusi fuori borsa e senza l'intervento di agenti di cambio, non può essere opposta l'eccezione di gioco (54).

La migliore dottrina specialistica (55) che si occupò delle citate norme e del vero problema che esse miravano a risolvere chiarì che, in breve, il problema era sorto non già rispetto ai contratti differenziali in senso stretto (c.d. differenziali semplici) — cioè quei contratti unitari, aventi natura diversa dalla compravendita — bensì rispetto alle operazioni differenziali, intese

---

(51) Abrogato con d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415.

(52) Ferrarini, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, X, 2, Torino, UTET, 1993, 72; Perrone, (nt. 24), 87.

(53) Ferrarini, (nt. 35), 36; Id., (nt. 52), 72.

(54) Bianchi D'Espinosa, (nt. 19), 388-389.

(55) Bianchi D'Espinosa, (nt. 19), 387-399.

come affari complessi in cui due contratti di compravendita di titoli siano stipulati, in senso inverso ed in tempi diversi, tra parti diverse (differenziali impropri) o tra le medesime parti (differenziali propri). Nei confronti di queste operazioni — che, per il ben noto meccanismo di liquidazione dei contratti di borsa, portano ad una liquidazione sulla base delle differenze tra i prezzi negoziati — si pose la questione se esse fossero da qualificare, nel loro insieme, come scommesse. Analoga questione non si pose, invece, rispetto ai differenziali veri e propri, semplicemente perché questi erano pressoché sconosciuti nel commercio (in borsa e fuori borsa) di titoli quotati (56). Il legislatore ritenne, comunque, di dover intervenire per escludere espressamente l'applicabilità dell'eccezione di gioco ai differenziali di borsa. Ben presto fu chiaro che il problema affrontato dal legislatore era in realtà un falso problema, originato più che altro dal citato meccanismo di liquidazione differenziale, mentre i due contratti di compravendita (che compongono la c.d. operazione differenziale) restano autonomi, quand'anche stipulati tra le medesime parti.

Secondo la recente dottrina (57) questi brevi riferimenti aiutano ad intendere il ruolo dell'art. 23 della l. n. 1 del 1991. Da un lato la possibile natura di contratti differenziali di alcuni contratti derivati, quali i *futures* e le opzioni sugli indici, dall'altro la considerazione che nei mercati regolamentati la liquidazione per differenze di alcuni contratti derivati (che non sono necessariamente contratti differenziali) è la norma, hanno consigliato al legislatore di prendere posizione sul tema dell'inapplicabilità dell'eccezione di gioco per i contratti derivati.

Il quarto comma dell'articolo 23 cit., pertanto, non deve essere letto come una spia della presenza nel nostro sistema di un orientamento ostile ai contratti differenziali, quando gli stessi siano stipulati al di fuori di mercati regolamentati. I precedenti della legislazione di borsa, infatti, dimostrano al contrario che le disposizioni analoghe a quella dell'art. 23 cit. furono introdotte per risolvere mere situazioni di dubbio, originate in verità da falsi problemi, capaci tuttavia di rendere insicure le negoziazioni di borsa.

Nel condividere le considerazioni sopra svolte si aggiunge che l'art. 23 cit., avendo una portata dichiarativa assai limitata, dovrebbe avere scarso peso nell'analisi mirante a determinare la natura commutativa o aleatoria degli *swap*s. *In primis* la norma riguarda numerose fattispecie che rappresentano contratti tipici ed atipici diversi fra loro, alcuni dei quali senz'altro non aleatori (nemmeno per volontà delle parti) e per i quali, quindi, il problema della applicabilità dell'art. 1933 c.c. non si pone affatto. La norma, inoltre, va intesa nel contesto della l. n. 1 del 1991, la quale ha l'intento di assicurare la più ampia trasparenza e la vigilanza sull'attività di intermediazione mobiliare, anche mediante l'imposizione della regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. La legge ha una portata così ampia da ricomprendere anche i contratti non suscettibili di negoziazione nei mercati regolamentati (art. 1, secondo comma). Apparirebbe contrario alla *ratio legis* sostenere che il legislatore ha introdotto una discriminazione tra contratti identici sulla base del fatto di essere conclusi in mercati regolamentati o al di fuori degli stessi (58). *In secundis*, stabilito il valore dichiarativo

---

(56) Vi è chi ha sottolineato che non si trattava di norme dirette a fattispecie sconosciute nel mercato dato che il meccanismo del pagamento di una somma di denaro pari alla differenza tra prezzo pattuito in sede di stipulazione del contratto e prezzo alla scadenza era in uso nella borsa cereali per la contrattazione dei frumenti e nella borsa merci per la contrattazione dei bozzoli e delle sete, dei vini e delle sete italiane ed asiatiche. Con tale interpretazione si elimina l'inconveniente di attribuire al legislatore la stranezza di aver dettato una disciplina speciale di atti commerciali mai esistiti. Con questo argomentare — supportato dagli artt. 47, 34 e 43 della l. 20 marzo 1913, n. 272 interpretati in forma coordinata e nella necessaria prospettiva storica — i contratti differenziali semplici su titoli e valori sono pienamente efficaci. Più diffusamente si veda Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano, *I contratti* futures. *Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, 1988, 112 ss.

(57) Ferrarini, (nt. 35), 37.

(58) Rossi, *Profili giuridici*, (nt. 25), 616 ss. sottolinea — nel contesto di una interpretazione rigida dell'art. 23 cit. — l'incongruità della norma nella parte in cui non offre piena tutela ai contratti di *swap*.

della norma in esame e, quindi, che l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti uniformi *non* dipende da questa norma (bensì da principi generali che la norma richiama), si può sostenere semmai che l'esistenza dell'art. 23 cit. non può essere utilizzata per sostenere *a contrariis* che l'eccezione di gioco sia applicabile ai contratti non uniformi regolati fuori borsa (59) (60).

L'art. 23 cit. è stato abrogato con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ed il quarto comma sopra commentato è stato sostituito dal quarto comma dell'art. 18 del citato decreto, che stabilisce che ai contratti *futures* su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, ai contratti di scambio a pronti e a termine su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari, a contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci, e ai relativi indici, ai contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti finanziari, nonché ai contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici (tutti contratti che rientrano nella definizione — data dallo stesso decreto — di *strumenti finanziari*, insieme alle azioni, obbligazioni, quote di organismi di investimento collettivo ecc.) stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento non si applica l'art. 1933 c.c.

L'art. 18 cit. è stato in seguito a sua volta abrogato dal t.u.f. che ha "sostituito" il quarto comma dell'articolo citato con il quinto comma dell'art. 23 il quale recita che "nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera *a*), non si applica l'articolo 1933 del codice civile".

Le novelle sono di notevole importanza: oltre a confermare *ex post* la sopra esposta tesi interpretativa del quarto comma dell'art. 23, l. n. 1 del 1991, confermano la non applicabilità dell'eccezione di gioco a tutti i contratti indicati *indipendentemente* dal fatto che siano negoziati su mercati regolamentati o meno (61) e dal fatto che si tratti di contratti uniformi o meno.

Le nuove norme succedutesi nel recente passato (art. 23, l. 2 gennaio 1991, n. 1; art. 18, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415; art. 23, t.u.f.) possono collocarsi nello stesso solco storico tracciato in materia di contratti differenziali sopra descritto e volto ad eliminare ogni dubbio circa l'efficacia dei contratti in esame. La portata dichiarativa della norma (62) è confermata dal

---

(59) A conclusioni diverse giunge Perrone, (nt. 24), 82, secondo il quale le *swap transactions* concluse con finalità speculative non sono protette dall'art. 23 cit. e sono, quindi, soggette all'art. 1933 c.c. in quanto manca l'uniformità del modello negoziale e la libera trasferibilità del contratto. Sembra, peraltro, lasciare qualche perplessità il fatto che l'Autore affermi da un lato che l'art. 23 va interpretato in modo tale che la non assoggettabilità all'eccezione di gioco sia riferibile anche ai contratti derivati oggetto delle negoziazioni uniformi a termine e dall'altro che questa interpretazione valga soltanto nei limiti in cui questi contratti possono formare oggetto di mercato secondario. D'altronde lo stesso Autore critica l'opinione di chi (Coltro Campi, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, UTET, 1991, 131) limita l'applicabilità dell'art. 23, quarto comma, alle sole convenzioni concluse nell'ambito del mercato regolamentato, sostenendo, in maniera convincente, che, tra l'altro, la possibilità di estendere la disposizione anche a contratti conclusi all'esterno di un mercato regolamentato risulta confermata dal combinato disposto dell'art. 5, comma secondo, r.d.l. 4 maggio 1925, n. 601, e dall'art. 1, r.d. 30 dicembre 1923, n. 3278, che esenta dall'eccezione di gioco anche i contratti conclusi fuori mercato ufficiale o senza l'intervento di agenti di cambio. Non si comprende la *ratio* di un diverso trattamento basato sull'assenza o presenza di un mercato secondario affinché l'eccezione di gioco non vada applicata alla fattispecie *de qua*.

(60) Bochicchio, (nt. 25), 593, argomenta in maniera convincente che la non applicabilità della eccezione di gioco di cui all'art. 1933 c.c. vale per tutti i contratti derivati, siano essi ammessi o no alla negoziazione su mercati regolamentati.

(61) Vi è da notare un precedente giurisprudenziale contrario emesso prima della nuova normativa: il Tribunale di Milano ha ritenuto non applicabile allo *swap* l'art. 23, l. 2 gennaio 1991, n. 1 in quanto ha ritenuto che esso concerna soltanto la disciplina delle negoziazioni di contratti uniformi a termine nell'ambito di mercati regolamentati (Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 79).

(62) Al proposito è significativo il contenuto della relazione al d.lgs. n. 415, *sub* art. 18: "*al fine di attribuire certezza all'utilizzo di tale strumento da parte degli intermediari e clienti viene precisato*

fatto che diversi contratti a cui si riferisce sono chiaramente contratti commutativi, per i quali non vi sarebbe bisogno di affermare per legge la non applicabilità dell'art. 1933 o, meglio, per i quali la non applicabilità dell'art. 1933 non dipende dall'art. 23 t.u.f. in esame, bensì dalla natura del contratto (63).

Il fatto che la non applicabilità dell'eccezione di gioco sia stabilita per i contratti *stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio o di una attività di investimento* non significa, *a contrariis*, che gli stessi contratti stipulati *al di fuori* dell'ambito della prestazione di un servizio o attività di investimento siano soggetti all'art. 1933. Se così fosse, bisognerebbe sostenere che contratti chiaramente commutativi stipulati al di fuori del citato ambito sarebbero soggetti all'eccezione di gioco, il che appare inaccettabile.

Sgomberato il campo di esame dalla presenza dell'art. 23 t.u.f. (nel senso che esso ha natura dichiarativa nel caso dei contratti in esame), l'inapplicabilità della eccezione di gioco agli *interest rate swap* discende direttamente dall'analisi della natura del contratto, che abbiamo visto essere commutativa e che non presenta — se non ad una superficiale analisi — la struttura e la funzione della scommessa (64).

Questa conclusione risulta importante in quanto l'art. 23 t.u.f. non si applica ai contratti di *swap* conclusi al di fuori dei servizi e attività di investimento (rientrando in tale ambito i contratti di *swap* di cui una delle parti è una impresa di investimento o una banca) (65). La norma citata non solleva peraltro l'interprete dalla ricerca della risposta sopra elaborata circa la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti di *swap* conclusi tra privati.

Non sarà, pertanto, necessario ricorrere alla determinazione dei motivi di *entrambe* le parti per stabilire se l'eccezione di gioco vada applicata o meno ai contratti di *swap* conclusi al di fuori dei servizi e attività di investimento. Sostenere il contrario significherebbe introdurre, come è stato rilevato (66), un elemento di incertezza nei mercati di dimensioni tali da minacciarne l'ordinata esistenza. Se la questione della piena tutela andasse risolta di volta in volta in base alla analisi dei bisogni soddisfatti con la possibilità di disconoscimento qualora lo *swap* non svolgesse una funzione di copertura di rischi preesistenti significherebbe, tra l'altro, spingere il nostro Paese verso il terzo mondo della finanza internazionale con la conseguenza che le parti prediligerebbero la scelta di diritto straniero per regolare i rapporti di questo tipo grazie alle maggiori certezze offerte da altri ordinamenti in siffatta materia.

Prescindendo dalle considerazioni appena svolte si può concludere che, coerentemente con l'accertata natura commutativa della fattispecie in esame, l'ordinamento offre *a priori* piena tutela alle parti, grazie alla funzione tipica che il contratto soddisfa (e ciò a prescindere dal quinto comma dell'art. 23, t.u.f.) (67).

---

che a tutti i contratti della specie stipulati nell'ambito della prestazione di servizi di investimento non si applica l'eccezione di gioco di cui all'art. 1933 c.c.".

(63) Nello stesso senso Capaldo, (nt. 5), 73; Perassi, *Commento all'art. 18*, in *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, Cedam, 1997, 156.

(64) Esclude l'applicabilità dell'art. 1933 anche Preite, (nt. 49), 35; Capaldo, *Contratto di* swap *e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 597; Agostinelli, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 112 ss.

(65) È stato evidenziato che l'art. 23 t.u.f. non risolve il problema generale dei rapporti fra strumenti derivati ed eccezione di gioco, lasciando aperta, ad esempio, la questione dell'opponibilità dell'eccezione di gioco in relazione ai contratti derivati non conclusi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento e, tra questi, in particolare quelli per i quali entrambe le parti hanno intento speculativo (Costi, Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. VIII, Padova, Cedam, 2004, 365 ss.).

(66) Ferrarini, (nt. 35), 39.

(67) È stato acutamente osservato che l'interpretazione dell'art. 23 t.u.f. nel senso che al contratto derivato concluso tra operatori non professionisti si applica l'eccezione di gioco potrebbe spiegarsi, ma non giustificarsi, come un tentativo di ritagliare una cornice di norme più favorevole alle operazioni compiute con l'intervento degli intermediari autorizzati al fine di incentivare il ricorso ai relativi servizi. Inoltre, è stata evidenziata la mancanza di una *ratio distinguendi* tra le ipotesi di

5. *Il contratto di opzione sui tassi di interessi e natura giuridica.* — La seconda fattispecie esaminata dalla Corte di Appello di Milano nella sentenza che si commenta è una *interest rate option.* La struttura e l'essenza delle obbligazioni contrattuali non sono state comprese tant'è che ogni riferimento a questo contratto da parte della Corte è sempre stato ad un "*interest rate swap*".

La fattispecie concreta è sostanzialmente, intrinsecamente e profondamente diversa dallo *swap* di pagamenti che prima abbiamo visto (contratto a causa di scambio — non di scommessa —, commutativo non aleatorio, non differenziale).

Le diverse fattispecie di opzioni sul tasso di interesse in uso nei mercati finanziari, 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* (68).

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 (... *omissis...*) (art. 1882 c.c.).

Nell'opzione appare, però, irrilevante l'esistenza di una effettiva posizione da proteggere in capo al compratore. Infatti, l'esistenza di una 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

---

intervento di un intermediario autorizzato e quella di intervento da parte di un soggetto non autorizzato. Non è chiaro perché l'intervento, ad esempio, in qualità di mediatore di un intermediario autorizzato dovrebbe avere una qualche valenza nobilitante su di un contratto di cui sia pacifica la valenza meramente speculativa per entrambe le parti (Costi, Enriques, (nt. 65), 365 ss., note 154 e 157).

(68) In dottrina si sono occupati di questa fattispecie Abrami, *Gli strumenti finanziari e creditizi innovativi*, Padova, Cedam, 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. int.*, 1993, 873; Id., *I contratti derivati finanziari*, (nt. 5), 321 ss.; Chiomenti, *I contratti* cap, floor *e* collar*: contratti di somministrazione 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, Milano, Edibank, 1993, 119; Corti, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 125; Fantozzi, *Note minime sul trattamento fiscale di* options, caps, floors *e* collars, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, 547; Ferrarini, (nt. 35), 27; Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 629-648; Girino, (nt. 35); Irrera, voce *Options e futures*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, X, Torino, UTET, 1994, 366; Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, UTET, 2000, 301 ss.; Mori, (nt. 5), 73 ss.; Petrella, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, Egea, 1997; Preite, (nt. 49), 26; Id., (nt. 42), 171; Vecchio, *Contabilizzazione e regime contabile delle* options, in *Corr. trib.*, 1991, n. 50, 3721; Id., *Il contratto di* interest rate cap, in *Corr. trib.*, 1991, n. 36, 2666; Vecchio, Vitali, *Profili civilistici e fiscali delle* options, in *Boll. trib.*, 1990, n. 13, 965. Concordano con la definizione del contratto descritta nel testo Ferrarini, (nt. 35), 35; Clarizia, *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I contratti derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, Edibank, 1993, 121; Corti, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, Edibank, 1993, 128 ss.

rischio, dietro corrispettivo di un premio, dall'assicurato all'assicuratore, la causa del contratto di opzione è l'*assunzione* del rischio 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 (artt. 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 (69).

L'opzione si distingue anche dalla scommessa per diversi motivi (70).

L'esito della scommessa può dipendere, oltre che da un evento futuro e incerto, da un evento passato, mentre l'opzione non può che far riferimento ad un evento futuro e incerto.

La scommessa può avere come oggetto una unica posta che le parti si obbligano reciprocamente a pagare (in altre parole le obbligazioni che le parti assumono sono uguali), mentre nell'opzione le obbligazioni che le parti assumono sono sempre diverse: il compratore si obbliga a pagare il premio e il venditore a sopportare il rischio della variazione dei tassi di interesse e da questo evento può scaturire l'obbligo di pagare una somma, il cui ammontare è determinabile *ex post.* In genere nella scommessa la prestazione di entrambe le parti consiste in un *pati* (bilateralità dell'alea), nel sopportare cioè il rischio dell'eventuale perdita (71), mentre nell'opzione soltanto il venditore sopporta il rischio della perdita.

L'opzione può apparire simile alla scommessa nella quale una parte, acquistando un biglietto o facendo una puntata, può ottenere una vincita cospicua di gran lunga superiore al valore economico del biglietto o della puntata. Anche in questo caso entrambe le parti sopportano il rischio della perdita, sebbene la relativa entità sia diversa per ogni parte. La distinzione risiede nella diversa causa delle fattispecie in esame.

La scommessa consiste nella promessa (reciproca) di una prestazione patrimoniale fondata non su una causa meritevole di tutela, ma sulla sorte cioè sulla sfortuna altrui (72) e può essere fatta per ragione di gioco (*causa ludica*) o per ragione di contrasto di opposti pareri: *la causa è la sfida.* La causa della scommessa comprende *anche* l'elemento di lucro, ma determinante è che il lucro è messo in palio solo per sfida in base alla sorte o a un determinato gioco o alla affermazione sulla verità di un fatto (73). L'elemento di lucro nella scommessa non fa venir meno, assorbendola, la causa principale, che sta nella creazione artificiale dell'alea per sfida e nell'affidare l'esito alla sorte (74).

La causa dell'opzione consiste, invece, nella assunzione del rischio (della variabilità dei tassi) per fine di lucro. Quest'ultimo, infatti, guida entrambe le parti: il venditore dell'opzione, nel fissare l'ammontare del premio in funzione delle possibilità di perdita, mira ad incamerare il premio senza subire esborsi (o esborsi inferiori al premio); il compratore mira ad ottenere una

---

(69) Non appare condivisibile l'opinione espressa dal Servizio Studi della Banca d'Italia in *La tassazione e i mercati finanziari*, 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 si veda Vecchio, *Il contratto di interest rate cap*, (nt. 68), 2667. Respingono la natura assicurativa Inzitari, (nt. 35), 597; Cavallo Borgia, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impr.*, 1988, 393.

(70) Nel senso che i *cap, floor*, ecc. non siano assimilabili alla scommessa cfr. Preite, (nt. 42), 171-182.

(71) Secondo un'opinione minoritaria la reciprocità dell'assunzione del rischio non è essenziale in quanto è concepibile anche la scommessa gratuita: scommetto cento contro nulla. In questo senso Funaioli, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, Torino, UTET, 1956, 59; D'Amelio, *Del giuoco e della scommessa*, in *Codice civile, commentario diretto da D'Amelio e Finzi*, II, Firenze, Laterza, 1949, 360, nota 2. La maggiore dottrina sostiene l'essenzialità dell'alea bilaterale in difetto della quale il contratto sarebbe nullo. V. per tutti Valsecchi, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo, vol. XXXVII, tomo 2, Milano, Giuffrè, 1986, 38.

(72) Funaioli, (nt. 71), 46.

(73) Funaioli, (nt. 71), 45.

(74) Funaioli, (nt. 71), 50.

somma di denaro superiore al premio pagato. Naturalmente entrambe le parti non possono veder soddisfatto contemporaneamente il proprio fine, in quanto il profitto di una parte corrisponde alla perdita dell'altra. Il fatto che il compratore possa essere esposto al rischio di variazione dei tassi di interesse — avendo un credito o un debito a tassi variabili — o voglia semplicemente speculare sulla variabilità dei tassi al fine di trarne profitto, non rileva ai fini della definizione della causa dell'opzione. Questi elementi psicologici rientrano nel motivo per cui una parte conclude un contratto di opzione e non fanno parte della causa tipica della fattispecie.

Inoltre, l'eventuale motivo speculativo di uno dei contraenti non basterebbe a qualificare il contratto come scommessa, essendo necessario in tal senso che esso permei la fattispecie e, quindi, sia comune ad entrambe le parti. Ma si dà il caso che normalmente l'operatore finanziario professionale pone in atto operazioni di copertura per le opzioni che vende alla clientela, la quale può essere motivata da intento speculativo.

Più che una diversità di struttura tra le ipotesi in esame, è la diversità dell'*animus* che distingue le fattispecie: la causa di sfida della scommessa si contrappone a quella di lucro dell'opzione. La prima, pur avendo un fine di lucro intimamente legato alla sfida e un contenuto economico, è considerata atto essenzialmente improduttivo economicamente e perciò non meritevole di piena e incondizionata tutela giuridica. Al contrario nell'opzione manca la leggerezza caratteristica di chi punta sui cavalli o sulla contraddizione della parola altrui, essendo l'interesse economico proprio del negozio — il lucro — meritevole di piena tutela giuridica. Il problema della applicabilità o meno dell'art. 1933 c.c. all'opzione non dovrebbe porsi.

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

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 grava l'obbligazione di pagare una differenza (75).

Il contratto di opzione ricorda, sebbene da questa rimanga distinto, la *emptio spei* (76). 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 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

---

(75) In senso contrario Preite, (nt. 42), 174, nota 10, 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, (nt. 35), 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.

(76) La stessa similitudine è stata colta da Preite, (nt. 49), 36 e (nt. 42), 184.

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*, *future rate agreement - fra* 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. (77). 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 rinunzia 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 interessi.

Da notarsi che l'opzione che ci occupa non rientra nella definizione data dalla lettera *g*), dell'art. 49 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991, che recita "si intende per opzione negoziabile il contratto derivato standardizzato che attribuisce ad una delle controparti, dietro pagamento di un corrispettivo detto premio, la *facoltà* (corsivo del redattore) di acquistare o vendere determinate attività finanziarie ad un certo prezzo entro un dato termine o alla scadenza di esso.

Il contratto di opzione sul tasso di interesse è stato anche assimilato al contratto di somministrazione di denaro (78). Secondo tale ricostruzione le prestazioni contrattuali sono legate da un nesso commutativo, poiché lo scambio si pone fra una somma di denaro come prezzo (il premio) e altre somme di denaro. Non sembra potersi condividere tale impostazione in quanto, *in primis*, il premio non si pone come prezzo della merce (denaro) che l'acquirente dell'opzione acquista: infatti, la prestazione di consegnare la merce può anche mancare del tutto e, comunque, anche *ex ante* il premio non rappresenta l'attualizzazione delle eventuali prestazioni future (79); *in secundis* lo scambio non avviene tra un premio e altre somme di

---

(77) Nello stesso senso Clarizia, *op. cit.*, 121; Corti, *op. cit.*, 131; Vecchio, Vitali, (nt. 68), 965, Irrera, (nt. 68), 366; Girino, (nt. 35), 87 ss.

(78) Chiomenti, (nt. 68), 379; aderisce a questa tesi (nt. 42 e 48) nelle opere citate Ferrero, *Profili civilistici su nuovi strumenti finanziari*, 415. Critica tale tesi il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di milano, *I contratti futures. Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, 1988, 88.

(79) Non appare condivisibile l'affermazione di Preite, (nt. 49), 39 che considera il premio come un compenso pari all'applicazione al debito del tasso di interesse che le parti prevedono sarà

denaro, bensì tra il premio e *la speranza* di ricevere altre somme di denaro. In altre parole la assimilazione dell'opzione al contratto di somministrazione perde di vista l'aspetto essenziale della causa della fattispecie: l'aleatorietà.

6. (Segue): *atipicità e aleatorietà del contratto di opzione sui tassi di interesse.* — A questo punto si può tentare di determinare se il contratto di opzione sul tasso di interesse sia riconducibile ad un contratto nominato oppure concreti una ipotesi di contratto atipico e, in questo caso, se esso sia meritevole di tutela giuridica.

In precedenza abbiamo visto che non può essere considerato un contratto di assicurazione in quanto questo presuppone necessariamente — a pena di nullità — l'esistenza di un rischio che viene trasferito all'assicuratore (causa di trasferimento del rischio). La variazione di tale rischio dà adito a mutamenti nel rapporto tra assicuratore e assicurato. Nell'opzione, invece, la causa consiste nell'assunzione di un rischio (di variazione del tasso di interesse) che non deve necessariamente preesistere in capo al compratore dell'opzione. Le variazioni del rischio sono ininfluenti sul rapporto contrattuale (nel senso che, pur determinando il *quantum* delle prestazioni, non possono alterare il sinallagma).

Si distingue, inoltre, dalla scommessa 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 e 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 nella assunzione del rischio (di variazione del tasso di interesse) verso il corrispettivo di un premio.

La fattispecie in esame si differenzia dal negozio condizionato (in quanto il contratto è immediatamente efficace), dal contratto differenziale (in quanto non esiste una prestazione futura di entrambe le parti), dalla *emptio spei* e dalla opzione *ex* art. 1331 c.c. per i motivi poc'anzi descritti. Alla luce di quanto sopra sembra che il contratto in esame non sia riconducibile a nessuna fattispecie tipica e che, pertanto, concreti una ipotesi di contratto innominato (80).

Si tratta ora di determinare se sia esso diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

Secondo la prevalente dottrina (81) l'indagine sulla meritevolezza degli interessi si svolge non solo in senso negativo, cioè accertando che il contratto non è contrario alla legge, all'ordine pubblico ed al buon costume, ma anche verificando che soddisfa un interesse meritevole di tutela (82).

Per quanto riguarda l'opzione in esame, da un lato sembra potersi escludere che il contratto realizzi interessi privi di rilevanza giuridica, quali quelli ludici o di sfida, di didattica, e dall'altro sembra potersi affermare che esso non consegua interessi contrari a specifici divieti o a principi generali dell'ordinamento.

La causa dell'opzione è lo scambio del premio con l'assunzione del rischio di variazione

---

applicato alle scadenze pattuite. Il calcolo del premio tiene conto di numerosi elementi, tra i quali anche quello indicato da Preite. L'elemento che caratterizza il premio è la volatilità che ipotizza — in base al calcolo statistico delle probabilità — quello che dovrebbe accadere in futuro, in maniera non dissimile da quanto fa l'assicuratore nello stimare il valore del premio. In maniera non dissimile da Preite argomenta Ferrero, (nt. 78), 415.

(80) Nello stesso senso Vecchio, *Il contratto di* interest rate cap, (nt. 68).

(81) Vedi Bianca, *Diritto civile.* 3. *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 1987, 432; Messineo, *Il contratto in genere,* in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, n. XXI, toma I, Milano, Giuffrè, 1973, 681 ss.; Cataudella, *I contratti*, Torino, Giapichelli, 1994, 45. In senso contrario Ferri, (nt. 8), 406 ss., che assimila il concetto di meritevolezza con quello di liceità.

(82) Il giudizio sulla meritevolezza dell'interesse non può prescindere dalla scelta costituzionale nel senso che l'iniziativa privata è libera ma non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana (Bianca, (nt. 81), 432).

del tasso, scambio che risulta meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o *emptio spei.*

Il requisito delle meritevolezza, inoltre, si deve ritenere implicito e positivamente risolto dall'ordinamento giuridico che li ha previsti in diversi provvedimenti legislativi (83).

Ammettendo la meritevolezza di tutela del contratto di opzione ne consegue l'applicabilità delle norme generali sul contratto (art. 1323 c.c.). Pertanto, a mò di esempio, troveranno applicazione le norme sulla interpretazione del contratto (artt. 1362-1371 c.c.), sulla responsabilità precontrattuale (art. 1337 c.c.), sull'integrazione del contenuto del contratto in base agli usi (art. 1340 c.c.), sulla nullità (artt. 1418-1424 c.c.), annullabilità (artt. 1425-1446 c.c.) e risoluzione (artt. 1453-1469 c.c.).

Oggetto del contratto è il rischio di variazione del tasso di interesse in senso sfavorevole al venditore dell'opzione. La variazione in senso a lui favorevole non comporta alcun beneficio se non la possibilità di incamerare il premio senza dover effettuare esborsi. Questa considerazione, unitamente a quanto detto in tema di causa contrattuale, porta ad escludere che si tratti di un contratto a causa commutativa (84).

L'obbligazione fondamentale del venditore consiste in un *pati*, nel dover sopportare, cioè, il rischio di un movimento a lui sfavorevole del tasso di interesse. Il contratto in esame è aleatorio in quanto il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto del contratto, nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi se non in funzione del rischio (85). In questa fattispecie, infatti, non è noto né certo il rapporto tra l'entità del vantaggio del venditore (premio) e l'entità del rischio cui si espone contraendo, quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma l'esistenza stessa delle prestazioni (86).

Né si potrebbe sostenere che l'opzione rappresenta una fattispecie ad alea economica normalmente illimitata: questa dipende dall'esistenza del termine che rende aleatorie le prestazioni, mentre nell'opzione l'aleatorietà non dipende soltanto dal differimento, bensì e soprattutto dall'oggetto stesso dello scambio: premio contro speranza. Valgono le stesse argomentazioni per le quali la compravendita a termine rimane commutativa, sebbene ad alea illimitata, mentre la *emptio spei* è considerata aleatoria.

Il premio è elemento essenziale della fattispecie costituendo la controprestazione del compratore per l'assunzione del rischio da parte del venditore dell'opzione (87). L'ammontare del premio non necessariamente deve essere determinato al momento della conclusione del contratto, come accade nella normalità dei casi. Può essere, infatti, determinato in un momento successivo. Il momento del pagamento del premio è lasciato alla libera determinazione delle parti. Nella prassi commerciale viene normalmente pagato subito dopo la conclusione del contratto, ma è possibile concordare termini diversi (ad esempio, pagamento a rate).

---

(83) Perrini, *I contratti di* swap *nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 87.

(84) In senso conforme Preite, (nt. 42), 184. In senso contrario Chiomenti, *I contratti* cap, floor *e* collar*: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 375-380, il quale, pur sottolineando che il tasso di interesse non è oggetto del contratto, ma è il criterio assunto per determinare le prestazioni delle parti, non dà il giusto peso all'elemento rischio che in realtà domina la fattispecie contrattuale. L'Autore considera la fattispecie come una compravendita, *rectius* una somministrazione di denaro dato che esiste uno scambio di premio contro altre somme di denaro. In via ipotetica ammettendo anche che si tratti di compravendita, questa dovrebbe essere riconducibile alla *emptio spei*, e pertanto l'aleatorietà del contratto andrebbe confermata.

(85) Boselli, (nt. 18), 472; Id., *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, UTET, 1952; Messineo, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, vol. XXI, tomo I, Milano, Giuffrè, 1968, 774.

(86) Pino, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, Cedam, 1952, 72; Rotondi, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Casa Editrice Ambrosiana, 1942, 341.

(87) In teoria è concepibile anche una opzione gratuita nella quale cioè il venditore — con *animus donandi* — non riceve alcun compenso per l'assunzione del rischio.

7. *I prototipi dei contratti derivati finanziari.* — È noto che non esiste dal punto di vista giuridico un "contratto derivato" in quanto tale.

Esistono bensì numerose fattispecie, tutte appartenenti alla categoria finanziaria dei contratti derivati, che sono però riconducibili giuridicamente a diversi contratti tipici o atipici. Questi non sono riducibili ad una singola definizione o fattispecie giuridica. Più precisamente 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.

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, commutativo 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 (*interest rate swap* e *interest rate and currency swap*), i *total rate of return swap* tra i derivati di credito, 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*), i *fra* o *forward rate agreements*, i *financial futures* su indici, 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). Si ricordi anche che lo *swap* domestico, tra l'altro, nasce proprio 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*), i *commodity call, put* e *collar* tra i contratti derivati su merci, 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 option* 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, 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, le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, i *credit spread options.*

Si noti 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 option*, 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.

Quanto sopra ci offre un quadro della categoria economica e finanziaria dei c.d. contratti derivati finanziari, che si attuano attraverso diverse fattispecie giuridiche riconducibili a cinque prototipi.

A questo punto della trattazione possiamo affrontare la definizione normativa di strumenti finanziari derivati contenuta nel secondo comma dell'art. 1, t.u.f.

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*) dalla evoluzione stessa della definizione che è passata dalla descrizione sintetica del 1991 dei principali contratti derivati per arrivare alla articolata novella del 2007; *b*) dalla presenza di fattispecie residuali nella 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*) dalla interpretazione sistematica del t.u.f. che prevede un meccanismo di normazione secondaria attuato attraverso regolamenti ministeriali idonei ad integrare la definizione contenuta nella legge ordinaria. Ci si riferisce al quinto comma dell'art. 18 t.u.f. il quale recita 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*"; *d*) dalla normativa europea — artt. 38 e 39 del Regolamento della Commissione Europea 10 agosto 2006, n. 1287 — 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 usata dal legislatore per definire gli strumenti finanziari derivati, al di là dell'apparire tautologica e ridondante ([88]), ha il pregio di creare una definizione 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. *h*), uno *swap* (lett. *d*, quale *swap* o quale altro contratto derivato connesso a valori mobiliari ([89]) o a misure finanziarie ([90])) e un contratto differenziale (lett. *i*).

Risulta indifferente attraverso quale criterio o lettera del primo comma dell'art. 1 t.u.f. una fattispecie di contratto derivato finanziario sia riconducibile alla definizione di "strumenti finanziari 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 t.u.f., 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 ([91]) 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 lettere *e*), *f*) e *g*) della definizione legislativa e cioè: *a*) la liquidazione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti, *b*) sono trattati in un mercato regolamentato o equipollente, *c*) sono compensati 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 finanziarietà 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 finanziarietà.

([88]) Barcellona descrive la norma in esame come "scriteriata" (*Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2012, I, 541).

([89]) Si pensi ad un *credit spread swap* tra titoli di stato italiani e tedeschi, che sono chiaramente valori mobiliari.

([90]) Si pensi ad un *credit spread swap* riferito al margine del debito Fiat a 5 anni o al relativo *credit default swap.*

([91]) Evidenzia correttamente questo concetto Barcellona, (nt. 88), 541.

Sebbene a "maglie strette" la definizione non comprende tutti i contratti derivati che si utilizzano nei mercati finanziari (ad esempio diversi contratti derivati su merci).

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.

8. *Conclusioni.* — La sentenza della Corte di Appello di Milano in esame presenta, come visto, diversi punti di criticità.

La Corte si riferisce ripetutamente "*ai due contratti di* interest rate swap", ma in realtà uno di essi non lo è.

Il lungo *excursus* si è reso necessario per dimostrare che le due fattispecie oggetto della sentenza sono sostanzialmente diverse tra di loro non solo dal punto di vista finanziario ma anche dal punto di vista giuridico e non appare corretto condurre il ragionamento giuridico accumunandole all'interno di un non definito "*contratto derivato OTC*", che, si ripete, non appare essere un termine giuridicamente appropriato.

Infatti, i contratti derivati finanziari — espressione che individua ed accomuna dal punto di vista finanziario una categoria di fattispecie utilizzate nei mercati finanziari internazionali — sono assunti nel nostro ordinamento giuridico tramite la definizione di strumenti finanziari derivati. La ricerca di una definizione univoca che descriva la "fattispecie" dello strumento finanziario derivato è, come visto in precedenza, destinata all'insuccesso, in quanto non esiste "*una*" fattispecie giuridica a cui fare confluire tutti i diversi contratti derivati.

Esistono diverse fattispecie di contratti derivati finanziari riconducibili a cinque prototipi giuridici — alcuni tipici (compravendita a termine e contratto di opzione) ed altri atipici (v. sopra) — che rientrano nella elencazione — il comma 3 dell'art. 1, t.u.f. — con la quale il legislatore ha voluto individuare il perimetro del fenomeno finanziario. La conseguenza di essere inclusi in tale elenco è *a*) l'applicazione del regime di riserva legale per operare professionalmente nei confronti del pubblico e *b*) l'applicazione di un regime speciale a tutela del mercato e del cliente.

Il contratto di *interest rate swap* — che è sicuramente uno strumento finanziario derivato — concluso dalla banca con il cliente nel caso giudicato non presenta alcun elemento di scommessa e concreta uno standard *swap* di interessi a condizioni di mercato e con indubitabili finalità di copertura del rischio di crescita dei tassi variabili a breve presenti nel contratto di mutuo stipulato con la stessa banca, per lo stesso importo nozionale e per la stessa durata.

Oltre a non essere ravvisabile alcun elemento della scommessa, il contratto è a causa di scambio, commutativo e non aleatorio e dalla struttura stessa del contratto emerge che non è un contratto differenziale (contrariamente da quanto affermato dalla Corte meneghina) (92).

Maggiore perplessità fa sorgere l'affermazione, contenuta nella sentenza in esame, che l'assenza di scenari probabilistici incide sulla causa del contratto. Premesso che nessun operatore professionale è dotato di capacità divinatorie, inserire tra i requisiti di validità del contratto di *interest rate swap* un simile requisito significherebbe sradicare dal nostro sistema economico tale contratto annichilendo ogni possibilità concreta di negoziare una simile fattispecie. Tale obbligo non solo non è previsto da alcuna norma, ma non ha senso pratico e non ha precedenti nei mercati finanziari.

La seconda fattispecie oggetto della sentenza è un contratto di *interest rate option* con il quale la banca*, verso pagamento di un premio* (interessi calcolati all'*euribor* trimestrale su euro

(92) Vedi par. 3 *supra*, nota 41.

600.000), *si è obbligata a pagare al cliente una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento* (interessi calcolati all'*euribor* trimestrale più 0,35% su euro 600.000). Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio, probabilmente non compreso dal cliente, data l'elevata complessità finanziaria dell'opzione.

Inoltre, alla luce dei valori di mercato al tempo della conclusione del contratto, l'opzione è stata probabilmente prezzata in modo manifestamente non adeguato, ovviamente a sfavore del cliente.

Appare evidente che le due fattispecie avrebbero meritato un separato e diverso esame che avrebbe potuto portare a conclusioni non univoche. La prima — l'*interest rate swap* di copertura del mutuo — meritava di essere salvata, mentre la seconda — un contratto aleatorio, inutile per il cliente, mal prezzato e probabilmente mai spiegato al cliente — meritava di essere eliminata. Ma la strada scelta della Corte di Milano — scommessa — non solo appare una strada in salita e pericolosa per le implicazioni che può portare a livello sistemico, ma rappresenta un percorso molto meno difendibile rispetto agli altri rimedi offerti dall'ordinamento giuridico.

L'azione di annullamento per errore sulla natura o sull'oggetto del contratto oppure sull'identità dell'oggetto delle prestazione avrebbe potuto essere la strada per giungere all'annullamento del contratto.

A ciò si aggiunga la violazione di diverse norme: *a*) l'obbligo di comportamento diligente, corretto e trasparente previsto dalla lett. A dell'art. 21, t.u.f.; *b*) l'obbligo di informare adeguatamente il cliente previsto dalla lett. B dell'art. 21, t.u.f.; *c*) il titolo II del Regolamento Consob 16190 contenente le norme sulla adeguatezza e appropriatezza del contratto. La violazione delle citate norme comporta la risoluzione del contratto per inadempimento e il risarcimento del danno.

Infine, ma è forse la principale violazione che può emergere dalla fattispecie in esame, la banca con il secondo contratto ha disatteso il principio sancito dall'art. 1175 c.c. violando il dovere di lealtà e correttezza come requisito etico della condotta che costituisce uno dei cardini della disciplina legale delle obbligazioni e forma oggetto di un vero e proprio dovere giuridico, che viene violato non solo nel caso in cui una delle parti abbia agito con il proposito di recare pregiudizio all'altra, ma anche se il comportamento da essa tenuto non sia stato, comunque, improntato alla schiettezza, alla diligente correttezza ed al senso di solidarietà sociale che integrano appunto il contenuto della buona fede (93).

La vendita dell'*interest rate option* descritta in sentenza con quelle caratteristiche di prezzo e struttura all'attore non sofisticato del caso di specie appare *prima facie* concretare tale violazione.

Sarebbe stato meglio raggiungere lo stesso risultato — giusto, per quanto riguarda l'*interest rate option* — percorrendo strade più sicure senza ricorrere alla devastante ed apodittica ricostruzione della fattispecie come scommessa, tra l'altro applicata anche al commutativo *interest rate swap*.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

(93) Cass. n. 89 del 1966 e n. 1460 del 1973.