



# RUSH FINALE MAGISTRATURA ORDINARIA 2015

**Direttore Scientifico**

*Roberto Giovagnoli - Consigliere di Stato*

*Roma, 30 Giugno, 1 e 2 Luglio 2015*  
CARTE GEOGRAFICHE

**ITA Srl**

10121 Torino - Via Brofferio, 3 - Tel. (011) 56 11 426 / 56 24 402 / 54.04.97

Telefax (011) 53.01.40 - [www.itasoi.it](http://www.itasoi.it) e-mail: [ita@itasoi.it](mailto:ita@itasoi.it)

Cod. Fisc. - Part. IVA - Iscr. Reg. Impr. di Torino C.C.I.A.A. 01593590605 - R.E.A. 976163



## NATURA E CAUSA DEL CONTRATTO DI *INTEREST RATE SWAP*

di Gianluca Sardo<sup>(6)</sup>

App. Milano Sez. I, 18 settembre 2013

Trib. Torino Sez. I, 17 gennaio 2014

Trib. Torino Sez. I, 18 aprile 2014

D.Lgs. 24-02-1998, n. 58, art. 23

Il commento trae spunto da tre recenti sentenze in materia di *interest rate swap* e si propone di esaminare le seguenti questioni: i) la riconducibilità del contratto di *interest rate swap* alla categoria dei contratti aleatori; ii) la bilateralità dell'alea come requisito essenziale del contratto di *interest rate swap*; iii) le conseguenze, sul piano della validità del contratto, della stipulazione di un *interest rate swap* contraddistinto da alea unilaterale.

Sommario: Premessa - 1. I passaggi fondamentali delle tre sentenze in commento - 2. *Interest rate swap* = scommessa ? - 3. L'*interest rate swap* come contratto aleatorio. Riflessi sull'individuazione della causa e requisiti per la sua validità

### Premessa

Una banca concede un finanziamento a tasso variabile ad un cliente; la banca propone al cliente di proteggersi dai rischi relativi all'oscillazione dei tassi di interesse applicabili al finanziamento mediante la stipulazione di un derivato; il cliente beneficia in un primo periodo di alcuni flussi positivi, salvo poi subire pesanti perdite, di regola largamente superiori ai "guadagni" maturati precedentemente; il cliente cita in giudizio la banca, nel tentativo di "rientrare" in qualche modo dalle perdite subite: è questa la "vicenda tipo" che ricorre più di frequente nel contenzioso in materia di *interest rate swap*. Nel corso degli ultimi anni, la giurisprudenza si è più volte pronunciata sulle complesse problematiche sollevate dal contratto di *interest rate swap*<sup>(1)</sup> e dai derivati in generale: i limiti dell'efficacia della c.d. "dichiarazione di operatore qualificato" resa dal cliente<sup>(2)</sup>; il contenuto dei doveri informativi dell'intermediario finanziario<sup>(3)</sup>; la tipologia dei rimedi contrattuali esperibili dal cliente<sup>(4)</sup>; la natura degli importi pagati a titolo di *up front*<sup>(5)</sup>; le conseguenze della rinegoziazione dei contratti derivati mediante la risoluzione anticipata dello *swap* e la compensazione del saldo negativo con il pagamento di un *up front*<sup>(6)</sup>; il requisito della forma scritta per la validità del contratto<sup>(7)</sup>; l'ammissibilità di provvedimenti cautelari diretti ad ottenere la "sospensione" dell'efficacia del derivato, prima della sua naturale scadenza<sup>(8)</sup>; la sussistenza e la rilevanza sul piano civilistico del collegamento negoziale esistente tra l'*interest rate swap* ed il finanziamento<sup>(9)</sup>.

La sentenza della Corte d'Appello di Milano del 18 settembre 2013, pur avendo ad oggetto fatti riconducibili alla "vicenda tipo" sopra descritta e pur prendendo posizione su alcune delle suddette questioni, si segnala all'attenzione dell'interprete per il tentativo dare una collocazione sistematica al contratto di *interest rate swap* e di definirne la natura. Le due successive sentenze del Tribunale di Torino si pongono nella scia della suddetta pronuncia: con la prima, il Tribunale aderisce espressamente alla *ratio decidendi* seguita dalla Corte d'Appello; con la seconda, pur discostandosene, "accetta il contraddittorio" sulla tesi principale, per poi criticarla.

Il fatto che il Tribunale di Torino nelle due sentenze di gennaio ed aprile 2014 richiami espressamente la precedente sentenza della Corte d'Appello di Milano significa che siamo di fronte a tre voci diverse di uno stesso ideale dibattito "a distanza", che è interessante esaminare insieme.

### 1. I passaggi fondamentali delle tre sentenze in commento

1.1. Per decidere sulle domande formulate in giudizio da un cliente nei confronti della propria banca<sup>(10)</sup>, la Corte d'Appello di Milano avverte la necessità di definire preliminarmente «la natura giuridica del contratto derivato OTC»<sup>(11)</sup> e di «chiarire quali elementi appartengano alla causa del negozio»<sup>(12)</sup>. Adottata questa prospettiva, la Corte afferma che: i) il contratto di *interest rate swap* è una «scommessa legalmente autorizzata»; ii) «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»; iii) «l'oggetto del contratto *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee 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»; iv) «nei derivati *over the counter* l'intermediario è sempre controparte diretta del proprio cliente e "condivide" pertanto con esso l'alea contenuta nel contratto»; v) l'alea deve essere "razionale per entrambi gli scommettitori"; vi) l'alea è *razionale* quando «gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi sono definiti e conosciuti ex ante con certezza da entrambe le parti»; vii) se, al momento della conclusione del contratto, l'investitore non conosce il c.d. *mark to market*<sup>(13)</sup> e tale elemento non rientra "nel contenuto dell'accordo", l'alea non è *razionale* e il contratto di *interest rate swap* è nullo per mancanza di causa<sup>(14)</sup>.

Muovendo da questi assunti e rilevato che, nel caso sottoposto al suo esame, «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», la Corte d'Appello di Milano, in accoglimento delle domande formulate dagli appellanti incidentali, dichiara la nullità dei contratti in questione, rilevando che «la funzione di copertura del prodotto - pacificamente riconosciuta come causa "concreta" del contratto - appare fortemente dubbia».

1.2. Nella motivazione della sentenza del 17 gennaio 2014, il Tribunale di Torino esordisce definendo l'*interest rate swap* come un «contratto nominato, ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa (ovvero solo socialmente tipico), a termine, consensuale, oneroso e aleatorio, contraddistinto (...) dallo scambio a scadenze prefissate dei flussi di cassa prodotti dall'applicazione di diversi parametri ad uno stesso capitale di riferimento (c.d. nozionale)»<sup>(15)</sup>. Dopo aver dichiarato apertamente di condividere l'impostazione adottata della Corte d'Appello di Milano nella precedente sentenza del 18 settembre 2013, il Tribunale afferma che la funzione dell'*interest rate swap* «consiste nella copertura di un rischio mediante un contratto aleatorio, con la finalità di depotenziare le incertezze connesse ai costi dei finanziamenti oppure, in assenza di un rischio da cui cautelarsi, in una sorta di scommessa che due operatori contraggono in ordine all'andamento futuro dei tassi di interesse». Fatte queste premesse, il Tribunale osserva che se «all'intermediario sono imposti obblighi di informazione circa la natura, i rischi e le implicazioni dell'operazione, con riguardo alla negoziazione di prodotti derivati, tali obblighi devono tradursi anzitutto nella puntuale illustrazione al cliente dei meccanismi del prodotto, in maniera tale che, prima di sottoscrivere il contratto, il cliente sia correttamente informato sull'idoneità dello strumento finanziario a perseguire le finalità di copertura richieste e sui rischi rispettivamente assunti». «L'inosservanza dei predetti obblighi» - prosegue il Tribunale - «determina l'insussistenza della causa in concreto e quindi la nullità del contratto, in quanto incide sulla capacità della controparte di comprendere l'esatto significato dell'operazione economica che stava ponendo in essere». Poiché, stando a quanto accertato nel corso del giudizio, il cliente non era stato adeguatamente informato dalla banca «in ordine all'effettiva alea che entrambi i contraenti avevano assunto con la stipulazione dello *swap* oggetto di causa, non essendo stato indicati i rispettivi *mark to market*», il Tribunale dichiara la nullità dell'*interest rate swap* per mancanza di causa in concreto, poiché «ciò che rileva, in effetti, ai fini della valutazione della sussistenza della causa in concreto, non è tanto o solo lo squilibrio dell'alea rispettivamente assunta, quanto la consapevolezza del contraente debole del differente livello di rischio assunto dalle parti».

1.3. Con sentenza del 18 aprile 2014, il Tribunale di Torino - stessa Sezione, ma diverso Giudice - ritorna sull'argomento<sup>(16)</sup> ed afferma che «il contratto di *interest rate swap* è un contratto atipico, di natura aleatoria, caratterizzato dallo scambio a scadenze prefissate dei flussi di cassa prodotti dall'applicazione di diversi parametri ad uno stesso capitale di riferimento (nozionale)»<sup>(17)</sup>. In questa seconda pronuncia, il Tribunale stabilisce che l'*interest rate swap*, «se stipulato (come nel presente caso) da un imprenditore che intenda tutelarsi dalla oscillazione dei tassi in riferimento ad un mutuo a tassi variabili, ha una precisa logica che impedisce di ritenerlo privo di causa, ed è irrilevante che i tassi di riferimento stabiliti, in concreto, si siano rivelati lontani da quelli di mercato, rientrando ciò nell'alea tipica del contratto». Ciò premesso, il Tribunale ritiene di non conformarsi alle due precedenti sentenze qui in commento, entrambe espressamente richiamate nella motivazione, in quanto «solo laddove il contratto di IRS sia stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori della funzione legata all'attività imprenditoriale, risulta assimilabile alla scommessa», mentre «il contratto di IRS "puro e semplice" che ha la funzione di copertura di un rischio, trova la propria causa nello scambio di flussi corrispondente al differenziale che, nel tempo di esecuzione del contratto, si determina tra due tassi di interessi differenti e predefiniti, applicati a un capitale nozionale di riferimento e mira a equilibrare l'oscillazione dei tassi variabili relativi al contratto di mutuo connesso». Il Tribunale rigetta quindi la domanda di accertamento della nullità del contratto per mancanza di causa formulata dal cliente della banca, dopo aver precisato che «la variazione nel tempo dei tassi di interesse in modo sfavorevole al cliente non esclude l'originaria causa del contratto, tutto ciò rientrando nell'alea naturale dello stesso».

## **2. Interest rate swap = scommessa ?**

2.1. Il dibattito sulla assimilabilità degli *swap* alle scommesse non è inedito in giurisprudenza. Circa vent'anni fa, agli albori del contenzioso promosso dagli intermediari finanziari per il recupero dei differenziali maturati a loro favore, i clienti/debitori, per opporsi alle richieste di pagamento, avevano iniziato a qualificare gli *swap* come "scommesse", per poi poter sollevare la c.d. "eccezione di gioco" e quindi sostenere, sulla base di quanto previsto dall'art. 1933 c.c., la non azionabilità delle pretese creditorie avanzate nei loro confronti<sup>(18)</sup>. Come è noto, fatta eccezione per le primissime pronunce, in cui l'eccezione in questione era stata ritenuta applicabile agli *swap* conclusi per fini speculativi<sup>(19)</sup>, in giurisprudenza è andato poi consolidandosi un orientamento contrario<sup>(20)</sup>. La questione sembrava definitivamente chiusa con l'introduzione dell'art. 23, quinto comma, TUF, con il quale il Legislatore ha stabilito espressamente che «nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'art. 1933 del codice civile».

La sentenza della Corte d'Appello di Milano del 18 settembre 2013 riapre la discussione, ma in una prospettiva completamente diversa: l'indagine sulla validità degli *swap* sotto il profilo causale. Come si è visto, infatti, la Corte afferma che la causa degli *interest rate swap* consiste nella «creazione di alee reciproche e bilaterali»; e, nell'economia della motivazione, tale assunto ha la sua premessa logica nell'assimilazione degli *swap* alle scommesse. Come si è visto, anche il Tribunale di Torino, con la sentenza del 17 gennaio 2014 fa propria tale premessa, mentre con quella del 18 aprile 2014 lo stesso Tribunale afferma che c'è scommessa solamente nel caso in cui lo *swap* sia stato stipulato per fini speculativi.

2.2. La motivazione sviluppata dalla Corte d'Appello di Milano, è figlia di quella tesi dottrinale<sup>(21)</sup>, che vede nel disposto di cui all'art. 23, quinto comma, TUF una qualificazione legislativa "implicita" dei derivati come "scommesse autorizzate".

Secondo tale impostazione, «in tanto il richiamo dell'art. 23, comma 5 TUF, laddove esclude l'applicazione ai "derivati" della regola della "mancanza di azione", ha un significato, in quanto il legislatore muova dal presupposto che la natura giuridica del derivato potrebbe comportare l'applicazione di quel tratto di disciplina, il che significa che ha la natura giuridica di una scommessa»<sup>(22)</sup>. Se la causa del derivato è assimilabile a quella di una "scommessa autorizzata", l'oggetto del contratto di *swap* - afferma il principale esponente della tesi dottrinale in esame - è l'alea<sup>(23)</sup>, che, perché il contratto sia valido, deve essere necessariamente "razionale", vale a dire: assunta dal cliente/scommettitore sulla base della "raffigurazione" degli "scenari probabilistici scientificamente misurati" dall'intermediario finanziario al momento della "costruzione" del derivato<sup>(24)</sup>. Mancando tale valutazione "consapevole" - conclude l'Autore - la scommessa non è "razionale" e il contratto è nullo, in quanto, al momento della conclusione, il suo oggetto non è determinabile<sup>(25)</sup>.

Altra parte della dottrina contesta la sovrapposibilità dei derivati alle scommesse, rilevando che solo queste ultime - e non anche i derivati - sono contraddistinte da una "causa ludica"<sup>(26)</sup>.

L'assimilabilità alla scommessa è poi negata anche da quella parte della dottrina<sup>(27)</sup> che considera l'*interest rate swap* un contratto commutativo e non un contratto aleatorio<sup>(28)</sup>.

2.3. Se applicata alla categoria di *swap*<sup>(29)</sup> oggetto delle tre sentenze in commento (*interest rate swap* collegato ad un preesistente finanziamento), l'equazione "*swap* = scommessa" non convince.

Ora, è vero che, tanto nelle scommesse quanto negli *interest rate swap*, il vantaggio patrimoniale di una parte dipende dal verificarsi di un evento imprevedibile, estraneo alla sfera giuridica dei contraenti.

Tuttavia, nel gioco e nella scommessa, il vantaggio patrimoniale è subordinato al verificarsi di un rischio creato artificialmente dalle parti: «nessun rischio incombe sulle parti o su alcuna di esse prima ed indipendentemente dalla conclusione del contratto (...) l'evento, al cui verificarsi è subordinata la vincita o la perdita viene ad incidere sul patrimonio dei giuocatori solo in seguito alla conclusione del contratto e sono le stesse parti che subordinano al suo verificarsi il conseguimento di un determinato vantaggio patrimoniale per uno o alcuni partecipanti al giuoco»<sup>(30)</sup>.

Nel caso che ci occupa, invece, il rischio (la fluttuazione dei tassi di interesse) che determina il vantaggio patrimoniale non è creato artificialmente con la stipulazione dell'*interest rate swap*, ma preesiste ad esso, derivando dalla stipulazione tra le stesse parti del contratto di finanziamento<sup>(31)</sup>.

Tale circostanza porta ad escludere che gli *interest rate swap* "di copertura" possano essere equiparati alle scommesse<sup>(32)</sup>.

Detto questo, a me pare che, ai fini dell'individuazione della causa degli *interest rate swap* - siano essi di copertura o speculativi - il paragone con le scommesse sia in ogni caso un passaggio non necessario.

Nello sviluppare la tesi sulla *alea razionale* quale requisito essenziale del contratto in esame, la Corte d'Appello di Milano afferma: «ma anche laddove volesse ritenersi che l'operazione non coincida perfettamente con il paradigma funzionale della scommessa (...), non appare revocabile in dubbio che l'oggetto del contratto di *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali».

A mio avviso, è questo il passaggio chiave della sentenza.

La tesi - non espressa e da dimostrare - è che le scommesse e gli *swap* siano *species* distinte ed autonome appartenenti ad unico *genus*: il contratto aleatorio; e che la *creazione di alee reciproche e bilaterali* sia connotato caratterizzante il *genus* e, di riflesso, di tutte le *species* ad esso riconducibili.

L'indagine sull'individuazione della causa e sui requisiti di validità dell'*interest rate swap* passa necessariamente per la verifica di questa tesi e in particolare per la verifica della riconducibilità di tale contratto alla categoria dei contratti aleatori. Il paragone con la scommessa può allora essere abbandonato: la ricerca deve prendere le mosse e concentrarsi sull'analisi della struttura dell'*interest rate swap*.

### **3. L'*interest rate swap* come contratto aleatorio. Riflessi sull'individuazione della causa e requisiti per la sua validità**

3.1. L'*interest rate swap* si compone di due momenti distinti: la stipulazione di un "contratto quadro" e la successiva conclusione di uno o più operazioni, che dal medesimo "contratto quadro" dipendono e sono disciplinate.

A titolo esemplificativo, riportiamo qui di seguito il testo di una clausola *standard*, contenuta in un "contratto quadro" di *interest rate swap*, stipulato con finalità di copertura.

#### **Articolo X - Oggetto del contratto**

##### *X.1 Contratto di interest rate swap*

##### *X.1.1 Con la stipula dei singoli contratti:*

- il debitore tasso fisso si impegna a corrispondere al debitore tasso variabile, a ciascuna data pagamento tasso fisso, l'importo periodico tasso fisso;

- il debitore tasso variabile si impegna a corrispondere al debitore tasso fisso, a ciascuna data pagamento tasso variabile, l'importo periodico tasso variabile;

Nel caso in cui la data pagamento tasso fisso e la data pagamento tasso variabile coincidano, la liquidazione degli importi di cui al punto X.1.1. sarà effettuata in via differenziale.

In tal caso:

(i) qualora l'importo periodico tasso fisso risulti superiore all'importo periodico tasso variabile, il debitore tasso fisso si

*impegna a corrispondere la differenza tra l'importo periodico tasso fisso e l'importo periodico tasso variabile;*  
(ii) *qualora l'importo periodico tasso variabile risulti superiore all'importo periodico tasso fisso, il debitore tasso variabile si impegna a corrispondere la differenza tra l'importo periodico tasso variabile e importo periodico tasso fisso*

Gli elementi caratterizzanti della clausola sono due:

- l'impegno di ciascuna parte di pagare all'altra una certa somma di denaro, a scadenze future e prefissate: una delle due parti si impegna a pagare una somma determinata in funzione di un "tasso fisso", l'altra in funzione di un tasso "variabile";
- la previsione di una liquidazione "in via differenziale" degli importi dovuti da una delle due parti all'altra, nel caso in cui le scadenze dei rispettivi impegni di pagamento coincidano (c.d. *netting*).

Dal punto di vista delle condizioni economiche, la clausola in esame è "muta": la "base di calcolo" da utilizzare per stabilire l'ammontare dei pagamenti dovuti (c.d. "nozionale"), la determinazione del tasso fisso e del tasso variabile associati a ciascun impegno di pagamento e le singole date di scadenza, infatti, non sono indicate nel "contratto quadro", ma vengono stabilite dalle parti nel momento in cui le stesse danno corso alla singola operazione di *interest rate swap*. La fase esecutiva dell'operazione è poi piuttosto semplice: all'invio al cliente di uno scarno "prospetto", riassuntivo dei termini e delle condizioni sopra elencate, fa seguito una "lettera di conferma" della banca, che viene sottoscritta "per accettazione" dal cliente.

Con le dichiarazioni contenute nella clausola in esame, le parti assumono dunque reciproche promesse di pagamento, per una finalità *lato sensu* assicurativa, e ne disciplinano le modalità di esecuzione futura attraverso un meccanismo di compensazione<sup>(33)</sup>.

3.2. Ciò detto, per comprendere quando le due promesse di pagamento sono rette da una "causa", è necessario chiarire preliminarmente se l'*interest rate swap* è un contratto aleatorio ovvero un contratto commutativo<sup>(34)</sup>. Secondo la dottrina prevalente, sono aleatori i contratti il cui «l'entità della prestazione dipende da fatti incerti o ignoti alle parti e dunque in definitiva dalla sorte; quelli in cui i contraenti si assumono il rischio di vedere - per effetto del caso - ingigantita la prestazione a proprio carico, ovvero ridotta o addirittura azzerata la prestazione attesa»<sup>(35)</sup>. Il "rischio" che connota la categoria dei contratti aleatori e ne costituisce il *proprium* rispetto a quella dei contratti commutativi è il "rischio giuridico" e non il "rischio economico": il primo «colora e qualifica lo schema causale del contratto»<sup>(36)</sup>, il secondo - che coincide con l'alea normale del contratto - ha ad oggetto il mero valore della prestazione. In altri termini: «quando è a carico di una parte il rischio di un evento casuale che incide sul contenuto del suo diritto o della sua prestazione contrattuale»<sup>(37)</sup>, il contratto è aleatorio; quando il verificarsi di un evento incide esclusivamente sul valore della prestazione, il contratto è commutativo<sup>(38)</sup>.

Mi pare che nel caso dell'*interest rate swap* in cui sia prevista una clausola di *netting*, l'alea incida profondamente sulla struttura del contratto: al momento della stipulazione è incerto chi sarà tenuto al pagamento in via differenziale e per quale importo e quindi, specularmente, anche chi sarà il beneficiario della attribuzione patrimoniale e il *quantum* della prestazione che quest'ultimo riceverà.

Possiamo dunque concludere che l'*interest rate swap* di cui ci stiamo occupando è un contratto aleatorio<sup>(39)</sup>, in cui l'alea opera con riferimento ad entrambe le parti, in quanto l'evento incerto, filtrato dalla clausola di *netting*, è in grado di condizionare entrambe le promesse di pagamento.

Questo concetto può essere espresso dicendo che, nell'*interest rate swap* qui preso a modello, l'alea deve essere, almeno in principio, bilaterale<sup>(40)</sup>.

Ora, se l'*interest rate swap* è costruito in modo tale che il verificarsi dell'evento incerto può incidere sulla posizione di entrambi i contraenti, le promesse di pagamento dedotte dalle parti nel contratto non presentano problemi dal punto di vista della causa.

I problemi sorgono se il contratto fin dall'origine è strutturato in modo tale che il rischio giuridico possa gravare solo su una parte e non anche sull'altra.

La questione si inquadra nel dibattito sulla ammissibilità nel nostro ordinamento dei contratti aleatori unilaterali<sup>(41)</sup>. Con riferimento al tema oggetto della nostra indagine, un autore ha di recente affermato che, se il derivato determina «la possibilità di guadagni e perdite per uno solo dei contraenti e per l'altro unicamente di guadagni», il contratto è nullo "poiché manca una situazione reale di alea"<sup>(42)(43)</sup>.

Invero, se nell'*interest rate swap* manca «una situazione reale di alea» il contratto è nullo per mancanza di causa, perché alla promessa di pagamento di un soggetto che è destinato a conseguire vantaggi corrisponde la promessa di pagamento di un soggetto che è destinato a subire solo sacrifici; e l'ordinamento guarda con diffidenza agli spostamenti di ricchezza privi di una ragione giustificativa<sup>(44)</sup>.

La domanda da porsi allora è la seguente: quando in un contratto di *interest rate swap* l'alea è unilaterale?

La proporzione tra l'entità dei vantaggi patrimoniali conseguiti da una parte e dall'altra non è, a mio parere, un parametro utilizzabile, in quanto, così impostato, il problema inevitabilmente scivola sul piano della convenienza dell'affare e del valore delle prestazioni.

Che, stipulando un *interest rate swap*, il cliente di una banca possa andare incontro a perdite, è circostanza che rientra pacificamente nella "alea normale" di questo contratto, essendo lo stesso per sua natura costruito per essere influenzato

dall'andamento dei tassi. Dire che un contratto aleatorio per essere tale deve essere soggetto ad un'alea bilaterale non equivale a dire che l'alea deve incidere in modo uguale sul patrimonio di entrambi i contraenti. In altri termini, il fatto che un contratto aleatorio comporti più "vantaggi" per una parte rispetto all'altra non significa che l'alea sia unilaterale<sup>(45)</sup>.

Il parametro per individuare un *interest rate swap* con alea unilaterale deve allora essere ricercato altrove.

Il discorso è complesso e il giurista può svilupparlo solo per approssimazioni, ma, detto questo, a me pare che se i fattori su cui si basa il modello di calcolo del differenziale, al verificarsi di determinate condizioni, comportano attribuzioni patrimoniali "a senso unico", il requisito dell'alea bilaterale non sia soddisfatto.

Va da sé che i "fattori" e le "condizioni" da prendere in considerazione sono quelli che incidono sulla determinazione dei tassi applicabili alla parte che nell'*interest rate swap* si impegna a pagare a tasso variabile.

Ora, come è noto, il c.d. Euribor, al quale sono agganciati la maggior parte degli *interest rate swap* in circolazione, indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee. Il suo andamento dipende, tra le altre cose, dal tasso di interesse stabilito periodicamente dalla Banca Centrale Europea (c.d. "costo del denaro"): quando la Banca Centrale Europea "taglia" il costo del denaro, l'Euribor "scende". L'esperienza ci dice che se i tassi aumentano, il soggetto che, in forza dell'*interest rate swap*, si è impegnato a pagare "a tasso fisso", beneficerà di un flusso netto positivo, mentre pagherà il differenziale (negativo), se i tassi diminuiscono<sup>(46)</sup>.

Se i tassi di interesse fissati dalla Banca Centrale Europea - e di conseguenza l'Euribor - scendono oltre determinate soglie, di modo che *l'importo periodico tasso variabile* risulta sempre e sistematicamente inferiore *all'importo periodico tasso fisso*<sup>(47)</sup>, l'incertezza relativa all'individuazione del soggetto tenuto a pagare in via differenziale scompare del tutto, il contratto cessa di essere "aleatorio" e, per le ragioni sopra illustrate, mancando il rischio, dovrà essere dichiarato nullo per mancanza di causa<sup>(48)(49)</sup>. O quantomeno, in virtù delle regole sulla nullità parziale in senso oggettivo (art. 1419, comma 1 c.c.)<sup>(50)</sup>, il contratto dovrà essere dichiarato nullo per mancanza di causa limitatamente ai pagamenti effettuati in via differenziale, rispetto ai quali, *ab origine*, non vi era "alea", con la conseguenza che i relativi importi pagati in funzione del differenziale "viziato" dovranno formare oggetto di restituzione.

Un'ultima considerazione.

È vero che la determinazione del pagamento in via differenziale dipende da parametri variabili e quindi incerti, ma è altrettanto vero che gli stessi sono suscettibili di essere previsti da parte degli analisti finanziari. Nel momento in cui si scrive, ad esempio, gli analisti finanziari prevedono che i tassi di interesse fissati dalla Banca Centrale Europea non si rialzeranno prima del 2020. Gli "scenari probabilistici" dell'evoluzione dei tassi sono dunque suscettibili di essere calcolati<sup>(51)</sup>.

A questo riguardo, la Corte d'Appello di Milano afferma che l'alea è *razionale* quando «gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi sono definiti e conosciuti ex ante con certezza da entrambe le parti». L'affermazione può essere condivisa, ma va precisata alla luce delle conclusioni cui siamo giunti, circa il requisito della necessaria bilateralità dell'alea negli *interest rate swap*.

I due piani (causa e informazione sulle probabilità che un dato evento si verifichi) sono distinti. È certamente corretto affermare che il cliente della banca deve essere messo nelle condizioni di valutare le probabilità del verificarsi del rischio, cui si sottopone stipulando un contratto aleatorio<sup>(52)</sup>, ma, nel caso di difetto di bilateralità dell'alea, il profilo della "informazione" sul contenuto del contratto è assorbito da quello relativo alla mancanza di causa: se Tizio stipula con Caio un contratto di compravendita che ha ad oggetto un terreno, ignorando che, per effetto dell'usucapione, il terreno è già di sua proprietà, il contratto è nullo per mancanza di causa, non per la "falsa rappresentazione" di Tizio, magari "indotta" dalla reticenza di Caio in sede di trattativa<sup>(53)</sup>.

Ecco che allora, il profilo dell'informazione sugli "scenari probabilistici" può considerarsi rilevante - sotto il profilo risarcitorio<sup>(54)</sup> - solamente quando le due promesse di pagamento che compongono la struttura dell'*interest rate swap* trovano l'una causa nell'altra e ciò - come si sostiene qui - accade quando il contratto è soggetto ad un'alea bilaterale.

(\*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un referee.

(1) Per una panoramica aggiornata, V. Amendolagine, *Il "punto" giurisprudenziale sul contratto di interest rate swap*, in *Contratti*, 2014, 481; L. Calzolari, *I contratti di interest rate swap*, in *Società*, 2013, 1371.

(2) Cfr. Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Giur. comm.*, 1996, 79; Trib. Milano, 3 aprile 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 540; Trib. Mantova, 12 luglio 2004, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/681.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/681.php); Trib. Mantova, 9 giugno 2005, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TM-MB-09-06-05.htm](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TM-MB-09-06-05.htm); Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, 809; Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Società*, 2008, 755; Trib. Torino, 18 settembre 2007, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/998.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/998.php) e in *Nuova giur. civ. comm.* 2008, 337; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1165; Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008 in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1141.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1141.php); Trib. Verona, 1 aprile 2008, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1502.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1502.php); Trib. Forlì, 11 luglio 2008, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1390.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1390.php); App. Milano, 13 novembre 2008, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1451.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1451.php); Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1648.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1648.php); C. App. Trento, 5 marzo 2009, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1638.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1638.php); Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in *Foro it.*, 2010, I, 121 e in *Società*, 2010, 308; Trib. Udine, 13 aprile 2010, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 504; Trib. Rimini, 12 ottobre 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2417.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2417.php); Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, in *Giur. it.*, 2012, 75, e in *Nuova giur. civ.*, 2012, I, 133; Trib. Civitavecchia, 1° agosto 2011, in *Nuova giur. civ.*, 2012, I, 134; Trib. Novara, 19 luglio 2012, in

[www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7625.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7625.php).

(3) Cfr. Cass. 14 novembre 1997, n. 11279, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/Cass-14-11-97-11279.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/Cass-14-11-97-11279.php); Trib. Milano, 23 marzo 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7098.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7098.php); T. Milano 13 febbraio 2014, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10244.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10244.php).

(4) Cfr. Trib. Ascoli Piceno, 14 ottobre 2004, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TAP-14-10-04.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TAP-14-10-04.php); Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8374.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8374.php).

(5) Cfr. Trib. Pescara, 3 ottobre 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7967.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7967.php); Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2078.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2078.php); Trib. Cosenza 18 giugno 2014 in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=10640.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=10640.php).

(6) Cfr. Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2299.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2299.php); Trib. Verona, 3 marzo 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2286.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2286.php); Trib. Bari, 15 luglio 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2360.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2360.php); Trib. Milano, 23 marzo 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7098.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7098.php).

(7) Cfr. Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/255.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/255.php); Trib. Modena, 27 aprile 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2327.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2327.php).

(8) Cfr. Trib. Catanzaro, 17 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/dpc.php?id\\_cont=2244.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/dpc.php?id_cont=2244.php); Trib. Catanzaro, 30 novembre 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2689.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2689.php); Trib. Salerno, 21 giugno 2011, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6573.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6573.php); Trib. Rimini, 27 ottobre 2011, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7496.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7496.php); Trib. Treviso, 10 novembre 2011, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6744.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6744.php); Trib. Treviso - Montebelluna, 18 novembre 2011, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6745.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/6745.php); Trib. Lucera, 26 aprile 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7688.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7688.php); Trib. Torino 18 aprile 2014, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=10564.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=10564.php); Trib. Lamezia Terme 16 giugno 2014, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=10674.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=10674.php).

(9) Cfr. Trib. Lucera, 26 aprile 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7684.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7684.php); Trib. Firenze, 5 giugno 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7344.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7344.php); Trib. Verona, 5 novembre 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=9142.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=9142.php); Trib. Brindisi, 29 gennaio 2013, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8517.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8517.php).

(10) Per acquistare un capannone, una società in nome collettivo stipula un contratto di mutuo a tasso variabile con una banca, di cui era cliente da tempo. In seguito, un funzionario della banca propone alla società una operazione di *interest rate swap* di durata quinquennale, con un nozionale sostanzialmente coincidente all'importo dato a mutuo. Considerato l'andamento negativo dell'operazione per la società, la banca propone in seguito di rinegoziare il derivato attraverso la stipulazione di una nuovo *swap*, di contenuto diverso rispetto al precedente. La società accetta, ma la nuova operazione aggrava ulteriormente il passivo della società nei confronti della banca. La società decide quindi di recedere dallo *swap* e, di conseguenza, la banca addebita sul conto corrente dei soci le somme dovute per l'estinzione anticipata del derivato. I soci e la società citano la banca davanti al Tribunale di Pavia, invocando, in via principale, tra l'altro, la nullità dello *swap* per violazione degli obblighi informativi di cui all'art. 21 del TUF e, in via subordinata, la risoluzione del contratto per inadempimento rispetto ai suddetti obblighi oltre al risarcimento del danno. Il Tribunale di Pavia rigetta la domanda di nullità del derivato, richiamando le pronunce della Corte di Cassazione sulla c.d. "nullità virtuale" (cfr. Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, 3, 784; Cass. 19 dicembre 2007, 26725, in *Giur. comm.*, 2008, 2, 344), dichiara di non doversi pronunciare sulla domanda di risoluzione, avendo la società esercitato il recesso prima del giudizio, ma accoglie la domanda di risarcimento dei danni, ritenendo la banca inadempiente rispetto agli obblighi informativi prescritti dall'art. 21 del TUF. La banca propone appello e la società con i soci propongono appello incidentale, riproponendo la domanda di nullità formulata in primo grado.

(11) Con la sigla "OTC", acronimo di "*over the counter*", si indicano i contratti derivati "negoziati" al di fuori dei mercati regolamentati. Secondo la Consob, «il mercato dei derivati OTC è caratterizzato da peculiarità che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari. Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti. L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*)». In conclusione, «una partecipazione "consapevole" al mercato dei derivati OTC richiede (...) elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi» (cfr. "Audizione del Direttore Generale della Consob, Dott. Massimo Tezzon, del 30 ottobre 2007. VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati", pubblicato sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)). Secondo la giurisprudenza «la contrattazione in derivati *over the counter*, a differenza di quella in derivati cosiddetti 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; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati *over the counter*, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura» (Così Trib. Milano, 19 aprile 2011, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/3965.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/3965.php). In tal senso anche Trib. Udine, 13 aprile 2010, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2156.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2156.php), ove si ribadisce che «la stipula di contratti derivati *over the counter* (OTC) deve essere valutata con particolare attenzione a causa della loro difficile cedibilità che, a fronte di una evoluzione negativa, costringe il cliente alla rinegoziazione". È infine opportuno ricordare che tale tipologia di derivati è ora soggetta al

Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 (c.d. "Regolamento EMIR"), che, come è noto, ha definito un quadro normativo europeo di riferimento, tendente a disciplinare il mercato dei derivati *over the counter* (cfr.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm);

[www.consob.it/main/mercati/Regolamento\\_EMIR/index.html](http://www.consob.it/main/mercati/Regolamento_EMIR/index.html)). Per un approfondimento, E. Girino, *EMIR extra-UE ovvero l'illusione dell'antielusione*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2014; V. La Malfa, *EMIR e Basilea 3: obblighi e convenienza del clearing presso CCP delle operazioni in derivati*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2014.

(12) La sentenza della Corte d'Appello di Milano non è passata inosservata. Per un commento adesivo, M. Indolfi, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale: i contratti derivati OTC come scommesse razionali*, in *Contratti*, 2014, 218; per un commento critico, L. Calzolari, *Una sentenza in materia di contratti swap poco in linea con il diritto nazionale ed europeo*, in *Società*, 2014, 448; F. Caputo Nasseti, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, II, 287.

(13) Come è noto, con l'espressione "*mark to market*" si indica il valore di mercato del derivato ad una certa data. Per una ampia analisi, E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 455 e ss. La determinazione del *mark to market* è estremamente complessa, presuppone la conoscenza di nozioni di matematica finanziaria e, nel caso di derivati OTC, di dati accessibili esclusivamente agli intermediari finanziari. Sulle tecniche di *pricing* adottate nella valutazione degli *interest rate swap*, R. Marcelli, *I derivati: impiego a copertura e impiego speculativo. Strumenti di tutela del diritto*, in S. Ambrosini e P. Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009, 287 e ss.; A. Carleo, C.D. Mottura, V. Mottura, *Sul "valore" di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contratti*, 2011, 383 e ss..

(14) A questa *ratio decidendi* ha aderito in seguito anche App. Bologna, 11 marzo 2014, in

[www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/corte\\_dappello\\_di\\_bologna\\_sez.\\_iii\\_11\\_marzo\\_2014\\_n.\\_734.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/corte_dappello_di_bologna_sez._iii_11_marzo_2014_n._734.pdf).

(15) Una signora stipula con una banca un mutuo per l'acquisto della prima casa e, contestualmente, su suggerimento di un funzionario della stessa banca, dà corso ad una operazione di *interest rate swap* "che avrebbe dovuto coprire il rischio connesso al rialzo del tasso di interessi del contratto di mutuo". Il contratto di mutuo ha durata trentennale, mentre il derivato, con un nozionale inferiore rispetto all'importo finanziato dalla banca, ha durata quinquennale. In seguito, con i tassi di interesse ai minimi storici, a causa del meccanismo previsto dallo *swap*, la cliente accumula consistenti differenziali negativi e cita in giudizio la banca, chiedendo al Tribunale di Torino, tra l'altro, di dichiarare la nullità dello *swap* per mancanza di causa in concreto.

(16) Una società immobiliare stipula un contratto di *leasing* avente ad oggetto un immobile con una società appartenente ad un certo gruppo bancario. Il contratto, della durata di diciotto anni, prevede il pagamento di un "maxi canone" iniziale ed il rimborso del residuo al tasso variabile Euribor 3 mesi più uno spread fissato in percentuale. Contestualmente, la società immobiliare, su suggerimento della società di *leasing*, stipula un *interest rate swap* OTC con una banca appartenente allo stesso gruppo bancario della società di *leasing*, per un importo pari alla metà del capitale finanziato. La società cliente della banca, avendo accumulato pesanti differenziali negativi, chiede al Tribunale di Torino, in via principale, di dichiarare la nullità dello *swap* per violazione di norme imperative.

(17) Per un commento alla sentenza in questione, si veda ora M. Indolfi, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, in *Contratti*, 2014, 1012.

(18) Il primo comma dell'art. 1933 c.c. stabilisce infatti 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".

(19) Il riferimento è a Trib. Milano, 24 novembre 1993 e Trib. Milano, 26 maggio 1994, entrambe pubblicate in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 80. Si tratta di due ordinanze: con la prima, il Tribunale aveva respinto un'istanza *ex art. 183 ter c.p.c.*, stabilendo che «il contratto di *domestic currency swap* stipulato con finalità di mera speculazione è soggetto all'eccezione di gioco prevista dall'art. 1933 comma 1° c.c.»; con la seconda, lo stesso Tribunale aveva rigettato un ricorso per sequestro conservativo, rilevando che «il contratto di *interest rate swap* stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile *ex art. 1933 c.c.*»

(20) Si veda, ad esempio, Trib. Milano 20 febbraio 1997, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, 82, che, con riferimento ad un *domestic currency swap*, ha stabilito che "la funzione economico-sociale" di tali contratti "intesa come neutralizzazione di un rischio valutario e finanziario, è meritevole di tutela anche quando il contratto persegue una finalità di mera speculazione e impedisce pertanto l'applicabilità dell'eccezione di gioco". In tal senso anche Trib. Torino 10 aprile 1998, in *Giur. it.*, 1998, p. 1881; Trib. Torino 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, 548 e App. Milano 26 gennaio 1999, in *Contratti*, 2000, 255, secondo la quale «il contratto di *domestic currency swap*, se concluso tra una banca o una società di intermediazione e altro soggetto che persegue anche fini meramente speculativi, non può essere assimilato al gioco o alla scommessa». A questo orientamento sono riconducibili anche due lodi arbitrali resi nello stesso periodo: si tratta di Coll. arb. Milano 26 marzo 1996, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, II, 669 e Coll. arb. Milano 19 luglio 1996, in *Riv. dir. privato*, 1997, 559. Più di recente, Trib. Milano 3 aprile 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530, ha stabilito che «anche i contratti di *swap* meramente speculativi esulano dalla previsione di cui all'art. 1933 c.c.», mentre Trib. Lanciano 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 131, ha affermato che «il contratto di *interest rate swap*, se stipulato da un imprenditore per difendersi dal rischio di un eccessivo rialzo dei tassi connesso ad un mutuo a tasso variabile contratto con la banca, è un contratto tipicamente aleatorio con funzione assicurativa, che impedisce di considerarlo privo di causa, mentre è assimilabile alla scommessa se stipulato con fini meramente speculativi, al di fuori della detta funzione legata all'attività imprenditoriale».

(21) Cfr. G. Gabrielli, *Operazioni sui derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. e impr.*, 2009, 1133; D. Maffei, *I costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.* 2013, I, 648; Id., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, 2014, 3 e ss.

(22) Così D. Maffei, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2013.

(23) Cfr. D. Maffei, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 28.

(24) Cfr. D. Maffei, *I costi impliciti nell'interest rate swap*, cit., 662.

(25) Cfr. ancora D. Maffei, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 24. La tesi qui riportata trova una variante in quelle pronunce della giurisprudenza di merito, secondo le quali, ogni qual

volta il derivato risulta sin dall'origine "squilibrato" a svantaggio di uno solo dei contraenti, il contratto di *interest rate swap* è nullo per mancanza di causa "in concreto". Si veda ad esempio Trib. Ravenna 8 luglio 2013, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=9727.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=9727.php), secondo cui «va dichiarata la nullità per assenza di causa concreta dell'operazione di investimento posta in essere attraverso la sottoscrizione di contratti di *interest rate swap* tra loro collegati e strutturati in modo tale da non soddisfare la richiesta di copertura dell'investitore e da porre il rischio esclusivamente a suo carico»; Trib. Monza 17 luglio 2012, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7771.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7771.php), secondo cui «la non rispondenza delle condizioni economiche contrattuali del contratto derivato *Interest Rate Swap* alla funzione di copertura del rischio nello stesso enunciata ne comporta la nullità per difetto di causa (art. 1418, comma secondo, c.c.), da intendersi quale sintesi degli interessi concretamente perseguiti dalla negoziazione». A questo orientamento può essere ricondotta anche la sentenza del Tribunale di Torino del 17 gennaio 2014, qui commentata, e la recente Trib. Cosenza 18 giugno 2014, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=10640.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=10640.php), secondo cui «deve ritenersi affetto da vizio genetico di strutturazione e, quindi, privo di causa concreta, il prodotto finanziario che non assolva a funzioni di copertura del rischio e che, attraverso un livello di sofisticazione e di complessità del prodotto derivato che ne snatura la funzione di copertura, ponga interamente a carico del cliente l'alea ad esso connaturata».

(26) Cfr. E. Girino, *I contratti derivati*, cit. 257.

(27) Cfr. F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 75, secondo il quale lo *swap* «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 la sua positiva funzione sociale»; Id., *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"*!, cit., 289 e ss.. Propendono per la natura commutativa degli *swap* anche E. Pagnoni, *Contratti di swap*, in Gabrielli e Lener (a cura di), *I Contratti del mercato finanziario*, Tomo II, Torino, 2011, 1414; F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, 613.

(28) Sulla natura aleatoria dell'*interest rate swap*, si rinvia al paragrafo 3 di questa nota.

(29) È forse opportuno ricordare che l'*interest rate swap* è solo uno degli schemi riconducibili alla categoria degli *swap*. Sul proprio sito, la Consob rileva che gli «*swap* negoziati sono innumerevoli» e ne elenca le principali tipologie, descrivendone così i tratti essenziali: i *differential swap* (contratti in cui un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta nazionale viene scambiato con un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta estera ed entrambi i flussi sono calcolati sullo stesso nozionale denominato in valuta nazionale); i *currency swap*, (letteralmente "scambio di valute", sono contratti in cui due parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una divisa contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa); gli *asset swap* (contratti in cui due parti si scambiano pagamenti periodici liquidati in relazione ad un titolo obbligazionario (*asset*) detenuto da una di esse (e non, quindi, come per gli IRS, in relazione ad una semplice somma di denaro); i *credit default swap* (contratti in cui un soggetto (c.d. *protection buyer*), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (c.d. *protection seller*), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante, generalmente denominato *reference asset*, che può essere costituito da una specifica emissione, da un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari; i *total return swap* (TRS) sono contratti in cui un soggetto (c.d. *protection buyer*) cede alla controparte (c.d. *protection seller*) l'intero profilo di rischio/rendimento di un sottostante (c.d. *reference asset*), a fronte di un flusso di pagamenti periodici; gli *equity swap* (contratti in cui i dividendi e guadagni in conto capitale su un indice azionario vengono scambiati contro un tasso fisso o variabile); gli *zero-coupon swap* (contratti in cui un pagamento in un'unica soluzione viene scambiato con un flusso di pagamenti periodici); i *domestic currency swap* (contratti in cui due controparti compravendono due contratti *forward* su due nozionali di riferimento espressi in valute differenti, definendo così un tasso di cambio iniziale. Alla scadenza si impegnano a scambiare esclusivamente le differenze che si saranno verificate tra il tasso di cambio osservato a tale data e quello definito all'inizio del contratto); i *forward swap* o *deferred swap* (contratti in cui viene inserito un significativo intervallo di tempo tra la data di stipula dello *swap* e la data effettiva di inizio maturazione degli interessi delle gambe dello *swap*); i *basis swap* (contratti in cui i due flussi di pagamento scambiati sono entrambi a tasso variabile).

(30) Così L. Buttaro, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna - Roma, 1959, 67.

(31) Nei formulari in uso nella prassi bancaria questa circostanza emerge chiaramente, laddove il cliente, nelle premesse, è descritto come "un soggetto che pone in essere operazioni commerciali o finanziarie dalle quali derivano posizioni creditorie o debitorie, rispetto alle quali intende cautelarsi contro gli eventuali effetti delle variazioni del tasso di interesse che potrebbero intervenire prima della scadenza delle operazioni stesse, determinando fin da ora la propria posizione di rischio in relazione alle fluttuazioni del suddetto tasso di interesse".

(32) In tal senso, E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, 2014, 118.

(33) Le promesse di pagamento in questione sembrano essere legate tra di loro da un vincolo di "interdipendenza", piuttosto che di "corrispettività" in senso tecnico (per queste nozioni, V. Roppo, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001, 439; C.M. Bianca, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000, 489, secondo il quale «l'interdipendenza non è una regola esclusiva dei contratti a prestazioni corrispettive e non può quindi servire ad identificare il concetto di corrispettività»). Il soggetto che si impegna a pagare a tasso fisso, infatti, non lo fa per "remunerare" la promessa del soggetto che si impegna ad effettuare un pagamento a tasso "variabile". Meglio: la promessa di pagamento di una parte non trova il suo "prezzo" nella promessa di pagamento dell'altra. Le definizioni che ricorrono in giurisprudenza - *interest rate swap* come "scambio di flussi di cassa"; ovvero come "scambio di differenziali"; ovvero come "scambio di pagamenti" - descrivono il fenomeno con una metafora (lo "scambio"), utilizzabile per cercare di comprendere il meccanismo dal punto di vista economico, non per descrivere e qualificare la struttura dell'accordo in termini giuridici. È possibile che queste definizioni adottate in giurisprudenza siano state influenzate dalla diffusione di quella elaborata dalla Consob, secondo la quale "gli *interest rate swap* sono contratti in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro, detta capitale nozionale di riferimento (notional principal amount), per un periodo di tempo predefinito pari alla durata del contratto, e cioè fino alla scadenza (maturity date o termination date) del contratto stesso".

(34) Non è qui possibile dare conto delle complesse problematiche che ruotano intorno alle categorie in questione. Per una esauriente

analisi storica e critica del dato positivo, L. Balestra, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000.

(35) Così V. Roppo, *Il contratto*, cit., p. 443

(36) Così R. Nicolò, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, Milano, I, 1958, 1029.

(37) Così C.M. Bianca, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, cit., 491.

(38) Sul punto, L. Balestra, *Il giuoco e la scommessa nella categoria dei contratti aleatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, 670, il quale sostiene che nei contratti aleatori «l'evento (...) non si attegge a semplice criterio di misurazione della prestazione, ma diviene criterio di integrazione del giudizio di valore espresso in modo incompleto dalle parti al momento della conclusione del contratto». Per questa ragione, secondo l'A., «nulla esclude (...) che, alla luce di un'indagine sulla volontà delle parti volta ad accertare se esse abbiano inteso determinare il rapporto di valore tra le prestazioni all'atto della conclusione del contratto ovvero ancorare detta determinazione a un evento futuro e incerto, la natura aleatoria possa emergere anche nell'ipotesi in cui si sia di fronte a prestazioni dovute e determinate nel loro ammontare numerico».

(39) Favorevoli a questa conclusione, tra gli altri, L. Balestra, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., 243; V. Roppo, *Il contratto*, cit., 444; D. Maffeis, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter senza scommessa razionale*, cit., 20; B. Inzitari, *Swap*, in *Contr. e impr.*, 1988, 617.

(40) Per le definizioni di alea unilaterale e bilaterale, E. Gabrielli, voce *Alea*, in *Enc. giur.*, Agg. I, Roma, 2000; A. Boselli, voce *Alea*, in *Noviss. dig. it.*, Torino, 1957, 468; G. Scalfi G., voce *Alea*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, I, Torino 1987, 253 ss.

(41) In giurisprudenza, sul presupposto del difetto di alea bilaterale, è stata affermata la nullità della rendita vitalizia allorché il vitalizzato sia gravemente infermo al momento della stipulazione del contratto e di ciò sia consapevole il vitalizzante e allorché la rendita sia inferiore o uguale o di poco superiore al reddito del bene o del capitale trasferito in proprietà al vitalizzante (Cass. 16 giugno 1981, n. 3902, in *Foro it.*, 1982, I 477; Cass. 24 ottobre 1978 n. 4801, in *Giur. It.*, 1979, I 492). Più di recente hanno affermato principi analoghi Cass. 25 marzo 2013 n. 7479; Cass. 24 giugno 2009, n. 14796.

(42) P. Corrias, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 206, secondo il quale la nullità del derivato con alea unilaterale deriva dall'interpretazione analogica dell'art. 1895 c.c., che «costituisce una applicazione specifica di mancanza di causa ex art. 1418, comma 2°, c.c.».

(43) Il principio è stato affermato in giurisprudenza, anche se con riferimento al diverso profilo della "meritevolezza di tutela" di cui all'art. 1322 c.c.. Ad esempio, Trib. Salerno, 12 aprile 2007, in *Giur. it.*, 2008, 134, ha affermato che «nel caso in cui la banca e il cliente stipulino un contratto costituito dalla concessione di un finanziamento vincolato esclusivamente all'acquisto di particolari strumenti finanziari proposti dalla stessa banca, la causa del negozio - caratterizzato da operazioni finanziarie tra loro funzionalmente collegate - deve essere ricercata nel collegamento negoziale tra il finanziamento e la vendita dei prodotti finanziari, così che nell'ipotesi in cui venga proposto un vantaggio certo a favore dell'intermediario ed un'alea rilevante a carico del risparmiatore, è possibile evocare la nozione di «contratto aleatorio unilaterale» non meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico». In senso analogo Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, in *Danno e resp.*, 2006, 179.

(44) Cfr. V. Roppo, *Il contratto*, cit., 368; R. Sacco, in R. Sacco - G. De Nova, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile diretto da R. Sacco*, I, Torino, 1993, 646 e ss..

(45) È assistito da una causa il contratto di assicurazione per danni in cui l'assicurato paghi premi di importo complessivo superiore all'importo del danno liquidato dall'assicuratore o addirittura paghi premi senza ricevere mai nulla dall'assicuratore, nel caso in cui il sinistro non si verifichi.

(46) Nella prassi ciò si esprime dicendo che chi stipula un *interest rate swap* per "trasformare" il tasso del suo finanziamento da variabile in fisso ha aspettative "rialziste" sui tassi.

(47) Si tratta dell'ipotesi *sub i*) di cui alla clausola *standard* sopra riportata.

(48) La "probabilità", come criterio guida per valutare la meritevolezza del contratto, è utilizzata da Trib. Salerno 2 maggio 2013 in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=9128.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=9128.php), secondo il quale «quando, in un contratto IRS in cui il cliente sia esposto al rischio di tasso fino a un determinato valore del parametro di riferimento, al di là del quale il tasso a suo carico rimane bloccato (c.d. *cap*), il *cap* sia talmente elevato che si possa ragionevolmente escludere che esso sarà mai raggiunto dall'andamento del mercato, la sproporzione tra la probabilità che si verifichi una perdita per il cliente e la probabilità che si verifichi una perdita per la banca (c.d. alea unilaterale) rende il derivato nullo per assenza di una causa meritevole che lo sorregga».

(49) La soluzione qui ipotizzata sembra trovare conferma in quella giurisprudenza della Suprema Corte in tema di rendita vitalizia, secondo la quale, ai fini della validità del contratto è necessaria la sussistenza del requisito della «equivalenza del rischio», «cioè se al momento della conclusione del contratto era configurabile per il vitalizzato ed il vitalizzante una uguale probabilità di guadagno o di perdita, dovendosi tenere conto, a tal fine, con riferimento alle prestazioni delle parti, sia dell'entità della rendita che della presumibile durata della stessa, in relazione alla possibilità di sopravvivenza del beneficiario». Muovendo da questa premessa, la Corte di Cassazione afferma che «l'alea deve ritenersi mancante e, per l'effetto, nullo il contratto se, per l'età e le condizioni di salute del vitalizzato, già al momento del contratto era prefigurabile, con ragionevole certezza, il tempo del suo decesso e quindi possibile calcolare, per entrambe le parti, guadagni e perdite». (così Cass. 12 ottobre 2005, n. 19763, in *Mass.*, 2005. Si noti che la Suprema Corte giunge a conclusioni analoghe anche con riferimento al contratto di «vitalizio assistenziale». Si veda ad esempio Cass. 15 giugno 2009, n. 13869, in *Notariato*, 2010, 271, secondo la quale tale contratto «è nullo per mancanza di alea, nell'ipotesi in cui il beneficiario versi, al momento della conclusione del negozio, in uno stato di salute di gravità tale da rendere prevedibile il decesso dopo un breve periodo; è da considerarsi altresì nullo quando, in base al rapporto tra l'entità (modesta) degli oneri che ragionevolmente sarebbero gravati sul vitalizzante e l'ammontare (elevato) dei beni ceduti dal beneficiario, l'entità del rischio del vitalizzante risulti notevolmente contenuta».

(50) Cfr. V. Roppo, *Il contratto*, cit., 866; C.M. Bianca, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, cit., 638.

(51) «In finanza (...) il rischio (in gergo legale, l'alea) è naturale condizione operativa, ma se non ci fossero mezzi e metodi ragionevoli e comunemente accettati per la sua misurazione vi sarebbe anche il blocco completo dell'operatività bancaria». Così R. Cesari, *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 7, 2012. Analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento al contratto di assicurazione.

(52) È interessante notare che le probabilità di vincita devono essere comunicate "per legge" dall'organizzatore del gioco al giocatore. Lo prevede il decreto legge, 13 settembre 2012, n. 158 "Disposizioni urgenti per promuovere lo sviluppo del Paese mediante un più alto livello di tutela della salute" (convertito con legge, 8 novembre 2012, n. 189).

(53) Per un altro esempio, R. Sacco, in R. Sacco - G. De Nova, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, I, Torino, 1993, 638.

(54) Al riguardo, si veda Tribunale Milano 13 febbraio 2014, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id\\_cont=10244.php](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/fin.php?id_cont=10244.php), secondo il quale, «la banca che raccomandi al cliente la stipula di un contratto di swap negoziato al di fuori dei mercati regolamentati e costruito dallo stesso intermediario, il quale si trova, pertanto, in situazione di conflitto di interessi, ha l'obbligo di illustrare al cliente i rischi relativi allo specifico prodotto ovvero: i) scomporre il prodotto complesso nelle componenti elementari che giustificano l'esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione, con la quantificazione del *fair value* di ciascuna delle componenti derivative e dello strumento nel suo complesso; ii) in presenza di strutture complesse produrre le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologia oggettive; iii) porre a confronto il prodotto con altri analoghi semplici, noti, liquidi, basso rischio e di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità, in modo da consentire al cliente di operare una scelta ragionata; iv) esplicitare nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare i costi di recesso o di sostituzione. Occorre poi precisare che, in assenza di informazioni specifiche sul profilo di rischio del prodotto, ricostruito attraverso il ricorso a scenari probabilistici e senza informazioni sul valore del *mark to market* alla data di stipulazione, l'investitore non è in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato in termini di costo/rischio/beneficio».

## STRUTTURA E CAUSA DELL'INTEREST RATE SWAP NELLA RECENTE EVOLUZIONE GIURISPRUDENZIALE

Luca Ballerini

Trib. Ravenna, 08 luglio 2013

App. Milano, 18 settembre 2013

c.c. art. 1418

D.Lgs. 24-02-1998, n. 58, art. 1

D.Lgs. 24-02-1998, n. 58, art. 23

Concentrando la propria attenzione sulla struttura del contratto, anziché sugli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario finanziario, entrambe le sentenze qui annotate hanno accertato la nullità degli swap per vizi attinenti alla causa. Nel farlo, tali sentenze hanno affrontato una delle questioni più complesse fra quelle che tutt'oggi si agitano in materia: il riferimento è alla qualificazione giuridica degli swap e, in stretta connessione a questo primo profilo, alla loro giustificazione causale. La norma dell'art. 1, comma 2, d. legis. 24.2.1998, n. 58 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*), colloca gli swap nella categoria, ben più generale, degli «strumenti finanziari», senza offrirne una definizione analitica. Per pacifico riconoscimento, si tratta di contratti atipici e, al contempo, di strumenti finanziari derivati, connotati, sotto il profilo tipologico, dalla circostanza che gli esiti dell'operazione economica dipendono dalla variabilità di determinati fattori in funzione del tempo: i tassi d'interesse, il rapporto di cambio fra valute oppure il prezzo di mercato di certi prodotti. Secondo la natura di tali fattori, il contratto si presenta come swap su tassi d'interesse (*i.r.s.*), su valute o su merci. Coerente con questa definizione è la norma dell'art. 3, comma 2, lett. a), del d.m. 10.12.2003, n. 389 (*Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448*), la quale, in tema di strumenti derivati, contiene il riferimento agli "swap di tasso di interesse" tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti.

Sommario: I. Il caso - II. Le questioni - III. I precedenti - IV. La dottrina

**Nota di commento:** «Struttura e causa dell'interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale» (\*)

### I. Il caso

Nel caso sottoposto all'attenzione del Tribunale di Ravenna, una società di persone, già tenuta a pagare gli interessi a tasso variabile sulla somma della quale era debitrice nei confronti di terzi, concludeva un contratto di *interest rate swap* con una banca, al fine di tutelarsi contro il rischio derivante dall'eventuale fluttuazione di tale saggio; dopo poco tempo, l'investitore deluso, sollecitato dalla controparte, rinegoziava più volte il contratto di swap, allo scopo di adeguare lo strumento finanziario alle proprie esigenze di copertura e di ridurre, per quanto possibile, l'esposizione debitoria nel frattempo maturata nei confronti dell'intermediario finanziario; da ultimo, l'esito negativo delle rinegoziazioni, che aveva ulteriormente aggravato tale esposizione, spingeva la società a citare in giudizio la banca ed il funzionario con il quale aveva sottoscritto il primo swap, chiedendo, per varie ragioni, la restituzione delle somme già pagate e la liberazione dall'obbligo di corrispondere quelle ancora dovute.

Analoga, nonostante alcune differenze più o meno rilevanti, è la fattispecie esaminata dalla Corte d'Appello di Milano: allo scopo di soddisfare esigenze di copertura, una società di persone stipulava con una banca alcuni contratti di *interest rate swap*, ben presto divenuti fonte di consistenti perdite pecuniarie per il cliente, i quali, oltre tutto, non contenevano le informazioni necessarie per comprendere appieno il funzionamento dell'operazione finanziaria ed i rischi ad essa connessi; nel giudizio di prime cure, l'intermediario era condannato al risarcimento del danno per violazione degli obblighi informativi a suo carico; la banca proponeva, quindi, appello contro la sentenza di condanna, della quale, in via incidentale, anche l'investitore chiedeva la riforma, sul presupposto che, all'opposto di quanto statuito dalla sentenza medesima, i contratti di swap dovessero esse dichiarati nulli, con tutte le conseguenze sul piano restitutorio.

Concentrando la propria attenzione sulla struttura del contratto, anziché sugli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario finanziario, entrambe le sentenze qui annotate hanno accertato la nullità degli swap per vizi attinenti alla causa. Nel farlo, tali sentenze hanno affrontato una delle questioni più complesse fra quelle che tutt'oggi si agitano in materia: il riferimento è alla *qualificazione giuridica degli swap* e, in stretta connessione a questo primo profilo, alla loro giustificazione causale.

### II. Le questioni

1. *Riferimenti normativi e definizione di «interest rate swap».* La norma dell'art. 1, comma 2°, d. legis. 24.2.1998, n. 58 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*), colloca gli swap nella categoria, ben più generale,

degli «strumenti finanziari», senza offrirne una definizione analitica. Per pacifico riconoscimento, si tratta di contratti atipici e, al contempo, di strumenti finanziari derivati, connotati, sotto il profilo tipologico, dalla circostanza che gli esiti dell'operazione economica dipendono dalla variabilità di determinati fattori in funzione del tempo: i tassi d'interesse, il rapporto di cambio fra valute oppure il prezzo di mercato di certi prodotti (per tutti, Roppo, 56, *infra*, sez. IV). Secondo la natura di tali fattori, il contratto si presenta come *swap* su tassi d'interesse (*i.r.s.*), su valute o su merci.

In base all'insegnamento corrente, l'*i.r.s.* è l'accordo con il quale le parti - di principio, anche se non necessariamente, un investitore ed un intermediario finanziario - stabiliscono che, a scadenze periodiche ed eguali per entrambe, ognuna di esse dovrà pagare all'altra gli interessi su una certa somma capitale, detta «nozionale». Le prestazioni corrispettive, per quanto omogenee fra loro, possono essere diverse, anche di molto, sotto il profilo della loro entità, poiché diverso è il saggio d'interesse applicabile a ciascuna delle parti: di regola, l'uno fisso e l'altro variabile (v., in proposito, Inzitari, 112 ss.; Caputo Nasseti, *Della causa*, 245 ss., entrambi *infra*, sez. IV).

Coerente con questa definizione è la norma dell'art. 3, comma 2°, lett. a), del d.m. 1° 12.2003, n. 389 (*Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448*), la quale, in tema di strumenti derivati, contiene il riferimento agli «*swap* di tasso di interesse" tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti».

Il più delle volte, lo schema di base dell'*i.r.s.* è integrato da una clausola di compensazione volontaria, in forza della quale, alle scadenze pattuite, solo il contraente di volta in volta tenuto a pagare la somma maggiore eseguirà la prestazione promessa, limitatamente alla differenza fra la somma medesima e quella dovuta dalla controparte. Se, quindi, all'epoca della liquidazione periodica, gli interessi a tasso fisso superano quelli a tasso variabile, il contraente obbligato a pagarli deve versare alla controparte la somma pari alla differenza fra i due interessi nel frattempo maturati; nel caso contrario, invece, il versamento deve essere eseguito dal contraente tenuto a corrispondere gli interessi calcolati in base al saggio fisso.

2. Esigenze di «copertura» alla base dei contratti derivati. Generale è il rilievo, da parte degli interpreti, che i contratti derivati, compresi gli *swap*, siano nati come strumenti predisposti dalla prassi finanziaria per eliminare o diminuire l'incidenza di un rischio specifico: secondo i casi, quello di fluttuazione nel tempo dei tassi d'interesse, degli indici di cambio fra valute o del prezzo di beni determinati (Gabrielli, 1134, *infra*, sez. IV).

Nel caso di *swap* su tassi d'interesse, si ha funzione di «copertura» quando l'investitore, già indebitato per una certa somma capitale, sulla quale deve pagare interessi con saggio variabile, conclude uno *swap* che realizza, fra i due contraenti, lo «scambio» della posizione di rischio legata alla variabilità nel tempo di tale saggio (Barcellona, 653; Pagnoni, 1406 s., entrambi *infra*, sez. IV). Di principio, questo «scambio» è possibile se, in base al contratto di *swap*, l'investitore si obbliga a pagare gli interessi a tasso fisso su un nozionale di riferimento eguale, o quasi, alla somma della quale è debitore nei confronti di terzi; mentre, rispetto a tale nozionale, la controparte si obbliga a versare gli interessi a tasso variabile, lo stesso che caratterizza il preesistente debito del primo contraente. Inoltre, affinché il negozio possa realizzare la funzione di copertura, la sua durata dovrebbe essere parametrata al termine convenuto per il pagamento del debito, gravante sull'investitore, che ha costituito il punto di riferimento per la determinazione del nozionale. In questo modo, all'«incertezza» del tasso variabile l'investitore sostituisce la «certezza» del tasso fisso, anche se l'operazione non è necessariamente destinata a rivolgersi in suo favore, poiché, nel corso del rapporto, il primo tasso potrebbe scendere al di sotto del secondo e, quindi, divenire più vantaggioso.

Quando il derivato persegue una finalità di copertura del rischio, nessun dubbio si pone, secondo l'opinione prevalente, in merito alla sussistenza di una causa «sufficiente», idonea a giustificare il vincolo contrattuale, il quale, oltre tutto, dovrebbe ritenersi meritevole di tutela *ex art.* 1322, comma 2°, cod. civ. (Gabrielli, 1134). Anzi, in tale ipotesi, anche l'*i.r.s.* potrebbe essere avvicinato, dal punto di vista figurativo, al contratto di assicurazione, poiché, sotto il profilo funzionale, le due figure presenterebbero alcuni punti di contatto (v. Trib. Lanciano, 6.12.2005, *infra*, sez. III; nonché, in dottrina, Gazzoni, 1327, *infra*, sez. IV).

Perplessità sono state sollevate, per contro, con riguardo agli *swap* e, più in generale, ai derivati connotati da una funzione eminentemente speculativa, che prescinde dall'esigenza, riferibile ad uno dei contraenti, di tutelarsi contro un rischio preesistente al negozio.

3. Funzione «speculativa» dell'*i.r.s.* e dubbi circa la «causa sufficiente». A prescindere dal tenore delle dichiarazioni contrattuali, la natura speculativa dell'*i.r.s.* potrebbe essere desunta da taluni dati oggettivi, che si riallacciano al modo in cui le parti hanno di volta in volta inteso strutturare l'operazione finanziaria. A questo fine, l'indice più attendibile sarebbe l'inesistenza, in capo all'investitore, di un debito pregresso che funga da parametro di riferimento per la fissazione del nozionale, il quale, in tale ipotesi, costituirebbe un semplice fattore astratto, posto a fondamento di un'operazione che consente ad entrambi i contraenti di speculare sull'andamento dei tassi d'interesse. Ma, più in generale, si può dire che tanto meno gli elementi dello *swap*, come la durata, il nozionale ed i tassi d'interesse applicabili ai contraenti, si adattano alla situazione debitoria dell'investitore quanto più il contratto, nel suo complesso, assume una connotazione di tipo speculativo. Come altri ha osservato, non sempre è facile individuare le ragioni, speculative o di copertura, che hanno spinto le parti a

concludere un contratto di *swap* (Girino, 26 s., *infra*, sez. IV). Ad ogni modo, la distinzione fra *swap* speculativi e di copertura, da tempo invalsa in dottrina e giurisprudenza, è stata ribadita anche dalla Consob, la quale, con la comunicazione n. DI/99013791 del 26.2.1999, ha individuato, rispetto ai derivati in generale, gli elementi che separano le due categorie. Sia pure in modo implicito, anche il legislatore ha accolto questa distinzione, quando, con gli artt. 41 della l. 28.12.2001, n. 448 (*Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato*), e 3 del d.m. n. 389/2003, ha disciplinato l'utilizzo degli strumenti derivati, compresi gli *swap*, da parte degli enti pubblici territoriali, limitandolo, sostanzialmente, ai contratti deputati a soddisfare finalità di copertura. In questo modo, rispetto a tali enti, si è creato un divieto di stipulare contratti derivati di tipo speculativo, il quale, secondo la giurisprudenza di merito, è sorretto da un principio di ordine pubblico economico e, quindi, deve ritenersi presidiato dalla sanzione della nullità *ex art.* 1418, comma 1°, cod. civ. (Trib. Pescara, 12.4.2010, *infra*, sez. III). Anzi, più di recente, questo divieto è stato ulteriormente generalizzato, da parte del legislatore, grazie a ripetuti interventi in materia di finanza pubblica, i quali, nel loro insieme, tradiscono il sospetto destato dagli strumenti derivati, evidentemente giudicati pericolosi per l'integrità di tale finanza. D'altra parte, anche la Corte cost., chiamata a pronunciarsi sulla legittimità di uno dei menzionati interventi, ha posto in rilievo i rischi generati dai contratti derivati, i quali, nell'ottica della Corte, giustificano i limiti posti dalla normativa di fonte statutale (Corte cost., 18.2.2010, n. 52, *infra*, sez. III).

Si noti, peraltro, che analoghe preoccupazioni, legate al rischio sociale dei contratti derivati, hanno ispirato il recente reg. UE n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni.

Non stupisce, quindi, che gli *swap* e, più in generale, gli strumenti derivati di tipo speculativo, spesso fonte di consistenti perdite pecuniarie a carico degli investitori, abbiano sollevato il dubbio circa la sussistenza di una causa idonea ad attribuirgli piena rilevanza giuridica. Un dubbio, questo, che si riallaccia all'idea, avanzata da alcune voci della dottrina, secondo cui tali contratti, avendo per oggetto la speculazione sul futuro andamento dei tassi d'interesse, degli indici di cambio fra valute o del prezzo di determinati beni, debbano essere accostati alla figura della scommessa, alla quale, per antica tradizione, si applica la noma dell'art. 1933 cod. civ.: la regola che, rispetto ai debiti di gioco e di scommessa, preclude al creditore di azionare la sua pretesa creditoria, salva, in ogni caso, l'irripetibilità di quanto spontaneamente pagato dal debitore capace.

È chiaro che, in mancanza di norme devianti dai principi comuni, come quelle dedicate alle scommesse autorizzate, questa ricostruzione è destinata a relegare i derivati speculativi, compresi gli *swap*, in una posizione di secondo piano: ciò perché, accostandoli alle scommesse pure e semplici, caratterizzate da una funzione lucrativa e consegnata agli esiti della sorte, verrebbe a mancare, in base al citato art. 1933, quella tutela che l'ordinamento appresta in funzione della giuridicità del vincolo contrattuale. Per questa ragione, la materia ha formato oggetto di ripetuti interventi da parte del legislatore.

In origine, l'abrogato art. 23, comma 4°, della l. 2.1.1991, n. 1 (*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*), ha disposto l'inapplicabilità dell'art. 1933 cod. civ. ai «contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute».

Ma l'equivoca formulazione della norma ha sollevato un vivace dibattito, approdato nelle aule giudiziali, circa la sua sfera operativa: in particolare, ci si è chiesti se tale regola, deviante dai principi comuni, fosse applicabile anche agli *swap*, a cominciare dai cc.dd. «*domestic currency swap*». Non sono, infatti, mancate pronunce che hanno risolto il quesito in senso negativo: a questo proposito, insistendo sulla distinzione fra *swap* speculativi e di copertura, si è osservato che la prima tipologia di contratto, essendo sprovvista di una giustificazione causale idonea a fondare la piena tutela della parte creditrice, deve essere qualificata come scommessa non azionabile *ex art.* 1933 cod. civ. (v., in tal senso, Trib. Milano, 26.5.1994, *infra*, sez. III).

Il problema è stato superato grazie a successive novelle, più esplicite rispetto al precedente conforme: dapprima, con l'abrogato art. 18, comma 4°, del d. legis. 23.7.1996, n. 415 (*Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi*); poi, con il vigente art. 23, comma 5°, del t.u.f. Per vero, tale ultima norma stabilisce che, con riguardo alle operazioni su derivati compiute nell'ambito della prestazione di servizi ed attività d'investimento, la regola dell'art. 1933 cod. civ. deve essere disapplicata.

Chiaramente, il legislatore ha inteso riconoscere, anche in mancanza di specifiche esigenze di copertura, piena rilevanza giuridica ai contratti derivati, sottraendoli al trattamento riservato, in base al disegno del codice, alle scommesse non autorizzate. Per giustificare questa scelta, ispirata dalle direttive di fonte sovranazionale, si è insistito, ancor di recente, su complesse valutazioni di ordine economico, legate, principalmente, all'incidenza di tali contratti sull'efficienza complessiva del mercato finanziario (v., da ultimo, Maffei, *Contratti*, 604 ss., *infra*, sez. IV).

Giova segnalare, in proposito, che dal mutato quadro normativo ha tratto origine un nuovo orientamento giurisprudenziale, proclive a ravvisare negli *swap*, siano essi speculativi o di copertura, negozi provvisti di causa lecita e meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico (v., da ultimo, Trib. Verona, 25.3.2013, *infra*, sez. III).

Attualmente, quindi, il problema della rilevanza giuridica degli *swap*, connesso alla previsione del citato art. 1933, rimane

aperto solo per i contratti conclusi al di fuori della prestazione dei servizi d'investimento, quando, cioè, nessuna delle parti è un intermediario debitamente autorizzato.

4. Nullità dello swap per mancanza di «causa in concreto». Ammesso, così, che gli *swap* stipulati con intermediari finanziari costituiscono accordi meritevoli di piena rilevanza giuridica, qualunque ne sia la concreta declinazione (speculativa o di copertura), l'attenzione si è concentrata sul tentativo di ricostruirne in modo unitario la giustificazione causale. Con riguardo agli *i.r.s.*, tale giustificazione, desunta dagli elementi costanti della fattispecie negoziale, è stata ravvisata nello scambio di flussi di cassa, corrispondenti, secondo lo schema già descritto, agli interessi calcolati sul medesimo nozionale (Afferini, 759; Pagnoni, 1415, entrambi *infra*, sez. IV; nonché, in giurisprudenza, Trib. Pescara, 24.10.2012, *infra*, sez. III).

Non è pacifico, però, se gli *swap* su tassi d'interesse, una volta ricostruiti come contratti a prestazioni corrispettive, siano destinati a cadere nelle maglie dei negozi aleatori od in quelle degli accordi di tipo commutativo. Secondo l'opinione prevalente, si tratta di contratti caratterizzati dalla bilateralità dell'alea, la quale, sotto il profilo causale, pone a carico di entrambe le parti il rischio generato da un fattore casuale, deputato a ripercuotersi, nel corso del rapporto, sull'equilibrio delle prestazioni contrattuali (v. Inzitari, 615; Gazzoni, 1327). Se ne deduce, in base a questa ricostruzione, che agli *swap* devono essere applicate le norme degli artt. 1448, comma 4°, e 1469 cod. civ., con conseguente esclusione della rescissione per lesione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

Minoritaria, per contro, appare l'opposta soluzione, che concepisce gli *swap* come contratti commutativi, sul rilievo per cui, nell'ambito di tali accordi, l'esistenza delle prestazioni a carico dei contraenti è certa fin dal principio, come certa è, in base ai criteri che ne consentono l'esatta determinazione, l'entità delle prestazioni medesime (Caputo Nasseti, *I contratti*, 74 ss., *infra*, sez. IV). In quest'ottica, con particolare forza si è affermato che il rischio concernente la variazione dei tassi d'interesse non costituisce l'oggetto dello scambio realizzato dagli *i.r.s.*, il quale, di conseguenza, dovrebbe ritenersi estraneo alla struttura del negozio. Anzi, nella stessa direzione, è stato proposto, in senso meramente descrittivo, di accostare lo *swap* al contratto di permuta con consegne differite nel tempo.

Sul versante giurisprudenziale, alcune pronunce hanno precisato che, sebbene la giustificazione causale degli *i.r.s.* risieda nello scambio di flussi di cassa, è possibile individuare, caso per caso, anche una causa in concreto (v., in tal senso, Trib. Orvieto, 12.4.2012, *infra*, sez. III).

Secondo la teoria della causa in concreto, pure i motivi che hanno indotto le parti a contrarre, desumibili dalla configurazione di volta in volta assunta dall'operazione economica, ben possono penetrare all'interno dello schema causale del negozio (per tutti, Bianca, 461, *infra*, sez. IV). In sostanza, il concetto di «causa concreta», che designa la sintesi degli interessi perseguiti dai contraenti, si contrappone a quello di «causa in astratto», il quale, per antica tradizione, si riferisce alla funzione economico-sociale del contratto, depurata dal riferimento al movente psicologico che ha spinto le parti a perfezionare l'accordo e, rispetto ai negozi tipici, già individuata in sede legislativa. Quindi, ragionando in chiave di causa concreta, è possibile ammettere che i motivi soggettivi, tradizionalmente ritenuti irrilevanti, salva la previsione dell'art. 1345 cod. civ., siano in grado d'integrare gli elementi essenziali della struttura contrattuale (v., fra le altre, Cass., 8.5.2006, n. 10490; Cass., 12.11.2009, n. 23941, entrambe *infra*, sez. III). Si noti, peraltro, che i due concetti non sono fra loro incompatibili: come ha fatto la giurisprudenza appena richiamata, si può sostenere che, accanto alla causa astratta del negozio, comune a tutte le fattispecie rientranti nella medesima categoria contrattuale, vi sia anche una causa concreta, destinata a variare secondo le finalità di volta in volta poste a fondamento dell'accordo.

Quanto agli *swap* su tassi d'interesse, la loro causa concreta è stata ravvisata, secondo gli interessi riferibili ai contraenti, nella funzione speculativa o di copertura che caratterizza, caso per caso, lo strumento finanziario. Così ragionando, si è giunti alla conclusione che, qualora l'investitore abbia concluso lo *swap* per soddisfare specifiche esigenze di copertura e quest'ultimo, per come strutturato dall'intermediario finanziario, si presenti quale negozio essenzialmente speculativo, tale contratto debba considerarsi nullo per mancanza di causa in concreto (Trib. Bari, 15.7.2010; Trib. Monza, 17.7.2012; Trib. Ravenna, 8.7.2013, tutte *infra*, sez. III).

Ma, contro questa conclusione, sviluppata per tutelare la posizione dell'investitore, si è obiettato che lo scopo perseguito dai contraenti, sia esso la copertura di un rischio preesistente o la speculazione sull'andamento dei tassi d'interesse, non reagisce sulla struttura dell'accordo, trattandosi, in realtà, di un semplice motivo soggettivo, il quale, secondo i principi, dovrebbe ritenersi estraneo alla giustificazione causale dell'operazione finanziaria (Capaldo, 60; Girino, 29; Maffei, *I contratti*, 261, tutti *infra*, sez. IV).

5. Nullità dello swap per squilibrio dell'alea contrattuale. Di recente, muovendo dal presupposto che negli *swap* sia ravvisabile un contratto con alea bilaterale, una parte della giurisprudenza ha posto in rilievo un altro possibile vizio di tale contratto, esso pure pertinente al profilo della sua giustificazione causale.

Si è sostenuto, cioè, che lo *swap* debba ritenersi nullo, per un difetto genetico della causa, quando l'intermediario, nel configurare il contenuto del negozio, faccia in modo di assicurarsi, fin dal principio, un risultato a lui favorevole, eliminando, così, quella bilateralità dell'alea che dovrebbe caratterizzare, sotto il profilo strutturale, l'intera operazione finanziaria. A fondamento di questo assunto, si è invocata, oltre tutto, l'asserita ripugnanza dell'ordinamento per i contratti con alea unilaterale, che riversano su un solo contraente, anziché su entrambi, il rischio di un determinato evento casuale. Si

è, infatti, affermato che gli *swap* sono immeritevoli di tutela se l'alea è troppo sbilanciata in favore dell'intermediario, «il quale si presenta al "tavolo del gioco" con molte più possibilità di successo rispetto all'altro giocatore, per aver esso stesso dettato le regole del gioco» (Trib. Salerno, 2.5.2013, *infra*, sez. III).

Questa soluzione recepisce i rilievi formulati da alcuni interpreti, secondo i quali, ove l'alea del contratto sia riversata, in tutto od in via principale, sull'investitore, difetta una giustificazione causale idonea a sorreggere l'operazione negoziale, poiché, in tale ipotesi, nessuna delle finalità perseguite dall'investitore medesimo può essere concretamente soddisfatta, siano esse speculative o di copertura (Maffei, *I contratti*, 262).

Con la prima delle sentenze qui annotate, il Tribunale di Ravenna ha ripreso ed approfondito tale soluzione. Per vero, dopo aver accertato che, in base alle loro caratteristiche concrete, gli *swap* stipulati dall'investitore erano inadeguati a soddisfare le sue esigenze di copertura, il Giudice ha dichiarato di prestare adesione alla «tesi della nullità del contratto aleatorio unilaterale, nel quale cioè ogni rischio ed alea del mercato è imposto ed addossato ad una sola delle parti, restando l'altra sovrana del rapporto ed al riparo da qualsiasi ipotesi sfavorevole derivante dallo stesso andamento dei medesimi indici di riferimento». All'esito di questa declamazione di principio, tali contratti sono stati dichiarati nulli per mancanza di causa in concreto, in quanto viziati da uno «squilibrio aleatorio» che rendeva sostanzialmente impossibile, per l'investitore, la realizzazione dello scopo di copertura da lui perseguito.

Si noti, peraltro, che questo indirizzo si fonda sull'irrelevanza della distinzione tra finalità speculativa e di copertura, poiché, in base ad esso, il difetto di causa in concreto dello *swap* dipende dalla mancanza di alea bilaterale, la quale, in contraddizione con la causa «tipica» di tale contratto, impedirebbe, nell'ottica dell'investitore, di concretizzare ognuna delle menzionate finalità.

Di principio, la ricostruzione offerta dal Tribunale di Ravenna merita di essere condivisa. Aderendo, infatti, all'opinione prevalente, secondo cui lo *swap* costituisce un contratto sostanzialmente aleatorio, è lecito affermare che, qualora l'intermediario abbia strutturato lo strumento finanziario in modo tale da garantirsi un risultato favorevole, il contratto si presenta senza rischio e, quindi, deve ritenersi nullo per un difetto della causa. Ovviamente, così ragionando, l'elemento più delicato e di maggiore complessità attiene al profilo probatorio: affinché lo *swap* possa essere dichiarato nullo, si deve accertare, all'esito di una «prognosi postuma», che le perdite subite dall'investitore sono dipese, anziché da eventi casuali ed estranei al controllo delle parti, dalla concreta configurazione del negozio, la quale, fin dal principio, abbia consentito all'intermediario di sottrarsi alle conseguenze negative di tali eventi.

6. Swap e scommesse «autorizzate»: nullità per «irrazionalità» della scommessa. Rispetto alle soluzioni sin qui descritte, tutte incentrate sulla causa degli *swap*, quella proposta dalla seconda sentenza di cui si tratta, pronunciata dalla Corte d'Appello di Milano, si distingue certamente per la sua originalità.

Riprendendo le fila dell'antico dibattito sulla natura degli *swap*, questa sentenza è giunta alla conclusione che tale contratto, qualunque ne sia la concreta declinazione (speculativa o di copertura), costituisca una scommessa legalmente autorizzata, cui l'ordinamento, all'esito di una valutazione di meritevolezza compiuta in sede legislativa, annette piena rilevanza giuridica. Decisivo, al riguardo, è stato ritenuto il dato normativo contenuto nell'art. 23, comma 5°, del t.u.f., il quale, nel sottrarre i contratti derivati alla disciplina dell'art. 1933 cod. civ., sempreché gli stessi siano stati conclusi nell'ambito della prestazione di servizi d'investimento, avrebbe poco senso se tali contratti, compresi gli *swap* su tassi d'interesse, non fossero vere e proprie scommesse.

Per quest'ultimo aspetto, la Corte milanese ha superato le resistenze opposte da una parte degli interpreti, secondo cui, nonostante alcuni punti di contatto, lo *swap* non può essere avvicinato alla scommessa pura e semplice: la differenza sarebbe facilmente percepibile, sol che si consideri che, mentre la scommessa ha per oggetto un rischio creato «artificialmente», al fine di consentire la speculazione delle parti, il contratto di *swap* si riferisce ad un rischio già esistente, all'epoca della stipulazione, sul piano socio-economico, rispetto al quale, il più delle volte, tale contratto svolgerebbe una funzione di «garanzia» (Gazzoni, 1328).

Ma la sentenza qui annotata è andata ben oltre. Per vero, si è ritenuto che la scommessa sul futuro andamento dei tassi d'interesse, sottratta al trattamento previsto dal citato art. 1933, meriti piena rilevanza giuridica solo se compiuta su base razionale, cioè all'esito di un'attenta valutazione di tutti i dati disponibili: ciò perché, nella logica del legislatore, la meritevolezza degli *swap*, che ne giustifica l'espressa autorizzazione, dipenderebbe, appunto, dalla razionalità della scommessa posta a loro fondamento, la quale dovrebbe essere affidata, anziché al mero gioco della sorte, alla concretizzazione di scenari probabilistici valutabili, con piena cognizione di causa, fin dal principio.

Qualora, quindi, l'investitore non sia stato posto nella condizione di operare una scelta razionale, anche, e soprattutto, per l'asimmetria informativa che lo separa dall'intermediario, il contratto di *swap* dovrebbe ritenersi viziato da un difetto genetico della sua giustificazione causale. Si noti, in proposito, che la Corte d'Appello di Milano ha tratto dal proprio ragionamento le conseguenze più gravi: con una decisa presa di posizione, essa ha sostenuto che la razionalità costituisce un attributo specifico della causa degli *swap*, il cui difetto, secondo i principi, genera nullità *ex art.* 1418 cod. civ.

Sebbene la Corte lo abbia escluso, questa soluzione comporta che l'inadempimento degli obblighi informativi a carico dell'intermediario sia attratto, almeno in parte, nell'orbita della validità dell'operazione finanziaria. Per vero, qualora l'intermediario abbia ommesso di fornire alla controparte le informazioni necessarie per valutare appieno l'alea contrattuale,

cioè per razionalizzare la scommessa ed i suoi possibili esiti futuri, tale soluzione impone di considerare nullo il contratto, con tutte le ricadute sul piano restitutorio.

Nonostante la sentenza qui annotata sia ispirata dall'intento, certamente condivisibile, di tutelare l'investitore, spesso concepito come contraente debole, appare lecito formulare alcuni rilevanti criticità.

Sul piano operativo, non si può fare a meno di ricordare le acute osservazioni di un'autorevole voce della dottrina, la quale, in tema di derivati in generale, ha revocato in dubbio la distinzione fra speculazione razionale, fondata sulla piena padronanza delle informazioni disponibili, e scommessa irrazionale, legata al capriccio della sorte: questo perché, nell'ambito delle operazioni su derivati, quel «che sarà in futuro dipende da un così grande numero di variabili - molte delle quali da qualificarsi, oltre tutto, come fattori straordinari e imprevedibili - da rendere insusciabile di valutazione razionale la previsione fondata sui dati attualmente disponibili» (Gabrielli, 1135). Se ne deduce che, volendo accedere alla ricostruzione proposta dalla Corte d'Appello di Milano, risulta assai difficile, per non dire impossibile, stabilire quando l'investitore, nel concludere il contratto di *swap*, abbia compiuto una scelta effettivamente razionale e ponderata, con conseguente validità del negozio.

Sotto il profilo giuridico, poi, la conclusione cui è pervenuta la pronuncia di cui si tratta, incentrata sulla nullità degli strumenti finanziari, non risulta del tutto coerente con le premesse logiche poste a suo fondamento. Se davvero lo *swap* costituisce una scommessa e, secondo la volontà del legislatore, la sua piena rilevanza giuridica, sancita dall'art. 23, comma 5°, del t.u.f., dipende dalla razionalità di tale scommessa, è più corretto affermare che, qualora lo *swap* non sia stato concluso su base razionale, esso sia destinato a cadere nelle maglie dell'art. 1933 cod. civ., ferma restando, in ogni caso, la validità dell'accordo. Per vero, dal disegno codicistico si evince che, in difetto di frode, le scommesse non autorizzate ed affidate agli esiti della sorte, per quanto giudicate immeritevoli di piena tutela giuridica, devono ritenersi valide: se così non fosse, non si spiegherebbe perché il contraente capace, che abbia perso la scommessa, non possa ripetere le somme spontaneamente pagate. D'altra parte, in mancanza di un'espressa norma proibitiva, sembra eccessivo sostenere che lo *swap*, in quanto frutto di una decisione irrazionale operata dall'investitore, debba essere trattato alla stregua di una scommessa illecita, la quale, oltre tutto, rischierebbe di essere penalmente sanzionata (artt. 718 ss. cod. pen.).

A conclusione di queste note, sia consentita una breve riflessione di carattere più generale.

Diversamente da quanto sembra emergere dalle sentenze qui annotate, la nullità dello *swap* per vizi attinenti alla causa, non si presenta necessariamente come strumento di tutela per l'investitore deluso. Per vero, in presenza di un difetto che incide sulla validità del contratto, tale difetto può essere fatto valere da entrambi i contraenti, compreso l'intermediario, anche se, in concreto, l'investimento ha prodotto esiti favorevoli per l'investitore; nel qual caso, la tutela del cliente dovrebbe essere ricercata, ancora una volta, nei rimedi contro la violazione degli obblighi comportamentali a carico dell'intermediario o, più in generale, nella previsione dell'art. 1338 cod. civ.

### III. I precedenti

1. Riferimenti normativi e definizione di «interest rate swap». In mancanza di una definizione di fonte legislativa, anche la giurisprudenza ha contribuito ad elaborare la nozione di «*swap*»: v., *ex multis*, Trib. Torino, 12.12.1998, in *Giur. it.*, 1998, 1881; Cass., 19.5.2005, n. 10598, in *Rep. Foro it.*, 2005, voce «Borsa», n. 11; Trib. Verona, 14.8.2005, in [www.dejure.giuffre.it](http://www.dejure.giuffre.it).

2. Esigenze di «copertura» alla base dei contratti derivati. La distinzione, operata nell'ambito dei contratti derivati, tra finalità speculative e di copertura emerge da numerose sentenze: v., di recente, Trib. Bari, 15.7.2010, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 781, con nota di Parziale; Trib. Orvieto, 12.4.2012, *ibidem*, II, 700, con nota di Minneci; Trib. Monza, 17.7.2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Ravenna, 8.7.2013, *ibidem*.

Sulla possibilità di accostare, almeno dal punto di vista figurativo, gli *swap* di copertura al contratto di assicurazione, v. Trib. Lanciano, 6.12.2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 131, con nota di Gilotta.

3. Funzione «speculativa» dell'i.r.s. e dubbi circa la «causa sufficiente». In un primo tempo, complice anche il diverso quadro normativo di riferimento, la giurisprudenza di merito ha ravvisato negli *swap* speculativi una scommessa non autorizzata, soggetta, in quanto tale, al regime dell'art. 1933 cod. civ.: v., in tal senso, Trib. Milano, 26.5.1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, 80, con nota di Perrone.

Con le novelle che hanno portato all'introduzione dell'art. 23, comma 5°, t.u.f., l'orientamento giurisprudenziale è mutato, nel senso che, di principio, anche agli *swap* di tipo speculativo è stata riconosciuta piena rilevanza giuridica: v., da ultimo, Trib. Verona, 25.3.2013, in [www.dejure.giuffre.it](http://www.dejure.giuffre.it).

Quanto ai limiti, di fonte legale, che gli enti pubblici territoriali devono rispettare nella stipulazione di contratti derivati, v. Corte cost., 18.2.2010, n. 52, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 1, con nota di Girino; Trib. Pescara, 12.4.2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

4. Nullità dello *swap* per mancanza di «causa in concreto». Riconosciuta la piena rilevanza giuridica degli *swap*, qualunque ne sia la concreta declinazione (speculativa o di copertura), la giurisprudenza ha individuato la causa di tali contatti nello scambio periodico di flussi finanziari: da ultimo, Trib. Pescara, 24.10.2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Nonostante questo, alcune pronunce hanno precisato che, accanto alla causa «astratta» dello *swap*, è possibile isolare anche

una causa «in concreto», consistente, secondo i casi, nella funzione speculativa o di copertura dello strumento finanziario: v., infatti, Trib. Orvieto, 12.4.2012, cit.

Questa conclusione riposa sull'idea che, al di là di una valutazione condotta in astratto, cioè legata allo schema tipologico prescelto dai contraenti, la causa del contratto ben possa essere ravvisata nella sintesi degli interessi concretamente perseguiti dai contraenti (c.d. «causa concreta»): v., in generale, App. Milano, 22.11.1991, in *Giur. merito*, 1993, 1016, con nota di Cricenti; Cass., 19.2.2000, n. 1898, in *Giust. civ.*, 2001, I, 2481; Cass., 8.5.2006, n. 10490, in *Rass. dir. civ.*, 2008, 564, con nota di Rossi; Cass., 12.11.2009, n. 23941, in questa *Rivista*, 2010, I, 448, con nota di Di Leo; Trib. Palermo, 9.9.2012, in *www.leggiditaliaprofessionale.it*.

Si è, quindi, sostenuto che, qualora il contratto di *swap* risulti inidoneo a soddisfare le finalità, speculative o di copertura, concretamente perseguite dall'investitore, tale contratto deve ritenersi nullo per mancanza di causa in concreto: Trib. Bari, 15.7.2010, cit.; Trib. Bari, ord. 5.1.2012, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Monza, 17.7.2012, cit.; App. Trento, 3.5.2013, n. 3459, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Ravenna, 8.7.2013, cit.

5. Nullità dello *swap* per squilibrio dell'alea contrattuale. Per considerazioni analoghe a quelle contenute nella prima delle sentenze qui annotate, pronunciata dal Tribunale di Ravenna, v. Trib. Brindisi, 30.12.2005, n. 1417, in *www.ilcaso.it*; Trib. Brindisi, 8.7.2008, *ibidem*; Trib. Salerno, 2.5.2013, *ibidem*. Ma v. anche, sul punto, Trib. Milano, 19.4.2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, con nota di Girino, il quale, però, ha accertato che, nel caso sottoposto al suo esame, i contratti di *swap* non potevano ritenersi nulli per mancanza di alea bilaterale.

6. Swap e scommesse «autorizzate»: nullità per «irrazionalità» della scommessa. Non si rinvencono, fra le sentenze edite, precedenti specifici sul punto.

#### IV. La dottrina

1. Riferimenti normativi e definizione di «interest rate swap». Per uno sguardo d'insieme sulla categoria dei contratti derivati, v. Gabrielli, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. e impr.*, 2009, 1133 ss.; Girino, *I contratti derivati*, 2a ed., Giuffrè, 2010; Maffei, voce «Contratti derivati», nel *Digesto IV ed., Disc. priv., sez. civ., Agg., V*, Utet, 2010, 353 ss.; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, 2a ed., Giuffrè, 2011; Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 541 ss.; Maggiolo, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, nel *Trattato Cicu-Messineo*, XIII, Giuffrè, 2012, 8 ss.; Rocchio, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 106 ss.

Non trascurabili, per un corretto inquadramento della fattispecie che qui interessa, sono le osservazioni di Roppo, *Il contratto*, nel *Trattato Iudica-Zatti*, Giuffrè, 2001, 56, e di De Nova, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.

Con specifico riguardo agli *swap*, cfr. Inzitari, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, 597 ss.; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 112 ss.; Caputo Nasseti, *Della causa del contratto di swap domestico*, in *Studium iuris*, 1998, 245 ss.; Irrera, voce «swap», nel *Digesto IV ed., Disc. priv., sez. comm.*, XV, Utet, 1998, 314 ss.; De Iulii, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 391 ss.; Sangiovanni, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 201 ss.; Racugno, *Lo swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 39 ss.; Orefice, *Orientamenti giurisprudenziali in tema di swap*, in questa *Rivista*, 2011, II, 629 ss.; Sangiovanni, *Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*, in *Contratti*, 2012, 132 ss.; Maffei, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, 648 ss.

2. Esigenze di «copertura» alla base dei contratti derivati. Sul punto, oltre alle opere già citate, v. pure Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 652 ss.; Pagnoni, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, II, 2a ed., nel *Trattato Rescigno-Gabrielli*, Utet, 2011, 1405 ss.; Tommasini, *Interest rate swap con funzione di copertura e causa concreta del contratto*, in questa *Rivista*, 2013, I, 103 ss.

Generale è il rilievo, da parte degli interpreti, che lo *swap* con finalità di copertura, assimilabile, per certi aspetti, al contratto di assicurazione, debba ritenersi sorretto da una causa che gli attribuisce piena rilevanza giuridica: così, fra gli altri, Gabrielli, 1134; Gazzoni, *Manuale di diritto privato*, 14a ed., Esi, 2009, 1327. Contro la possibilità di accostare tale *swap* al contratto di assicurazione, v., invece, Cimino, *Profili fiscali del contratto di swap*, Giuffrè, 2007, 67 ss.

3. Funzione «speculativa» dell'irs. e dubbi circa la «causa sufficiente». Sulla difficoltà di stabilire, in concreto, le ragioni che hanno indotto le parti a stipulare il contratto di *swap*, Girino, 26 ss. Per quanto attiene, poi, alla distinzione fra *swap* speculativi e di copertura, v. Barcellona, *Strumenti*, 541 ss.; Pagliantini-Vigoriti, *I contratti di «swap»*, in *I contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati e società*, a cura di Gitti, Maugeri e Notari, Il Mulino, 2012, 194. Critici in merito al fondamento, oltre che all'utilità, di tale distinzione sono, fra gli altri, Di Raimo, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di Cortese e Sartori, Edizioni ETS, 2010, 44 ss.; Maffei, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, fasc. 3, 2013.

Fra le opere più recenti, dedicate all'utilizzo degli strumenti derivati da parte di enti pubblici territoriali, si possono

ricordare: Mazzeo, *Niente più derivati per gli enti locali*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 945 ss.; Miotto, *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica: gli equilibri indicati dalla legge finanziaria 2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, 327 ss.; *Contratti swap: rischi e opportunità per imprese ed enti locali. Aspetti applicativi e distorsione del modello*, a cura di Menicucci, Esi, 2012; Scognamiglio, *Autotutela e attività contrattuale della pubblica amministrazione, a proposito di contratti swap stipulati da enti locali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 304 ss.

Quanto, infine, alle ragioni, anche di tipo economico, che ispirano la norma dell'art. 23, comma 5°, del t.u.f., v., fra le opere di mole minore, Maffei, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 604 ss. Ma v. anche, per utili riferimenti, Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, 82 ss.; Angeretti, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. it.*, 1996, I, 50 ss.; Capaldo, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587 ss.; Ferrario, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *Contratti*, 2000, 255 ss.; Fiaschi, *Il contratto di «swap» e la sua funzione speculativa*, in *Dir. e prat. soc.*, 2002, 67 ss.

4. Nullità dello swap per mancanza di «causa in concreto». Anche in dottrina prevale l'idea che la causa dello swap su tassi d'interesse debba essere ravvisata nello scambio periodico di flussi di cassa: v., per tutti, Afferini, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Società*, 2008, 759; Meucci, «Operatore qualificato» nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva Mifid, in *Obbl. e contr.*, 2008, 345; Pagnoni, 1415. Si è aggiunto che si tratta di un negozio aleatorio, contraddistinto, sotto il profilo causale, dalla bilateralità dell'alea: così Inzitari, 615; Giuliani, *I «titoli sintetici» tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, 91; Capaldo, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, 49; Inzitari, *Gli swap come contratti di controllo del rischio*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni novanta*, a cura di Minervini, Esi, 1993, 63 ss.; Agostinelli, 113 ss.; Gazzoni, 1327. Ma v. anche, in senso contrario, Aversa-Alpigiani, *Disciplina giuridica dei derivati*, Le Fonti, 2009, 44 ss.; Caputo Nasseti, *I contratti*, 74 ss., secondo il quale, a differenza di quanto sostenuto dall'orientamento maggioritario, lo swap costituisce un contratto di tipo commutativo; Pagnoni, 1414 s.

Si ricordi, inoltre, che gli interpreti sono proclivi a ritenere che le finalità concretamente perseguite dalle parti, siano esse speculative o di copertura, costituiscano semplici motivi soggettivi, estranei, come tali, alla giustificazione causale dello swap: cfr. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, 60; Girino, 29; Maffei, *I contratti*, 261. Ma v. anche, per utili riferimenti, M. Semeraro, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, 27, 2013.

Sulla nozione di «causa in concreto», v., in generale, Bianca, *Diritto civile, 3, Il contratto*, 2a ed., Giuffrè, 2000, 461 ss.; Roppo, 375 ss.; Rolli, *Causa in astratto e causa in concreto*, Cedam, 2008, 66 ss.; Gazzoni, 830 s.; Roppo, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 957 ss.

5. Nullità dello swap per squilibrio dell'alea contrattuale. Ben prima della sentenza qui annotata, questa soluzione è stata proposta, in dottrina, da Maffei, *I contratti*, 262. Si tratta, infatti, di una soluzione che si trova più volte ripetuta negli scritti dell'Autore, anche in quelli più recenti.

6. Swap e scommesse «autorizzate»: nullità per «irrazionalità» della scommessa. Anche in dottrina vi è stato, ancor di recente, chi ha assimilato i contratti derivati, compresi gli swap, alle scommesse: v., infatti, Gabrielli, 1133 ss.; Maffei, *Contratti*, 604 ss. Non si tratta, peraltro, di una ricostruzione del tutto pacifica: v. infatti, in senso contrario, Gazzoni, 1328, con specifico riguardo agli swap su valute; Fercia, *Le obbligazioni naturali*, nel *Trattato delle obbligazioni*, diretto da Garofalo e Talamanca, I, *La struttura e l'adempimento*, 3, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, a cura di Garofalo, Cedam, 2010, 313 s.

Per una critica alla distinzione, da altri proposta, fra speculazione razionale, fondata su scelte ponderate e consapevoli, e scommesse irrazionali, sottoposte, per contro, al mero capriccio della sorte, v. ancora Gabrielli, 1134.

## I DERIVATI E LA CAUSA NEGOZIALE. L'"AZZARDO" OLTRE LA SCOMMESSA: I DERIVATI SPECULATIVI, L'ECCEZIONE DI GIOCO E IL VAGLIO DEL GIUDIZIO DI MERITEVOLEZZA

Mario Barcellona

R.D.L. 14-05-1925, n. 601, art. 5

Il problema del rapporto tra disciplina dell'"azzardo" e contratti di borsa - come viene di solito ricordato - è vecchio di oltre un secolo: già se ne discuteva, e piuttosto animatamente, nei primi del Novecento a proposito dei contratti differenziali. I c.d. contratti differenziali erano, per lo più rappresentati come contratti a termine su merci, titoli o cambi, suscettibili di adempiere tanto ad una funzione di scambio (mediante il loro adempimento alla scadenza) che ad una funzione speculativa (attraverso la liquidazione della differenza tra prezzo convenuto e prezzo di rivendita o di mercato al momento della scadenza). Rispetto ad essi, proprio in dipendenza del loro possibile uso speculativo, fu posta, per la prima volta, la questione della proponibilità dell'eccezione di gioco. Il vecchio dibattito sui contratti differenziali non può essere immediatamente posto in continuità con l'attuale problema della riferibilità dell'eccezione di gioco agli attuali derivati. *Swaps, options, futures*, ecc., infatti, si strutturano secondo schemi molto diversi (tra loro e al loro stesso interno) che non sembrano, per lo più, propriamente assimilabili al vecchio modello dei contratti differenziali sui quali si discuteva già all'inizio del secolo scorso. Solitamente si ritiene che i modi nei quali un rischio può venire in considerazione in un derivato siano tre e che, alla fine, (seppur con moltissime deviazioni) corrispondano agli schemi di massima dei (*rectius*: ai modi in cui un rischio appare dedotto nei) *futures*, degli *swaps* e delle *options*. Questi contratti si distinguono l'uno dall'altro non per la natura del rischio, che in essi è considerato, bensì per il modo in cui un tal rischio, quale che sia, è in essi dedotto. Queste differenze, in termini più o meno analoghi, sono note da tempo e vengono solitamente designate attribuendo ai derivati, rispettivamente, funzione di copertura (*hedging*) e funzione speculativa (*trading*). La funzione di copertura suppone, in ogni caso, che si dia già un rischio che grava su di un contraente, che il contratto lo liberi da tale rischio trasferendolo sull'altro contraente e che quest'ultimo in cambio di tale prestazione (di protezione) riceva una ricchezza di ritorno (attraverso il "premio" o la protezione da un rischio eguale e contrario). La funzione speculativa suppone, invece, che i contraenti non subiscano già il rischio considerato in contratto, che, perciò, la liberazione da tale rischio non si dia come un'utilità (= merce) per nessuno di essi e che il riferimento a tale rischio, di conseguenza, operi solo per individuare chi tra i due, al suo esito, si arricchirà a spese dell'altro. Anche questa funzione, dunque, sembra darsi oggettivamente in ragione del fatto che, non dandosi alcuna utilità (= merce) da comprare e vendere, non si dà alcuno scambio, sicché quel che giunge nel patrimonio di un contraente sembra non attraversare il vaglio della domanda e dell'offerta e, perciò, sembra giungervi sottraendosi alla logica del mercato ed alla razionalità generale che le è propria.

Sommario: 1. Il precedente dei contratti differenziali e l'eccezione di gioco. - 2. I derivati: una prassi negoziale multiforme riducibile a due schemi fondamentali. - 3. I c.d. derivati speculativi e la scommessa. - 4. Funzione di copertura e funzione speculativa tra causa e motivi. - 5. La pretesa astrattezza dei derivati ed il c.d. sinallagma puro. - 6. Dalla "merce artificiale" allo "scambio fittizio": i derivati speculativi, l'azzardo e il paradigma circolatorio che implementano. - 7. Dai derivati speculativi come scommessa autorizzata alla loro soggezione al giudizio di (im)meritevolezza. - 8. L'irriferevolezza ai derivati speculativi dell'immunità dall'eccezione di gioco.

1. - Il problema del rapporto tra disciplina dell'"azzardo" e contratti di borsa - come viene di solito ricordato<sup>(1)</sup> - è vecchio di oltre un secolo: già se ne discuteva, e piuttosto animatamente, nei primi del Novecento a proposito dei contratti differenziali. I c.d. contratti differenziali erano, per lo più rappresentati come contratti a termine su merci, titoli o cambi, suscettibili di adempiere tanto ad una funzione di scambio (mediante il loro adempimento alla scadenza) che ad una funzione speculativa (attraverso la liquidazione della differenza tra prezzo convenuto e prezzo di rivendita o di mercato al momento della scadenza)<sup>(2)</sup>.

Rispetto ad essi, proprio in dipendenza del loro possibile uso speculativo, fu posta, per la prima volta, la questione della proponibilità dell'eccezione di gioco<sup>(3)</sup>.

A porre all'ordine del giorno tale questione contribuì, non poco, la determinazione del Legislatore tedesco che nel § 764 del BGB espressamente aveva disposto che "se un contratto avente per oggetto la fornitura di merci o di titoli è concluso nell'intendimento che la differenza tra il prezzo concordato e il prezzo di borsa o di mercato all'epoca della consegna venga pagato dalla parte perdente alla parte vincente, il contratto è da considerarsi come giuoco. Ciò vale anche nel caso che l'intenzione di una delle parti sia diretta al pagamento della differenza e che l'altra parte conosca o debba conoscere codesta intenzione".

In Italia le cose andarono un po' diversamente: il legislatore non solo non introdusse alcuna previsione generale equivalente a quella del BGB (se non relativamente all'acquisto di derrate su mercati esteri e ai cambi con divise estere), ma anzi introdusse nuove disposizioni (l'art. 5 del D.L. n. 601/1925) il cui tenore equivoco si prestava a suggerire una sorta di liberalizzazione dei contratti differenziali<sup>(4)</sup>.

Lasciata, così, all'interpretazione, la questione del rapporto tra contratti differenziali e eccezione di gioco vide giurisprudenza e dottrina non del tutto perfettamente allineate. A differenza della giurisprudenza, che, talvolta almeno, sembrò propensa a tramutare i numerosi interventi legislativi del tempo a protezione della lira e delle produzioni nazionali

in generale disfavore verso le attività speculative<sup>(5)</sup>, la dottrina, per lo più, si mostrò critica verso la possibilità di distinguere gli ordinari contratti a termine dai contratti differenziali, e comunque di sottoporre questi ultimi all'eccezione di gioco<sup>(6)</sup>. Molte delle argomentazioni elaborate a questo fine non sempre sembrano del tutto convincenti: tanto quelle che puntavano su ricostruzioni dogmatiche di tali contratti volte a ricondurli, sempre e comunque, allo schema di una doppia compravendita a termine<sup>(7)</sup>, che quelle che provavano a celebrare l'utilità delle attività speculative o, comunque, la loro neutralità rispetto all'andamento dei mercati<sup>(8)</sup>.

Frequente era anche la considerazione che in questi contratti differenziali - quando siano correttamente identificati (v. *infra*) - la funzione speculativa non solo è del tutto eventuale ma soprattutto si dà soltanto *ex post*, che perciò essa rileva esclusivamente sul terreno dei "motivi" e che, proprio per questo, la loro "causa" si mostra irriducibile a quella del gioco e si sottrae al trattamento a questo riservato dall'art. 1802 c.c. ab.<sup>(9)</sup>.

Il vero è che al contraente di tali contratti si dava la possibilità di pretendere l'adempimento, di avvalersi dell'esecuzione in danno degli artt. 68 e 69 del c. com. o di giungere a soluzioni transattive di carattere risarcitorio<sup>(10)</sup>. Mentre si riteneva generalmente nulla una eventuale clausola negoziale che comportasse la rinuncia preventiva all'adempimento ed al rimedio della sua esecuzione in danno<sup>(11)</sup>.

Su questa base aveva ragione Vivante<sup>(12)</sup>, quando assumeva che "la legge 20 marzo 2013 ha repudiato l'erroneo concetto, che considera i contratti differenziali come contratti di mera sorte ... essa li ha considerati come contratti che hanno in sé la potenzialità di trasferire titoli e merci da un contraente all'altro, e che compiono una funzione socialmente ed economicamente giovevole, sia che li tengano in sospenso finché trovano il loro effettivo collocamento, sia che lo agevolino, anche con la forza, mediante l'esecuzione coattiva ... contratti di compravendita seri ed effettivi, al pari dell'ultimo contratto della catena, che dà luogo alla consegna effettiva dei titoli o delle merci destinate al risparmio, all'industria o al consumo". I contratti differenziali, di cui si prese a discutere sotto il vigore del vecchio Codice di commercio, sfuggivano, perciò, alla *ratio* dell'eccezione di gioco semplicemente, perché programmano scambi (di merci, titoli e divise) che proprio in quanto suscettibili di esecuzione coattiva soggiacevano del tutto al mercato e si determinavano sulla base di corrispettivi sottoposti necessariamente alla logica del prezzo.

Compratore e venditore dovevano mettere nel conto la necessità, rispettivamente, di dover pagare l'intero prezzo e di dover consegnare la merce, e dunque (ove non li avessero già) di procurarsi sul mercato le relative disponibilità. Di modo che tra contratti differenziali e mercato reale (tanto dei capitali che di merci, titoli, ecc.) si dava una integrale comunicazione che garantiva il rispetto del paradigma utilitario e della razionalità generale in esso incorporata.

Dunque, il vecchio dibattito sui contratti differenziali<sup>(13)</sup> non può essere immediatamente posto in continuità con l'attuale problema della riferibilità dell'eccezione di gioco agli attuali derivati. *Swaps, options, futures*, ecc., infatti, si strutturano secondo schemi molto diversi (tra loro e al loro stesso interno) che (almeno quando assumano funzione meramente speculativa: v. *infra*) non sembrano, per lo più, propriamente assimilabili al vecchio modello dei contratti differenziali sui quali si discuteva già all'inizio del secolo scorso.

2. - Solitamente si ritiene che i modi nei quali un rischio può venire in considerazione in un derivato siano tre e che, alla fine, (seppur con moltissime deviazioni) corrispondano agli schemi di massima dei (rectius: ai modi in cui un rischio appare dedotto nei) *futures*, degli *swaps* e delle *options*<sup>(14)</sup>.

Il primo di tali schemi può essere così approssimativamente illustrato: dato un *quid* (prezzo di una merce, cambio di una moneta, indice di azioni o obbligazioni, PIL, andamento climatico, ecc.), delle cui future variazioni non si conosce il verso, e stabilitone un valore di riferimento, si conviene che il verso, in cui tale *quid* risulterà variato ad una certa data, determinerà chi tra i due contraenti dovrà pagare all'altro un ammontare commisurato alla variazione intervenuta.

In tal caso, che ricorre nella gran parte dei *futures* (ma non solo)<sup>(15)</sup>, un medesimo rischio è suddiviso in modo speculare tra i due contraenti, dimodoché il verso in cui maturerà determinerà chi tra essi sarà debitore e in che misura dell'altro.

Il secondo di tali schemi si presenta, grossomodo, così: due *quid* produttivi di obbligazioni periodiche o di rendimenti determinati sulla base di coefficienti diversi (ad, es., un interesse a tasso fisso e un interesse a tasso variabile, ma anche obbligazioni e azioni, ecc.), sono riferiti distintamente a due contraenti in modo che l'eccedenza, ad una certa data, dell'importo determinato da un coefficiente sull'importo scaturente dall'altro (ad es., dell'ammontare fisso su quello variabile o viceversa) determinerà chi tra essi e in che misura sarà debitore dell'altro. Giova, però, notare che questo schema può, senza sostanzialmente cambiare di segno, presentarsi anche così: dato un *quid* produttivo di obbligazioni o di rendimenti suscettibili di variare a seconda del coefficiente con cui siano calcolati e dati due coefficienti diversi, ciascuno di tali coefficienti viene riferito distintamente a ciascuno dei due contraenti, in modo che l'eccedenza, ad una certa data, dell'importo maturato sulla base di un coefficiente sull'importo maturato sulla base dell'altro determinerà quale delle due parti ed in che misura sarà debitrice dell'altra. E giova notarlo, perché si mostra così che questo secondo schema non è, alla fine, molto diverso dal primo, a misura che in entrambi il rischio delle variazioni, positive e/o negative, si ripartisce specularmente sui due contraenti.

Anche in tal caso, che ricorre nella gran parte degli *swaps* (ma non solo)<sup>(16)</sup>, dunque, il rischio di eccedenza o di deficienza di un coefficiente variabile su di un altro fisso (o fra due coefficienti diversamente variabili) è suddiviso in modo speculare tra due contraenti, dimodoché il versante sul quale alle scadenze convenute maturerà un *surplus* determinerà chi dei due e

per quanto a tali scadenze risulterà debitore dell'altro.

Del tutto diverso è, invece, il terzo schema, che può descriversi pressappoco in questi termini: dato un *quid* (*default* di un'impresa, andamento del prezzo di un'azione, ma anche andamento climatico, ecc.), di cui non si sa se si verificherà o non si conosce il verso e/o la misura in cui varierà, si conviene che, a fronte della corresponsione di una somma di denaro (= "premio") ad opera di un contraente, l'altro sarà tenuto a corrispondergli una maggior somma (= "indennizzo"), fissa o variabile, ove alla data concordata il *quid* considerato si verificherà o varierà in un determinato verso e/o in una certa misura.

In tal caso, che ricorre essenzialmente nelle *options*<sup>(17)</sup> ma anche in molti derivati creditizi e meteorologici, allora, un rischio è addossato ad un contraente contro il pagamento di un premio ad opera dell'altro.

Questi contratti, perciò, si distinguono l'uno dall'altro non per la natura del rischio, che in essi è considerato, bensì per il modo in cui un tal rischio, quale che sia, è in essi dedotto: ad es., il rischio relativo alle temperature del futuro periodo estivo può essere ripartito tra i due contraenti a partire da un indice convenuto, in modo che un andamento ad esso superiore renderà creditore l'uno mentre un andamento ad esso inferiore renderà creditore l'altro; ma può anche essere considerato in un solo verso, di guisa che un contraente sarà tenuto in ogni caso al pagamento del "premio" convenuto e l'altro si limiterà ad incamerarlo o gli dovrà un "indennizzo" a seconda che le temperature estive saliranno oppure no oltre l'indice convenuto. Gli schemi di massima (i quali - è il caso di precisarlo - rappresentano schemi di circolazione della ricchezza e sono, quindi, cosa diversa dagli schemi negoziali che determinano un tipo), secondo i quali un rischio, quale che sia, può essere dedotto in un "derivato", sono, dunque, essenzialmente due:

- Il primo schema è quello della scomposizione del rischio nei due differenti versi in cui può maturare e della allocazione speculare di tali due versi sui due contraenti, di modo che l'uno subisce il rischio di un verso e l'altro subisce il rischio inverso;

- Il secondo schema è quello della traslazione di un rischio su di un contraente a fronte di un "premio" che, apparentemente, si presenta come rappresentativo della sua valutazione.

L'implementazione di entrambi questi due schemi di massima è solitamente "narrata" in un modo, che, ormai, non corrisponde più al loro effettivo o prevalente funzionamento. Il che è permesso (anche) - come subito si vedrà - dalla loro "astrattezza" e dall'ambiguità funzionale nella quale essa, di per sé, trascina i relativi contratti.

Il primo di questi schemi, infatti, può supportare, alternativamente, uno schema negoziale che si dice assimilabile alla permuta o uno schema negoziale che si assume accostabile alla scommessa<sup>(18)</sup>:

- se le due porzioni del rischio gravano digià sui contraenti ed il contratto si limita ad invertirne l'allocazione, allora il derivato si dice consista propriamente in un accordo con cui le parti si scambiano i rischi cui già soggiacciono, secondo un dispositivo che sembrerebbe assimilabile alla permuta;

- se, invece, il rischio in entrambi i suoi versi è di per sé estraneo ad ambedue le parti ed il contratto, perciò, le sottopone *ex novo* a porzioni di un rischio che diversamente esse non correrebbero affatto, allora il derivato non sposta ricchezza (positiva o negativa) propria dell'una in direzione del patrimonio dell'altra contro una ricchezza di ritorno e, perciò, non attua alcuno scambio, ma si limita ad aggiudicare la ricchezza di una di esse all'altra a seconda del verso in cui il rischio maturerà, e quindi sulla base di un dispositivo che, con qualche approssimazione, sembrerebbe evocare quello della scommessa.

Come prima si è accennato, i *futures* e molti *swaps* sono solitamente "narrati" secondo la prima di queste due alternative: il debitore di un mutuo a tasso variabile, che vuole stabilizzare il proprio debito sottoponendolo ad un tasso fisso, "incontra" il debitore di un mutuo a tasso fisso, che, invece, conta su di un *trend* al ribasso dei tassi variabili; l'imprenditore che, dovendosi approvvigionare di una certa merce, conclude un *future* per un corrispettivo che conta essere inferiore al prezzo che essa riceverà giungendo sul mercato; il produttore di bibite dissetanti che si propone di stabilizzare le proprie entrate attraverso un derivato meteorologico che le integri nell'eventualità di un'estate temperata ancorché accettando di assottigliarle nel caso di un'estate calda; ecc. Solo che, in realtà, nella gran parte dei derivati messi in commercio dagli intermediari finanziari non avviene niente di tutto questo e *swaps* e *futures* vengono stipulati - come ben si sa - da chi non ha alcun mutuo, non ha da procurarsi scorte, non produce bibite o altra merce dal mercato termosensibile, ecc., ma si aspetta solo di cavare un guadagno dal modo in cui si metteranno le cose (= sorte). Di guisa che queste "narrazioni" sembrerebbero servire, piuttosto, a giustificare un apprezzamento positivo di questi strumenti anche quando son fatti funzionare in assenza delle condizioni che lo avrebbero loro fatto meritare.

Anche il secondo di questi schemi presenta le medesime ambiguità, a misura che può riprodurre, alternativamente, un dispositivo in qualche modo analogo a quello dell'assicurazione e uno schema negoziale che potrebbe sembrare assimilabile a quello della scommessa<sup>(19)</sup>; ed infatti:

- se il rischio già grava su di uno dei contraenti, allora il "premio" versato all'altro sembra presentarsi semplicemente come il corrispettivo della sua protezione, secondo un dispositivo che, alla fine, mima l'assicurazione;

- se, invece, questa condizione non si dà, allora il "premio" non "paga" alcuna protezione e sembra si lasci apprezzare, piuttosto come un che di simile alla posta di una scommessa (che, però, abbia indossato una veste diversa).

Le *options* e molti *swaps* appaiono "narrati", per lo più, secondo la prima di queste alternative: il titolare di azioni che

intende proteggersi rispetto al rischio di un loro deprezzamento, pagando un "premio", si garantisce con una opzione di vendita; il creditore di un'azienda o il possessore di titoli del debito pubblico che intendono proteggersi rispetto al rischio di *default* del debitore, pagando un "premio", si garantiscono attraverso la stipula di un *Credit Default Swap*; ecc.<sup>(20)</sup>. Ma, anche in questo caso, avviene che, nella realtà, *options* e *swaps* siano più spesso stipulati da chi non è titolare delle azioni che son fatte oggetto di opzione, da chi non è creditore dell'impresa o titolare di quote del debito pubblico il cui *default* è fatto oggetto di "indennizzo"; ecc. Di guisa che la "narrazione" sembra quasi giovare solo a colorare positivamente quegli analoghi derivati che questi meriti "protettivi", invece, non presentano.

3. - Queste differenze, in termini più o meno analoghi, sono note da tempo e vengono solitamente designate attribuendo ai derivati, rispettivamente, funzione di copertura (*hedging*) e funzione speculativa (*trading*)<sup>(21)</sup>.

In realtà, questa diversità di funzioni è seconda rispetto ai termini propri del giudizio causale: ciò che sembrerebbe cambiare, prim'ancora della funzione, sono le condizioni della riconducibilità dei derivati al paradigma utilitario.

La funzione di copertura suppone, in ogni caso, che si dia già un rischio che grava su di un contraente, che il contratto lo liberi da tale rischio trasferendolo sull'altro contraente e che quest'ultimo in cambio di tale prestazione (di protezione) riceva una ricchezza di ritorno (attraverso il "premio" o la protezione da un rischio eguale e contrario). Questa funzione, dunque, sembra darsi non solo soggettivamente (= come scopo dei contraenti) ma, prim'ancora, oggettivamente (= come schema di circolazione della ricchezza), a misura che i derivati, che vi adempiono, sembrano strutturare lo scambio di una merce (= protezione) contro un corrispettivo che, appearing sottoposto al dispositivo della domanda e dell'offerta, dovrebbe mostrarsi in grado di implementare la logica mercantile e la razionalità generale che le è propria.

La funzione speculativa suppone, invece, che i contraenti non subiscano già il rischio considerato in contratto, che, perciò, la liberazione da tale rischio non si dia come un'utilità (= merce) per nessuno di essi e che il riferimento a tale rischio, di conseguenza, operi solo per individuare chi tra i due, al suo esito, si arricchirà a spese dell'altro. Anche questa funzione, dunque, sembra darsi oggettivamente in ragione del fatto che, non dandosi alcuna utilità (= merce) da comprare e vendere, non si dà alcuno scambio, sicché quel che giunge nel patrimonio di un contraente sembra non attraversare il vaglio della domanda e dell'offerta e, perciò, sembra giungervi sottraendosi alla logica del mercato ed alla razionalità generale che le è propria.

Quel che, allora, caratterizza questa seconda ipotesi (che, però, è quella che ha condotto alla incredibile crescita di questi strumenti in quest'ultimo ventennio) non è soltanto che i derivati c.d. speculativi sembrano evocare un dispositivo che ai più è sembrato in qualche modo assimilabile a quello della scommessa<sup>(22)</sup>, ma è che a questo fine essi mostrano di avvalersi del medesimo schema negoziale dei derivati di protezione, il quale però, senza apprezzabili modifiche formali, sembra rivolto a produrre scambi fittizi, ossia scambi appositamente costruiti onde approntare un'offerta finanziaria che diversamente non si darebbe e, soprattutto, che non trova alcun limite - per così dire - né in natura (ad es., la quantità comunque limitata dei soggetti che, essendo esposti ad un rischio, *domandano* di acquistare quella merce particolare che è la protezione verso di esso), né per legge (ad es., la quantità limitata di protezione che le compagnie assicurative possono *offrire* in conseguenza del regime vincolistico cui è sottoposta la loro attività).

Molte voci hanno provato a smentire in radice una tale conclusione, escludendo l'assimilabilità anche dei derivati c.d. speculativi al dispositivo della scommessa e soprattutto accreditando loro una qualche intrinseca "meritevolezza" degli interessi perseguiti.

Nessuno di questi tentativi, però, merita seguito.

Del tutto improponibile si mostra, infatti, la pretesa di estendere ai derivati speculativi le funzioni positive che spesso si accreditano alla speculazione in generale<sup>(23)</sup>. La speculazione di cui così si dice bene è quella che concerne scambi reali (quand'anche differiti nel tempo): l'acquisto di merci in fasi di eccesso di offerta ne tiene su i prezzi e la loro vendita in fasi di eccesso di domanda li calмира, così da svolgere meritevoli funzioni di stabilizzazione dei mercati; ecc. Niente di tutto questo avviene, invece, nel caso dei c.d. derivati speculativi e degli scambi fittizi che in essi prendono corpo: essi concernono una "merce" che (almeno nei termini in cui si prospetta nei c.d. derivati speculativi) non c'è e che non ci sarà mai; rispondono ad una domanda e ad un'offerta che nulla hanno a che vedere, neanche mediamente, con quanti possono essere interessati al consumo, alla commercializzazione o alla produzione del *quid* (merce, servizi, titoli o altro) di cui apparentemente in essi si dispone; proprio per questo non solo non sono in grado di influire sui mercati reali (stabilizzandoli, ecc.), ma soprattutto, se presi in considerazione da tali mercati, rischierebbero di offrire scenari del consumo e/o del commercio e/o della produzione gravemente (anzi è probabile: disastrosamente) distorsivi. Da questo punto di vista, perciò, la funzione speculativa dei derivati speculativi è tutt'altra cosa e consiste propriamente nella creazione di un'apparenza (= scambio fittizio) volta soltanto ad aggiudicare ricchezza a chi avrà "puntato" sul verso in cui andranno le cose nel "mondo reale" cui del tutto strumentalmente alludono, ossia a chi avrà azzecato la previsione entro una logica che, almeno di primo acchito, non sembrerebbe molto diversa da quella della scommessa.

Né diverse sono le considerazioni che suscita l'idea di accreditare ai derivati speculativi il benefico effetto di accrescere la liquidità dei mercati finanziari<sup>(24)</sup>. Come che la si intenda, infatti, una maggior liquidità riferita ad un mercato solo fittizio può avere solo l'effetto, nella migliore delle ipotesi, di distogliere investitori e risparmiatori dai mercati reali o dai depositi bancari, e perciò dal finanziamento diretto o indiretto delle attività produttive: il che, di per sé, non sembra possa dirsi

ancora un effetto sicuramente benefico.

Tutto questo potrebbe, anzi, far pensare che contratti come i derivati speculativi, i quali istituiscono scambi fittizi, infrangano comunque il paradigma utilitaristico (che il giudizio causale è deputato a verificare<sup>(25)</sup>) e sot-traggano la circolazione della ricchezza alla razionalità cui per suo mezzo l'ordinamento ha inteso sottoporla.

È da dire, tuttavia, che dopo il settembre del 2008 tentativi siffatti sembra siano stati definitivamente abbandonati (e quando ancora si trovano riproposti presentano un forte retrogusto di *favor* bancario).

Tutto questo, però, non fa che rendere più grave il problema del rapporto tra gli schemi di massima secondo cui - come si è visto - per lo più si articolano i derivati e le diverse e contrapposte funzioni, di protezione e speculativa, che in essi sembra possano in egual modo prendere corpo.

4. - Come si è prima osservato, queste diverse ed opposte funzioni dei derivati sono oggettive, nel senso che non attengono solo allo "scopo" dei contraenti ma, prim'ancora, a quel che oggettivamente entra nel contratto ed al modo in cui per suo mezzo la ricchezza è fatta circolare. Solo che quel che oggettivamente entra nel contratto non si evince soltanto dalla sua struttura formale o, più esattamente, dallo schema dei suoi effetti quando siano descritti secondo la loro ordinaria nomenclatura giuridica.

Diversamente dai contratti differenziali di un tempo, gli odierni derivati, in assenza di un'apposita clausola di segno opposto, non sono suscettibili di esecuzione forzata e di tutele risarcitorie commisurate all'integrale pregiudizio del c.d. interesse positivo, non presentano alcun rapporto giuridico, neanche mediato, con le "cose" di cui apparentemente trattano e, per lo più (= nei derivati che "scambiano" rischi), danno luogo solo ad operazioni contabili che, di solito attraverso compensazioni, si liquidano per mera differenza. La differenza, che in tal caso è alla fine accreditata ad un contraente, perciò, può, indifferentemente, rappresentare tanto il mezzo monetario con cui un contraente si protegge rispetto alla perdita temuta (minor valore di un titolo, maggior valore di una merce, minor tasso dell'interesse variabile, ecc.), che semplicemente la "vincita" della "scommessa" che ha effettuato.

Ciò ha fatto sostenere la necessità di abbandonare ogni riferimento a queste alternative funzioni dei derivati, retrocedendo protezione e speculazione al rango dei motivi e/o indicandone la causa nello "scambio in sé" o "sinallagma puro".

Nessuna di queste prospettive sembra, però, condivisibile.

L'idea di retrocedere protezione e speculazione a meri motivi era già stata avanzata rispetto ai vecchi contratti differenziali<sup>(26)</sup> ed è stata ora riproposta sulla base della considerazione che "il meccanismo operativo di determinazione delle prestazioni delle parti contrattuali risulta indifferente alle svariate finalità"<sup>(27)</sup> che per il suo tramite possono essere perseguite: come sarebbe dimostrato dalla circostanza che l'un contraente può essersi determinato alla stipula di uno *swap* nell'intento di dare copertura alle sue sottostanti posizioni mentre l'altro può esservi stato sospinto da un intento meramente speculativo<sup>(28)</sup>. Di modo che, essendo "l'interesse ... identificabile soltanto a seguito di un'indagine sulle motivazioni psicologiche e soggettive, ... non può che rimanere relegato all'area dei motivi, normalmente irrilevanti nella complessiva economia negoziale"<sup>(29)</sup>.

In realtà, quest'argomentazione confonde il "meccanismo operativo" del quale un contratto si avvale con l'oggetto di cui in effetti dispone.

Come altrove si è avuto modo di chiarire, nel campo dei contratti di scambio<sup>(30)</sup>, occorre discernere l'oggetto dello scambio dall'involucro che lo veicola: l'oggetto dello scambio è ciò che si paga, la merce (e dunque la ricchezza) a cui si commisura il prezzo; l'involucro è il "meccanismo operativo" o - meglio - il dispositivo giuridico a mezzo del quale (quando lo scambio non concerna *res* o beni immateriali legal-tipici) l'oggetto è confezionato in guisa da poter essere trasferito/attribuito da un contraente all'altro<sup>(31)</sup>. Con la conseguenza che - come pure altrove si è visto - il giudizio causale, attenendo alla circolazione della ricchezza, richiede di essere riferito non semplicemente all'involucro ma anche alla ricchezza che esso veicola quale oggettivamente si determina in forza delle modificazioni che gli effetti giuridici del contratto producono nelle sfere giuridico-economiche dei contraenti<sup>(32)</sup>.

Nei derivati con funzione di *hedging* la merce che transita da un contraente all'altro consiste, propriamente, nella protezione dal rischio insito in un qualche rapporto sottostante: è questa protezione che un contraente "paga" all'altro e su cui si determina il corrispettivo, fisso o variabile, che chi la riceve deve a chi gliela offre. L'obbligo di pagare un importo pecuniario determinato o determinabile ed il diritto di esigerlo al verificarsi di uno specifico evento futuro ed incerto (l'occorrenza del quale rappresenta, per l'appunto, il rischio in vista del quale è "acquistata" quella merce particolare che consiste nella protezione da esso) costituiscono, invece, l'involucro, a mezzo del quale questa merce si trasferisce nel patrimonio di chi la "acquista". Il quale patrimonio, in tal modo, ne risulta *oggettivamente* modificato, e cioè *immediatamente* arricchito dall'immunità da un rischio cui prima era esposto.

In generale, il collegamento tra questa merce, e cioè la protezione, ed il suo involucro, e cioè l'obbligo pecuniario condizionato, di norma non sta nella "mente" (= intento, movente soggettivo, ecc.) dei contraenti, bensì nella "descrizione" che il contratto fa del rischio verso il quale appresta la sua protezione, la quale include il riferimento al rapporto sottostante, la riferibilità giuridica di esso ad uno dei contraenti e l'evento futuro ed incerto dall'occorrenza del quale questi riceverebbe pregiudizio.

Così fa, ad es., l'art. 1882 a proposito dell'assicurazione quando determina l'obbligo pecuniario condizionato

dell'assicuratore nel "rivalere l'assicurato ... del danno ad esso prodotto da un sinistro": dove il "rivalere" ed il "danno ad esso prodotto" descrivono il rischio in termini che presuppongono necessariamente che il "sinistro" colpisca la sfera patrimoniale o personale dell'assicurato (= "titolarità" del rischio). E così si dà la possibilità che faccia, ad es., un *Credit default swap* o un *Weather derivative* o una *option* enunciando, rispettivamente, la titolarità del credito protetto o l'esposizione al rischio climatico o il possesso del titolo il cui andamento viene coperto da un diritto di vendita a prezzo predeterminato, ecc.

Assumere, dunque, che un derivato protettivo possa darsi senza enunciare l'effettiva titolarità del rapporto sottostante<sup>(33)</sup>, e cioè la soggezione del contraente al rischio cui esso offre copertura, non sembrerebbe molto diverso dall'ammettere che si possa dare assicurazione di un sinistro senza enunciarne l'efficacia pregiudizievole per la sfera patrimoniale dell'assicurato<sup>(34)(35)</sup>.

D'altronde, proprio perché è la "merce" che un tale contratto scambia, la protezione si coniuga necessariamente con lo scopo soltanto lucrativo del contraente che la "vende": la coesistenza di "scopo assicurativo" e "scopo speculativo" non dimostra, perciò, l'appartenenza di questi "scopi" alla sfera dei motivi, ma costituisce semplicemente l'altra inevitabile faccia della funzione di scambio, dove a fronte di chi cerca un "valore d'uso" sta chi cerca "valore di scambio". La possibilità che un derivato sia stipulato da un contraente a fini di copertura e dall'altro a scopo speculativo non dimostra, perciò, che uno *swap*, una *option* o un *future* non hanno, di per loro, "funzione di copertura" e che la copertura è un mero motivo, ma dimostra quel che è, di per sé, ovvio, e cioè che un derivato protettivo scambia la copertura da un rischio contro un corrispettivo in denaro e che, perciò, a fronte del contraente che lo stipula per coprirsi sta una controparte che lo stipula per guadagnarci. Non enunciare (e/o non provare) il rapporto sottostante ad un derivato o, più esattamente, la sua inerenza alla sfera giuridico-economica di uno dei contraenti non significa, allora, trascurare (del tutto legittimamente) di illustrarne i motivi, ma significa piuttosto non enunciarne (e/o non provarne) la causa (= la logica secondo la quale esso sposta la ricchezza), e cioè sottoporre all'ordinamento un contratto dal quale non si evince se vi si scambia copertura contro denaro o se la ricchezza vi è fatta circolare secondo una logica diversa.

Un derivato che manifesta solo l'involucro e non enuncia la soggezione al rischio di chi lo ha stipulato è, pertanto, dal punto di vista causale intrinsecamente ambiguo: esso, infatti, o costituisce uno scambio di cui non si menziona la merce (o che menziona una "merce" che non esiste: come la vendita di una "cosa" che non c'è) o costituisce un contratto che programma (quello che prima si è definito) uno scambio fittizio<sup>(36)</sup>.

Che la causa di un derivato si determini sul solo terreno del "meccanismo operativo", e cioè dell'involucro, e prescindendo del tutto dalla funzione di copertura o speculativa assoluta da quel che tale involucro veicola, sembra, allora, sostenibile solo in due modi: o assumendo che *swaps*, *options* e *futures* siano negozi - per così dire - astratti o postulando che essi debbano essere apprezzati dall'ordinamento per quel che soltanto mostrano (con l'omettere di enunciare la funzione di copertura eventualmente assoluta)<sup>(37)</sup>.

Ma l'invenzione di negozi astratti non sembra rientri nel potere di autonomia conferito ai privati dal 2° comma dell'art. 1322. E quel che *swaps*, *options* e *futures* mostrano (quando non enuncino la loro eventuale funzione di copertura) è semplicemente uno *scambio fittizio*, ossia una logica di circolazione della ricchezza che si dice, per lo più, evochi quella propria della scommessa e che, comunque, appare da determinare esaminandone le condizioni ed il modo (effettivo/concreto) di funzionamento e comparandole a quel che propriamente presiede agli ordinari *scambi reali*<sup>(38)(39)</sup>.

5. - Al medesimo obbiettivo di depennare dal giudizio causale sui derivati la funzione di copertura o speculativa ad essi di volta in volta sottesa risponde anche l'idea che in essi si strutturano uno "scambio in sé" o un "sinallagma puro"<sup>(40)</sup>.

Quest'idea suppone che scambio e sinallagma si diano esclusivamente in forza della mera produzione di effetti giuridici (dirittie/o obbligazioni) reciproci.

L'improprietà di un tal paradigma emerge già da quanto sopra (e altrove) si è rilevato a proposito della necessità che il giudizio causale non si limiti alla dinamica giuridica ma ricomprenda gli spostamenti di ricchezza da essa veicolati e la logica secondo cui reciprocamente si dispongono<sup>(41)</sup>: il che appare chiaro quando si consideri che, diversamente, si darebbe scambio e sinallagma anche nel caso, ad es., di un mutuo gratuito, dato che in esso al "trasferimento" di una somma di denaro dal mutuante al mutuatario corrisponde l'insorgenza dell'obbligo del mutuatario di restituirla nei tempi convenuti. In realtà, scambio e sinallagma, almeno nel senso in cui rilevano dal punto di vista del giudizio causale, guardano alla ricchezza ed al paradigma secondo cui essa si sposta da un patrimonio all'altro<sup>(42)</sup>. Essi, perciò, suppongono necessariamente che nel patrimonio di un contraente pervenga ricchezza dell'altro a fronte di altra ricchezza che fa il cammino inverso. Più precisamente, scambio e sinallagma suppongono che in capo ad un contraente si dia già (o sia approntabile) un valore d'uso di cui l'altro sia privo e che quest'ultimo per ottenerlo sia disposto a corrispondere al primo un valore di scambio (o un valore d'uso qualitativamente diverso). Scambio e sinallagma, perciò, suppongono, di certo, effetti giuridici reciproci (*rectius*: mutamenti delle sfere giuridico-patrimoniali di entrambi i contraenti immediatamente dipendenti dalla conclusione del contratto), ma in tanto si danno in quanto, e solo in quanto, tali effetti si pongano in rapporto di corrispettività e facciano da veicolo ad altrettanti spostamenti patrimoniali i quali si dispongano reciprocamente in guisa tale che la ricchezza elargita da una parte costituisca il "prezzo" della ricchezza di ritorno prestata dall'altra<sup>(43)</sup>.

Niente di questo, allora, si dà in contratti - come i derivati speculativi o, nella prospettiva qui considerata, come i derivati in

genere che non enuncino un sottostante rapporto protetto - il cui dispositivo, per quanto complicato da molteplici "apparenze" (la più semplice delle quali è, ad es., quella dell'addebito a ciascun contraente degli interessi calcolati secondo il tasso dell'altro e della compensazione fino a concorrenza dei rispettivi saldi: c.d. *netting*; ecc.), o sembra limitarsi ad aggiudicare ad un contraente ricchezza per la quale non ha dato all'altro alcunché e, dunque, solo in virtù della sorte ovvero sembra limitarsi ad "indennizzare" un perdita che non poteva essere né sarà mai subita e, perciò, ad aggiudicare ricchezza senza altra ragione che non sia, ancora una volta, la sorte (non importa quanto sostenuta da prognosi sofisticate e algoritmi complessi).

Lo "scambio in sé" e il "sinallagma puro" non sono altro, perciò, che *escamotages* abbastanza scoperti per non dire che nei derivati speculativi (o, nella prospettiva di questa dottrina, nei derivati in genere) si dà soltanto uno *scambio fittizio*, ossia la costruzione di quel che sembrerebbe uno scambio senza scambio e un sinallagma senza corrispettività.

Quella che inizialmente poteva sembrare un'oggettiva opacità dello schema negoziale, che i derivati esibiscono quando non vi si faccia menzione della riferibilità del rapporto sottostante ad (almeno) uno dei contraenti, si chiarisce, allora, nella questione della logica che presiede ad una circolazione della ricchezza strutturata da (quel che si è chiamato) uno scambio fittizio: quando un derivato si presenti al vaglio dell'ordinamento *naked*, ossia senza riferire il c.d. rapporto sottostante ad uno (almeno) dei contraenti, non omette di esibire la sua causa, ma esibisce (o - il che è lo stesso - pretende di essere valutato sulla base del) la causa che oggettivamente si evince dalla logica secondo la quale i suoi effetti giuridici spostano la ricchezza, quella logica, appunto, che si riassume nella conclusione di uno scambio fittizio e che occorre adesso approfondire<sup>(44)(45)</sup>.

6. - L'irriducibilità dei derivati speculativi alla logica autentica dello scambio si potrebbe pensare sia confutabile assumendo che il *quid* che in tali contratti viene dedotto come "copertura di un rischio che non c'è" si configuri, alla fine, esso stesso come una merce artificiale<sup>(46)</sup>, e cioè come un ennesimo "strumento finanziario"<sup>(47)</sup> che risponde ad un domanda di investimento e che è offerto sul mercato come qualsiasi altro "prodotto" del medesimo tipo.

Come si è altrove chiarito e come, d'altronde, è abbastanza ovvio, a fare di un *quid* una merce non è la sua consistenza materiale o un suo qualche carattere ontologico, bensì il modo in cui esso si riferisce al mercato e, quindi, il modo in cui è dedotto nel contratto: quella di merce è una "forma" che, virtualmente, può rivestire qualsiasi "cosa", per quanto immaginaria essa, in sé, possa sembrare. Questa "forma", però, è confezionata solo dal mercato e consiste, sì, nella circostanza che un *quid* sia concepito per essere "venduto" e sia fatto oggetto di "offerta"<sup>(48)</sup>, ma anche nell'ulteriore e decisiva circostanza che si prospetti come un "valore d'uso" necessariamente rivolto a convertirsi in "valore di scambio", ossia come un *quid* destinato a ricevere un prezzo che ne misuri l'"utilità"<sup>(49)</sup> secondo il rapporto quantitativo tra domanda e offerta e che implementi la razionalità generale che in tale dispositivo è implicita.

Perché un derivato possa darsi come una merce si dovrebbe, allora, dimostrare che il "valore d'uso" che veicola, e cioè la "copertura di un rischio che non c'è" come *chance* di guadagno, soggiaccia fino in fondo alla logica che governa il mercato e presiede alla formazione del prezzo.

Orbene, i derivati - come che siano strutturati - sono, sì, concepiti per essere "venduti", ma la loro "vendita" non ha molto a che vedere con lo scambio di un "valore d'uso" contro un "valore di scambio" ed attiva una circolazione della ricchezza che è estranea al dispositivo del mercato ed alla sua razionalità.

Il carattere solo nominalistico che una siffatta configurazione dei derivati si potrebbe pensare presenti emerge con chiarezza quando si pensi che con il medesimo metro anche gioco e scommessa, quando siano "organizzati" in forma imprenditoriale, si dovrebbe ritenere assumano le sembianze di una merce che il gestore del "casinò" o della "lotteria" offrono e che i giocatori o gli scommettitori acquistano. E così è, certamente, dal punto di vista della "soggettività giuridico-patrimoniale" che organizza il gioco o le scommesse e che di essi risponde verso giocatori e scommettitori. Solo che nessuno penserebbe mai di argomentare da questo che gioco e scommessa cessino di essere tali, si sottraggano per ciò solo alla regola dell'art. 1933 e vadano piuttosto qualificati come "compravendite" di un "servizio" come un altro: un biglietto della lotteria è una merce per chi lo "vende", ma rimane rappresentativo di una scommessa per chi lo "compra" e, soprattutto, l'operazione che presiede al suo passaggio dall'organizzatore/"venditore" al "compratore" resta irriducibile a quella circolazione della ricchezza che è propria dello scambio.

In realtà, quel che fa la differenza è - come altrove si è chiarito<sup>(50)</sup> - la logica alla quale giochi e scommesse, organizzati per quanto si voglia, assoggettano gli spostamenti patrimoniali da essi prefigurati, la quale logica è, per l'appunto, irriducibile al dispositivo generale del mercato, e cioè dello scambio e del prezzo.

Una simile differenza si dà anche rispetto ai derivati speculativi.

Ciò è evidente rispetto ai derivati che rispondono allo schema della ripartizione speculare (tra i due contraenti) di un rischio. Un tale schema, infatti, non tollera strutturalmente alcuna reale commisurazione di quel che un contraente si obbliga a dare sulle *chances* di guadagno che "acquista"<sup>(51)</sup>: non vi si dà, né vi si può dare, una stima delle *chances* di guadagno dell'investimento la quale si traduca in un apposito prezzo, ma solo l'assunzione di un simmetrico rischio che non la "paga" e semplicemente le si contrappone. In questo schema, dunque, non vi è spazio per un corrispettivo, ma vi è piuttosto l'aggiudicazione di ricchezza di un contraente all'altro a seconda del verso in cui, alla fine, si risolverà l'incertezza<sup>(52)</sup>.

Diversamente sembrano, invece, prospettarsi le cose rispetto ai derivati che rispondono allo schema dell'assunzione di un

rischio contro un "premio". In tale schema, infatti, il premio si presenta - come, ad es., nell'assicurazione - con le vesti del prezzo: strutturalmente esso si presterebbe a registrare il "valore di scambio" della protezione che, seppur apparentemente, un contraente offre all'altro. Ma la circostanza che tale protezione concerna la "copertura di un rischio che non c'è" fa, anche in tal caso, una differenza di fondo. Innanzitutto, potrebbe indurre a chiedersi perché mai ad una tal sorta di derivato non si applichi l'art. 1895 che dispone la nullità dell'assicurazione quando "il rischio non è mai esistito": non si vede perché debba essere consentito al "venditore" di un tal derivato quel che, invece, è vietato ad un assicuratore. Ma la *ratio* di tale norma illustra, comunque, la ragione per cui il premio di tali derivati (che sono o si offrono alla valutazione dell'ordinamento come) speculativi, nonostante le apparenze, sia irriducibile alla logica del prezzo. Nell'assicurazione il premio, e dunque il prezzo, si determina in ragione di un duplice ordine di limiti quantitativi: da un lato, il limite che alla domanda (tanto individuale che globale) viene dalla necessaria correlazione del bisogno di protezione al rischio realmente subito e, dall'altro, dal limite che all'offerta (tanto individuale che globale) viene dal necessario rispetto del regime vincolistico (accantonamenti, ecc.) di tale attività<sup>(53)</sup>. La circostanza che un derivato sia stipulato da chi non soggiace al rischio verso il quale esso dà (darebbe) protezione e da un soggetto che non sottostà al relativo regime vincolistico annulla entrambi questi limiti: domanda e offerta divengono virtualmente illimitate e si sottraggono, perciò, alla "legge" di formazione dei prezzi<sup>(54)</sup> ed alla razionalità generale<sup>(55)</sup> che essa implementa<sup>(56)</sup>.

Ma le cose non cambiano molto neanche se si spinga fino in fondo il superamento del "velo dell'apparenza" e invece che di questa merce fittizia, qual è la "copertura di un rischio che non c'è", si prenda a ragionare a partire da quello di cui un derivato (speculativo) effettivamente tratta, e cioè l'impiego di risorse monetarie per trarne un (in-mediato) guadagno monetario.

Spogliato della sua veste apparente, un tal derivato si rivela come un *costrutto ad hoc*, che prende in prestito lo schema della copertura di un rischio per propiziare l'incontro su di un terreno affatto diverso di un risparmio in cerca di impegni (più) vantaggiosi e le "opportunità" che gli operatori finanziari escogitano per volgerlo verso impegni per loro (più) profittevoli. Il terreno sul quale avviene quest'incontro è costituito da una *nuda chance* di *nudo guadagno* rimessa ad un evento futuro ed incerto che mima un virtuale rischio economico (come il *default* di un debito pubblico, un evento climatico, l'andamento dell'euribor, dell'indice di borsa, di una selezione di titoli, del pil, ecc.).

Il derivato speculativo costruisce questo terreno semplicemente connettendo questa *chance* di guadagno al verso in cui si scioglierà l'incertezza relativa a tale evento. La *chance* di guadagno che esso conferisce al "compratore" è, però, a carico dello stesso "venditore". Il "premio" versato dal "compratore", dunque, paga una *chance* di guadagno che si dà (= appare darsi) al tempo stesso come rischio di perdita secca del "venditore"<sup>(57)</sup>.

Questo contratto, dunque, non trasferisce al compratore una *chance* che si dava già in capo (e apparteneva) al venditore (come nella *emptiospei*) e non dispone, perciò, di un *quid* distinto e autonomo dal dispositivo negoziale che lo contempla, ma istituisce *ex novo* semplicemente due alee contrapposte: quella del compratore di aver pagato inutilmente il premio nel caso che il verso dell'evento gli sia sfavorevole<sup>(58)</sup> e quella del venditore di dover corrispondere il pattuito ove il verso dell'evento sia, invece, a lui sfavorevole.

Ma una merce che consista in una siffatta *nuda chance* di *nudo guadagno* non sembra esibire una razionalità molto diversa da quella incorporata nel biglietto di una lotteria o nella scheda di un pronostico calcistico.

Questa natura di quel che con un derivato si acquista non sembra del tutto riscattata dal carattere del premio che per esso si paga.

Il premio di un derivato sembra obbedire ad una logica diversa, che soggiace al calcolo razionale del prezzo: esso, infatti, sembra stimare il rischio che l'incertezza si risolva nel verso (all'apparenza sfavorevole, ma in realtà) favorevole al contraente che lo paga. La differenza tra questo premio e il corrispettivo di un biglietto della lotteria o la puntata su di un pronostico calcistico, dunque, si potrebbe assumere sia costituita dalla calcolabilità del rischio e dalla conseguente traducibilità di esso in prezzo, nonché dai parametri mercantili che ciò sembra evocare<sup>(59)</sup>.

Questo, però, non è del tutto vero: come lascia intuire un confronto con il "premio" dell'assicurazione.

È stato giustamente spiegato<sup>(60)</sup> che la formazione del premio di un derivato speculativo, non essendo legata al bisogno di copertura dell'assicurato ed ai vincoli dell'assicuratore, fuoriesce dalle condizioni che, invece, allineano il premio assicurativo al dispositivo di formazione dei prezzi ed alla razionalità che gli è propria.

Proseguendo su questa via ci si può, forse, spingere più in là.

A rendere dispari il premio di un'assicurazione da quello di un derivato speculativo è, innanzitutto, la sfasatura tra *rischio singolare* e *rischio statistico* che caratterizza il primo e che è, invece, estranea al secondo.

L'assicurazione copre un rischio singolare, ma si giova della circostanza che una più o meno elevata percentuale degli assicurati per la medesima classe di rischio non subirà alcun sinistro e, perciò, fonda le sue condizioni di economicità essenzialmente sul rapporto tra il rischio singolare assunto verso l'assicurato e il rischio statistico riferito alla massa dei suoi clienti: la base razionale del servizio assicurativo è costituita, perciò, dal delta tra rischio singolare e rischio statistico che consente di assorbire il primo nel secondo e di ripianare la perdita, che il verificarsi di un sinistro procura, con il guadagno, che l'assenza di sinistri consente sugli altri rapporti assicurativi (= socializzazione del rischio).

Un derivato speculativo, invece, (apparentemente) protegge un *rischio strutturalmente seriale*, e cioè protegge da un sinistro

(il *default* di un debito pubblico, il rialzo dell'euribor oltre una certa soglia, l'andamento climatico, il *trend* negativo dell'indice di borsa, del pil, ecc.) che, quando esiti in sinistro, necessariamente colpisce non uno, ma tutti gli (apparenti) assicurati, ossia tutti i risparmiatori che hanno sottoscritto la medesima serie di derivati. Anche a prescindere dalla circostanza che i derivati speculativi sono (pre)confezionati in serie (e che, perciò, ciascuna serie è riferita ad un medesimo rischio), decisiva è la considerazione che, in ogni caso, la supposta calcolabilità di ciascun rischio impone di ipotizzare che tutti i contraenti di ciascun derivato, in quanto guidati da razionalità economica, lo stipulino nel verso che il calcolo del rischio suggerisce. Questo, però, fa sì che un siffatto rischio seriale non sia (neanche apparentemente) "assicurabile", giacché non è seriamente ipotizzabile che l'(apparente) assicuratore operi in modo opposto alle indicazioni che gli vengono dal calcolo del rischio: costretto ad offrire protezione (apparente) nel verso che il calcolo del rischio indica a lui sfavorevole<sup>(61)</sup> e non potendo riproteggersi attraverso derivati che coprano il rischio opposto<sup>(62)</sup>, né recuperare attraverso il delta tra rischio singolare e rischio statistico<sup>(63)(64)</sup>, il "venditore" di protezione apparente o sottostà ad un elementare principio di razionalità economica che gli imporrebbe di elevare il premio fino ad approssimarsi all'ammontare del sinistro<sup>(65)</sup> oppure decide di puntare su di un esito dell'incertezza diverso da quello che il calcolo fa pronosticare e, perciò, di operare in modo economicamente irrazionale, ossia di "azzardare".

Da queste considerazioni segue che un derivato speculativo non può basarsi che su tre alternative: o su un *gap* di conoscenze tra operatore finanziario e risparmiatore (= il primo conosce un calcolo che il secondo non conosce) o su dispositivi negoziali che permettono all'operatore finanziario di recuperare la perdita che il calcolo del rischio gli fa preventivare (= i c.d. costi occulti) oppure sulla reale incalcolabilità (o sulla sostanziale inaffidabilità del calcolo) del rischio<sup>(66)</sup>.

Tutte e tre queste alternative, però, escludono che il premio di un derivato speculativo si determini su basi propriamente assimilabili alle condizioni supposte dalla logica del prezzo (= informazione e/o trasparenza e/o calcolabilità) e che, perciò, ne possano implementare la razionalità generale<sup>(67)</sup>.

7. - Il derivato speculativo, o quello che, comunque, non menzioni l'effettiva riferibilità del rapporto sottostante al contraente che appare comprare protezione, è, dunque, un contratto che utilizza uno schema commutativo per operare uno scambio (fittizio) tra una merce che non è una merce e che consiste in una *nuda chance* di *nudo guadagno* ed un corrispettivo che del prezzo ha le sembianze senza incorporarne propriamente la logica<sup>(68)</sup>, i quali, perciò, attivano una circolazione della ricchezza in ultima analisi riducibile all'"azzardo".

Ciò può fare capire perché la giurisprudenza abbia inizialmente ritenuto che i derivati (almeno quando non facciano menzione della riferibilità del rapporto sottostante ad almeno uno dei contraenti) integrino senz'altro una scommessa e perché questa opinione continui ad essere (specie adesso) prevalente nella dottrina.

A trattare per primo dei derivati speculativi è stato il Tribunale di Milano con due decisioni, rispettivamente, del 24/11/1993 e del 26/05/1994.

Con la prima il Tribunale sinteticamente concludeva che "il contratto di *domestic currency swap* stipulato con finalità di mera speculazione è soggetto all'eccezione di gioco prevista dall'art. 1933, comma 1 c.c."<sup>(69)</sup>. Con la seconda la medesima conclusione era raggiunta, questa volta a proposito di un *interest rate swap*, sulla base di un ragionamento più articolato: "il contratto in esame non corrisponde obiettivamente ed in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendosi piuttosto qualificare come ipotesi di scommessa non azionabile ex art. 1933 ... le parti si sono assoggettate all'alea delle variazioni del tasso degli interessi non per la necessità di coprire effettivi rischi, ma per collegare l'attribuzione di un vantaggio patrimoniale (lucro) alla sorte ... [questa] conclusione ... non esclude la configurabilità di contratti di *swap* che ... assolvano una funzione di sicurezza e garanzia economica, perché collegati con effettivi rapporti obbligatori (di prestito o di import-export) sottostanti".

Entrambe queste decisioni si riferivano a *swaps* conclusi già nel vigore dell'art. 23 della L. n. 1/1991, che, disciplinando le *Sim*, escludeva l'applicabilità dell'art. 1933 ai contratti uniformi su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari nei mercati regolamentati<sup>(70)</sup>. È, perciò significativo che nel volgere di pochi anni l'orientamento della giurisprudenza muti radicalmente, sebbene le innovazioni normative intervenute nel frattempo non si possano ritenere, di per loro, decisive. Lo stesso Tribunale di Milano, con sentenza del 20/02/1997, concludeva, infatti, che "la funzione economico-sociale dei contratti di *domestic currency swap*, intesa come neutralizzazione di un rischio valutario e finanziario, è meritevole di tutela anche quando il contratto persegua una finalità di mera speculazione e impedisce pertanto l'applicabilità dell'eccezione di gioco ... [attesoché] l'intento di speculazione appartiene alla sfera interna dei motivi che nulla hanno a che vedere con la causa del negozio in senso tecnico-giuridico". L'anno dopo il Tribunale di Torino, con sentenza del 10/04/1998, ribadiva tale conclusione basandola, questa volta, sul dato positivo: "l'art. 23, legge 2 gennaio 1991, n. 1, che stabilisce che l'art. 1933 c.c. non si applica ai contratti uniformi su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, è volto ad evitare che possa essere adoperata l'eccezione in esame nell'ambito di un rapporto negoziale che è autorizzato e disciplinato da una legge dello Stato"<sup>(71)</sup>. E dopo poco più di un anno lo stesso Tribunale di Torino, nella decisione del 27/01/2000, rinforzava tale orientamento, spiegando che "dalla normativa vigente [L. n. 1/1991, D.Lgs 415/1996 e L. 58/1998] non si ricavano elementi in base ai quali ritenere che possano trovare cittadinanza, e quindi piena tutela giuridica, solo gli *swaps* che perseguono lo scopo di controllare i rischi di cambi, che la funzione economico-

giuridica possa esaurirsi nella copertura dei rischi e che quindi il legislatore abbia valutato la meritevolezza e la compatibilità con l'ordinamento solo degli *swaps* collegati a transazioni con l'esterno ... non [vi si] distingu[e] tra *swaps* speculativi e non".

Dunque, il nuovo orientamento che matura nella giurisprudenza si regge, in fondo, esclusivamente sull'argomento *a contrario* della mancata distinzione, nella normativa di settore, di derivati di copertura e derivati speculativi, talvolta colorito dalle evocazioni di una loro generale utilità socio-economica che, però, venendo illustrata soltanto sui derivati di copertura, si risolve, rispetto ai derivati speculativi, in una mera petizione di principio. Nonostante la sua opinabilità, tale argomento ha retto fino a qualche anno addietro ed ha condizionato lo stesso orientamento della dottrina.

Dopo gli entusiasmi seguiti alle iniziali perplessità<sup>(72)</sup>, la dottrina si è prevalentemente attestata su di una posizione che, da un lato, riconosce apertamente la riconducibilità dei derivati speculativi alla "causa" della scommessa e, dall'altro, li sottrae all'eccezione di gioco in forza della speciale esclusione operata prima dall'art. 23, commi 4 della L. n. 1/1991, poi dall'art. 18, comma 4° del D.Lgs. n. 415/1996 ed infine dall'art. 23, comma 5°, del D.Lgs. 58/1998, nei quali esplicitamente viene indicato un dispositivo del tutto equiparabile a quello che l'art. 1935 utilizza per le lotterie autorizzate<sup>(73)</sup>. Con la conseguenza che l'immunità dall'eccezione di gioco si darebbe, dapprima, solo per i contratti uniformi autorizzati dalla Consob e trattati nei mercati regolamentati e, poi, più in generale per tutti i derivati trattati dagli intermediari autorizzati anche nei mercati *over the counter*<sup>(74)</sup>.

Le vicende successive alla crisi finanziaria del 2008 e le considerazioni più meditate che ne sono seguite hanno (o sembra abbiano) spinto, innanzitutto, la giurisprudenza a mutare il proprio atteggiamento verso i derivati, ma le conclusioni prima raggiunte hanno continuato ad influenzarne in qualche modo le soluzioni<sup>(75)</sup>.

Tali conclusioni non sembra, però, possano ritenersi proprio incontrovertibili.

Esse, in ultima analisi, si reggono esclusivamente sulla seguente sequenza argomentativa:

- i derivati speculativi presentano la "causa" della scommessa e ad essi, perciò, andrebbe applicata l'eccezione di gioco dell'art. 1933;

- la normativa che li considera, però, non distingue tra derivati speculativi e derivati di protezione;

- per conseguenza, l'immunità dall'eccezione di gioco, che essa prevede, giova anche ai derivati speculativi.

Entrambe le premesse di tale conclusione appaiono, però, discutibili.

Alla prima di tali premesse si può imputare un esperimento eccessivamente semplificato del procedimento che presiede al riconoscimento giuridico di tali contratti ed al rapporto in cui esso si pone con principi e discipline della materia contrattuale<sup>(76)</sup>.

La circostanza che i derivati speculativi inducano una circolazione della ricchezza che fuoriesce dal paradigma utilitario e che appare, invece, riducibile all'"azzardo" non consente di qualificare tali contratti direttamente come mere scommesse<sup>(77)</sup>. Siffatta circolazione essi, infatti, producono avvalendosi di specifici e articolati schemi commutativi<sup>(78)</sup>, ai quali è comune il riferirsi ad una merce particolare, che consiste in una *nuda chance* di *nudo guadagno*, e ad un corrispettivo, che del prezzo ha le sembianze ma non la logica. E proprio considerazioni di questo tipo hanno indotto la dottrina largamente prevalente a ritenere che i derivati vadano piuttosto annoverati tra i contratti atipici<sup>(79)</sup> o, più specificamente, alieni<sup>(80)</sup>. Ma il carattere atipico di tali contratti li sottopone al giudizio di meritevolezza dell'art. 1322.

8. - Orbene, il giudizio di meritevolezza dell'art. 1322 (che - si ricordi<sup>(81)</sup> -, se non implica alcun "paternalistico" o "dirigistico" riferimento all'utile sociale o alla solidarietà, tuttavia impone di valutare il contratto alla stregua del paradigma utilitario e della razionalità mercantile che esso implementa) dà luogo a "valutazioni di rilevanza-irrilevanza, coercibilità-incoercibilità"<sup>(82)</sup>, che deve ritenersi operino in via distinta e previa rispetto alla questione della disciplina eventualmente applicabile in via - per così dire - analogica: solo un contratto che sia giudicato rispondere ad "interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico" pone all'ordinamento il problema della sua disciplina (per le parti non coperte dal regolamento negoziale e/o per le clausole che contrastino con norme e principi imperativi); mentre ad un contratto che non superi tale vaglio compete esclusivamente il giudizio di irrilevanza-incoercibilità.

Ma se questo è vero, allora sembra difficile non ammettere che il disfavore, che l'ordinamento esibisce verso l'"azzardo" attraverso l'art. 1933 (ma, più in generale, attraverso il vincolo che - come altrove si è visto<sup>(83)</sup> - già il giudizio causale istituisce tra contratto e paradigma mercantile), si espliciti non rendendo opponibile ad un contratto atipico l'eccezione di gioco cui tale norma dà luogo, bensì negando ad esso, prima e in radice, riconoscimento giuridico: un contratto atipico che induce una circolazione della ricchezza riducibile all'"azzardo" non sottostà alla regola della *denegatio actionis* e della *soluti retentio*, ma, in ragione dell'immeritevolezza (= irrazionalità mercantile) dell'interesse perseguito, è semplicemente irrilevante-incoercibile<sup>(84)</sup>.

Certo, può sembrare non del tutto plausibile che ad un derivato speculativo sia negata la *soluti retentio* che, invece, è concessa alla scommessa. Ma questo, nella specie, trova una ragione difficilmente confutabile nella ormai condivisa considerazione<sup>(85)</sup> che la minaccia, che l'inserimento di uno strumento siffatto nei mercati finanziari porta alla razionalità mercantile, è incomparabilmente superiore a quella ascrivibile a gioco e scommessa: quel che fa una differenza incolmabile<sup>(86)</sup> è che gioco e scommessa (almeno nella originaria fenomenologia considerata dal Legislatore del '42) si situano del tutto al di fuori dal mercato e concernono relazioni che (quando non siano gestite dalla Stato o su sua

autorizzazione) alla fine esibiscono carattere (quantomeno nello spirito) singolare; mentre i derivati portano l'"azzardo" nel cuore del mercato e, coperti dall'abito apparente della merce, ingenerano relazioni seriali che interessano fasce sempre più estese di risparmiatori (o - sarebbe meglio dire - del risparmio come insieme delle risorse monetarie). Questo, a parte la considerazione, non meno importante, che il dispositivo della *soluti retentio* suppone un pagamento volontario successivo all'esito dell'incertezza, che è tipico di gioco e della scommessa, e che, invece, per lo più non si dà nel regolamento dei derivati, dove il "premio" di un *weather derivative* si paga alla sua stipula e gli addebiti e accrediti di uno *swap* avvengono mediante compensazioni operate nel corso del rapporto, sicché il dispositivo della *denegatio actionis* ne risulterebbe solitamente frustrato.

Dunque, al giudizio causale i derivati speculativi esibiscono una circolazione della ricchezza alla quale l'ordinamento giuridico, in linea di principio, nega riconoscimento.

Si tratta, adesso, di vedere se - come per lo più assumono dottrina e giurisprudenza - questa conclusione di principio possa ritenersi derogata dalla specifica normativa di settore.

Si può cominciare con l'osservare che questa conclusione di principio sembra rendere in qualche modo eccentriche le previsioni prima dell'art. 23, comma 4 della L. n. 1/1991, poi dell'art. 18, comma 4° del D.Lgs. n. 415/1996 ed infine dell'art. 23, comma 5°, del D.Lgs. 58/1998. In fondo, su di un piano strettamente logico-giuridico, si potrebbe assumere che l'immunità dall'eccezione di gioco dei derivati speculativi non si dia poiché i derivati speculativi non sarebbero comunque sottoposti all'eccezione di gioco, (non essendo propriamente qualificabili come "scommessa" - v. *infra* - ed) essendo già prima e in radice insuscettibili di riconoscimento giuridico.

A questa conclusione, però, si potrebbe pensare di opporre la considerazione che i derivati, comunque, sono fatti rientrare dall'art. 1, comma 3, lett. da d) a j), del T.U.F. negli "strumenti finanziari", ai quali, poi, il comma 5 dell'art. 23 esclude si applichi l'art. 1933: è questa, infatti, la seconda delle premesse prima evidenziate e consiste nell'argomento (ricorrente in dottrina e giurisprudenza) che dalla mancata distinzione dei derivati speculativi dai derivati di copertura deduce l'irrifiribilità a tutti i derivati dell'eccezione di gioco<sup>(87)</sup>.

Quest'argomento, però, prova troppo.

Da un lato, il dispositivo della irrifiribilità ai contratti di borsa dell'eccezione di gioco è vecchio quanto la borsa<sup>(88)</sup> e, quindi, non è, di per sé, significativo: esso, di per sé, appare rivolto a fronteggiare soltanto il carattere genericamente aleatorio e speculativo di tutte le operazioni di borsa "a termine", che è una cosa qualitativamente diversa dal nudo "azzardo", che qui si sta considerando.

Dall'altro, e soprattutto, il fatto che la legge sul piano definitorio (qual è quello dell'art. 1, che *swaps, futures*, ecc. elenca solo per qualificarli "strumenti finanziari") non distingue i derivati a seconda della funzione che perseguono non sembra, di per sé, sufficiente a far concludere che intenda con ciò dar cittadinanza giuridica a tutti i derivati quale che ne sia la funzione<sup>(89)</sup>. In fondo, non sarebbe affatto la prima volta che l'ordinamento si limiti a *nominare*<sup>(90)</sup> un negozio evocando semplicemente una prassi di mercato dai caratteri più o meno incerti (o ambigui) e si riservi di sottoporre al vaglio di meritevolezza le determinazioni cui i privati lo flettono<sup>(91)</sup>: sembra anzi ovvio che *nominare* un contratto del quale non si tipizza al tempo stesso lo spostamento di ricchezza che implementa non equivalga affatto a dar necessario riconoscimento a qualsiasi circolazione, che, utilizzandone il *nomen*, venga di fatto programmata. L'aver annoverato *options, futures, swaps*, ecc. fra gli strumenti finanziari non autorizza a sostenere che qualsiasi *option, future* o *swap* riceva, per ciò solo, riconoscimento e tutela dall'ordinamento quale che sia la circolazione della ricchezza cui dà forma<sup>(92)</sup>.

In realtà, se un peso si deve riconoscere all'elencazione dell'art. 1 - e, certamente, non può non essergli riconosciuto -, questo è da connettere piuttosto alla circostanza, meramente negativa, che il Legislatore del 1998, che può presumersi edotto degli orientamenti giurisprudenziali di qualche anno prima i quali già distinguevano tra derivati di copertura e derivati speculativi, non abbia ritenuto di prendere posizione su tale distinzione. Su questo piano, però, si può anche immaginare che una siffatta omissione non sia stata innocente, almeno nei corpi tecnici che hanno provveduto a redigere il testo di tale norma; ma si può anche ritenere, a buon diritto, che un "accorto" silenzio non sia sufficiente a scalzare un principio (quello della "meritevolezza" come condizione di accesso al riconoscimento giuridico degli atti di autonomia) che, in materia di autonomia privata, presenta, da sempre, rilevanza sistemica. Dopotutto, l'art. 1935 riconnette l'"azione in giudizio" alle lotterie, solo quando siano state "legalmente autorizzate", sicché, per le medesime ragioni ed allo stesso modo, si deve ritenere che per dare "azione in giudizio" ai derivati speculativi si richieda un'esplicitazione normativa che stia sullo stesso piano di una "legale autorizzazione"<sup>(93)</sup>, e cioè che espressamente ed inequivocabilmente estenda il riconoscimento ai derivati *quand'anche solo speculativi*.

Il peso di un tale argomento "omissivo", dunque, non sembra tale da sorreggere fondatamente un'interpretazione dell'art. 1 che immetta il nudo "azzardo" nel circuito dei mercati finanziari.

Si è sostenuto che i derivati (anche) speculativi debbano ritenersi immuni dal vaglio dell'art. 1322 "per la ragione più profonda che oggi i contratti che rispondono a modelli anglosassoni non passano la dogana se meritevoli, ma sono meritevoli ... in linea di principio, perché una dogana non c'è"<sup>(94)</sup>. Dal punto di vista giuridico un tale argomento non ha, evidentemente, alcun fondamento<sup>(95)</sup>. Ma segnala un dato economico irrefutabile, quello che i derivati (anche) speculativi e la loro diffusione sui mercati finanziari di ogni continente costituiscono una delle manifestazioni più appariscenti, e più

critiche, della globalizzazione economica e dell'intolleranza del capitale finanziario verso non solo le sovranità nazionali ed i loro ordinamenti ma, soprattutto, verso quella razionalità dell'*homo oeconomicus* che ha guidato fin qui lo sviluppo del capitalismo e della società moderna<sup>(96)</sup>.

Questa è, con ogni probabilità, la ragione per la quale dottrina e giurisprudenza si sono convertite ad un'argomentazione che si sarebbe prestata ad interrogazioni ben più consistenti: in fondo, poiché tutto sembrava procedere nel modo migliore, poteva non sembrare il caso di porre remore "fuori moda" all'accesso del risparmio nazionale alle "promettenti" innovazioni del mercato globale ponendo troppe domande.

Ciò, ovviamente, non scalfisce l'improponibilità di simili argomenti, ma potrebbe rendere scettici sulla materiale praticabilità del (pur dovuto) controllo di meritevolezza sui derivati finanziari e del diniego di "rilevanza-coercibilità" a quelli di essi che presentino carattere meramente speculativo. Ma, sospinta dalle iniziative giudiziarie di enti pubblici e di clienti privati e dagli inattesi sbilanciamenti dei contratti sottoposti al suo vaglio, la giurisprudenza sembra mostrare già importanti aperture verso questo compito: è significativo che essa, dopo circa dieci anni, abbia preso (talvolta in via prudenziale ed altre in modo più deciso) a riproporre la distinzione, prima abbandonata, tra derivati di copertura e derivati speculativi ed a sottolineare la "funzione assicurativa" assolta dagli *swaps* da essa considerati nelle fattispecie di volta in volta decise<sup>(97)</sup>.

Ma, specie dopo la crisi del 2008, i giudici hanno preso a percorrere anche altre vie che incrociano sempre il problema del giudizio causale, e con un raggio ancora più ampio.

(La parte II, relativa a "Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche" sarà pubblicata nel prossimo numero di questa rivista)

(1) V., ad es.: B. Inzitari, Swap (contratto), in questa rivista, 1988, 621 ss.; L. Balestra, Il contratto aleatorio e l'alea normale, Padova, 2000, 189 ss.; G. Belli, L'alea nei contratti differenziali, in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 61 ss.

(2) Ma la reale portata di questa funzione speculativa deve ritenersi, però, controversa, atteso che non solo era controversa la distinzione dei contratti differenziali dagli ordinari contratti a termine, ma in ogni caso si distingueva tra contratti differenziali impropri e contratti differenziali propri, i quali ultimi soltanto sembrerebbero avere qualcosa a che spartire con la funzione speculativa e con gli attuali derivati c.d. speculativi: ma v. *infra* nel testo e, soprattutto, nelle note.

(3) V., ad es., App. Napoli, 21/05/23, in *Riv. dir. comm.*, 1923, II, 678. Ma v. in dottrina F. Carnelutti, *Nullità di vendita di cambi allo scoperto*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, II, 486 ss. e, sulla questione generale della riferibilità ai contratti differenziali dell'art. 1802 c.c.ab., V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, *ibidem*, 1928, I, 101 ss.

(4) Un efficace panorama delle politiche legislative in proposito è offerto da V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, cit., 97 ss.

(5) V. Cass. 21/07/1924, Cass. 31/05/1924, App. Bari 21/03/1924, App. Milano 20/06/1923, Cass. 04/10/1924, App. Torino, 18/03/1924, tutte in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 183 ss. con il comune commento critico di M. Rotondi, *Contratti a termine e differenziali sui cambi*, nonché le riserve di L. Lordi, *Pagamento per causa illecita in contratti differenziali su divisa estera*, *ibidem*, 1927, I, 101 ss.

Sulle discipline dei cambi di divise estere e delle importazioni di merci che si susseguirono in quel tempo v. in posizioni divergenti: V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, cit., 99. e C. Vivante, *Il commercio fittizio dei cambi*, *ibidem*, 281 ss.

(6) In questo senso si v., ad es., V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, cit., 116 ss., che, proprio in forza della asserita riducibilità dei contratti differenziali all'incrocio di due vendite a termine, nega l'applicabilità ad essi dell'eccezione di gioco (102 ss.). Di opposto avviso, invece, C. Vivante, *Il commercio fittizio dei cambi*, cit., 283, per il quale contratti differenziali non riducibili allo schema di una doppia vendita a termine sarebbero contrari all'ordine pubblico e incapperebbero nella *denegatio actionis* dell'art. 1802. Diversa ancora la posizione di M. Rodondi, *Contratti a termine e differenziali sui cambi*, cit., 195 ss., il quale ritiene che il contratto differenziale non consista in una doppia compravendita a termine ma presenti carattere assolutamente unitario e, però, ne esclude la soggezione all'eccezione di gioco.

(7) Questa, ad es., è l'argomentazione di V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, cit., 103 ss., 107 ss.; ma il senso di quest'argomentazione è reso in qualche misura equivoco dalla circostanza che l'a. dice di rifarsi alle posizioni di Vivante, il quale, però, muoveva piuttosto dalla serietà ed effettività delle due operazioni di scambio e, proprio per questo, negava la stessa configurabilità dei contratti differenziali come categoria autonoma (v. *infra* nel testo).

Le incongruenze, che simili argomentazioni può sembrare presentino, sono, però, chiarite da F. Messineo, *Gli affari differenziali impropri (commento a App. Genova, 23/12/1929)*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 677 ss., distinguendo tra *contratti differenziali impropri* (= quelli che consistono in due operazioni distinte dove B vende o compra ad un prezzo ad/da A e poi compra o vende da/a C ad un altro prezzo) e *contratti differenziali propri* (= quelli in cui "le due operazioni passino tra le medesime parti (A e B) e pertanto la liquidazione di esse debba necessariamente aver luogo sulla base del pagamento della differenza fra i prezzi delle cose negoziate ... escludendosi ... che si debba ... far luogo a effettiva consegna di cose e pagamento di prezzi") e spiegando che i primi consistono in due contratti distinti che rispondono entrambi integralmente alla "causa" della compra-vendita e che le ragioni della loro indiscutibile validità non giovano affatto ai secondi.

(8) Così, ad es., V. Salandra, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, cit., 98. Ma v. ne la critica in C. Vivante, *Il commercio fittizio dei cambi*, cit., 282 ss.

(9) Neanche questa considerazione era, però, decisiva. A far degradare a semplice motivo un'eventuale finalità speculativa era, in sostanza, la riduzione dei contratti differenziali all'incrocio di due compravendite: così, ad es., V. Salandra, *op. cit.*, 117 ss. Da qui la critica di C. Vivante, *Il commercio fittizio dei cambi*, cit., 291 ss. e di F. Messineo, *Gli affari differenziali impropri*, cit., 683-684: o i c.d. contratti differenziali consistono di due reali vendite a termine che esibiscono un'effettiva causa di scambio oppure configurano uno

schema atipico che presenta causa autonoma, la quale (almeno secondo Vivante) si risolve nella organizzazione di scambi fittizi che sottendono una scommessa e sono sottoposti all'eccezione di gioco.

(10) Informava, infatti, A. Weiller, *Contratto differenziale*, in *N. Dig. It.*, IV, Torino, 1938, 103: "l'altra parte può insistere sull'adempimento ai sensi dell'art. 69 c. co. oppure procedere all'esecuzione coattiva a sensi del detto articolo e del precedente art. 68 c.co. ... [con la conseguenza che] se durante il tempo trascorso tra la conclusione del contratto e l'esecuzione coattiva, i prezzi sono mutati, la parte inadempiente dovrà pagare la differenza tra i prezzi, oltre le spese [dato che] il 2° comma dell'art. 68 c.co. parla della differenza tra il prezzo ricavato e il prezzo convenuto e del risarcimento dei danni ... Il contratto quindi sarà veramente un contratto differenziale (nel senso proprio) *soltanto se vi sarà tra le due parti un preciso accordo, tacito o esplicito, di non dargli esecuzione effettiva e di regolarlo invece con il pagamento della differenza*".

(11) Dall'art. 15 (diritto di sconto) della L. n. 272/1913 C. Vivante, *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, 927, argomentava che "nemmeno un contratto concepito così: "noi compratore e venditore restiamo intesi che alla fine del mese, in luogo di farci reciprocamente la consegna, ci liquideremo le differenze" sarebbe un contratto differenziale nel senso che esso possa passare sopra i titoli e le merci senza influire sul loro movimento, perché il compratore avrebbe diritto alla consegna per una disposizione irriducibile di ordine pubblico, dettata per moderare e punire le torbide audacie degli speculatori al ribasso".

Questa opinione veniva ancora vigorosamente ribadita quindici anni dopo dallo stesso C. Vivante, *Il commercio fittizio dei cambi*, cit., 283, scrivendo che "sospinti dalla smania del giuoco, crederono che colla libertà dei cambi fosse proclamata la libertà di negoziare frottole per cambi, differenze di listino per cambi, come se dopo che furono tolte le restrizioni alla libertà di negoziare il latte, il carbone ed il rame fosse lecito ai contraenti di scommettere sul rialzo o sul ribasso del loro listino, e di prendere in considerazione nella conclusione e nell'esecuzione degli affari la sola altalenata dei corsi; ma il codice civile nell'art. 1802 pone un freno di ordine pubblico a questa degenerazione del traffico".

(12) C. Vivante, *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle borse*, cit., 925-926.

(13) Che - giova rilevarlo - alla fine sembra essersi concluso con l'opinione che subiscono l'eccezione di gioco i contratti differenziali, "nei quali è da escludere con sicurezza che le parti abbiano voluto addivenire ad uno scambio di beni": così R. Corrado, *I contratti di borsa*, in *Tratt. dir. civ. it.* diretto da F. Vassalli, Torino, 1950, 95. Ma in tal senso anche L. Bianchi d'Espinosa, *Il contratto di borsa. Il rapporto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, 398 ss., a proposito dei "contratti differenziali semplici", ossia di quelle fattispecie negoziali "unitarie" ove sia dedotta in contratto "solo l'obbligazione delle parti di eseguire il contratto stesso con il preciso accordo di non dare in alcun caso esecuzione alle obbligazioni che sorgono normalmente da un contratto di compravendita, e cioè rispettivamente la consegna della cosa ed il pagamento del prezzo pattuito.

Il rapporto tra contratti differenziali e derivati, da ultimo, è esaminato da M. Indolfi, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, Padova, 2013, 88 ss.

(14) Per questa tripartizione e per i suoi limiti v., da ultimo, P. Messina, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia*, in *Tratt. dir. ec.* diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Padova, 2011, 209 ss. e E. Barcellona, *Contratti derivati meramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Quaderni di BBTC* a cura di D. Maffei, *Swaps tra banche e clienti: le condotte e i contratti*, Milano, 2013, 43 ss.

La irriducibilità a questi schemi dei derivati è sostenuta, principalmente, da F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 635 ss.

(15) Per quanto qui interessa si v. L. Balestra, *Il contratto aleatorio*, cit. e, da ultimo, F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 283 ss. e *passim*.

(16) Tra le prime illustrazioni di questo contratto si annovera quella di B. Inzitari, *Swap*, cit., 597 ss.; ma v. ora la dettagliata analisi della relativa prassi contrattuale operata da F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 23 ss. e *passim*.

(17) V. E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, *passim* e, specificamente nella prospettiva qui considerata R. Clarizia, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in R. Riolo, *I derivati finanziari*, Milano, 119 ss., 119 ss. e, ancora F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 377 ss. e *passim*.

(18) La distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi ed il problema del rapporto di questi ultimi con la scommessa sono risalenti: v. già B. Inzitari, *Swap*, cit., 620 ss. e G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 112 ss. e *passim*.

Il riferimento allo schema della permuta è già di F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, I, 612 ss. La struttura della permuta, però, è evocata, nella costruzione dello *swap* come contratto a prestazioni corrispettive (G. Capaldo, *op. cit.*, 162 e *passim*). Ma al riguardo si v. il quadro ora apprestato da S. Gilotta, *In tema di interest rate swap* (a commento di Trib. Lanciano, 6/12/2005) in c.v., 2007, II, 145 ss., alle cui indicazioni bibliografiche è qui sufficiente rinviare.

(19) A proposito delle *options* critica questa alternativa ritenendola riferibile ai "fini individuali dei contraenti" F. Caputo Nasseti, *Il contratto derivati*, cit., 390-391, ma al riguardo si v. oltre nel testo.

Esemplari al riguardo sono i *weatherderivatives* su cui v. ampiamente G. Belli, *Le operazioni di weatherderivatives tra finalità di copertura e speculazione*, in *Questa rivista*, 2012, 1223 ss.

(20) Così, ad es., già B. Inzitari, *Swap*, cit., 598 ss. Ma questo è l'esordio di ogni analisi dei derivati, e specialmente degli *swaps*: v. pure G. Capaldo, *op. cit.*, 115.

(21) Sulla "polivalenza" dello *swap* e, segnatamente, sulle funzioni di *hedging* e *trading* da esso assolve già A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco* (nota a Trib. Milano, 26/05/1994), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, 83 ss. e M. Ferrario, *Commento a App. Milano, 26/01/1999*, in *I contratti*, 2000, 259. Ma la distinzione è ormai di prammatica: v. da ultimo S. Gilotta, *In tema di interest rate swap*, cit., 139-140.

(22) Già F.M. Giuliani, I "titoli sintetici" tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in *Giur. comm.*, 1992, I, 87 e A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., 86; ma di recente così anche S. Gilotta, *In tema di interest rate swap*, cit., 155; G. Gabrielli, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse*, in questa rivista, 2009, 1133 ss. e D. Maffei, *Contratti derivati*, in *Dig. disc. priv.*, Sez.

civ., Agg. V, Torino, 2010, 357.

(23) V.le in D. Preite, Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures), in *Dir. comm. inter.*, 1992, 174 ss., e, dopo, sistematicamente riproposte da quanti sostengono la generale "meritevolezza" dei derivati: v., ad es., R. Agostinelli, Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 129 e G. Capaldo, Profili civilistici del rischio finanziario, cit., 115 e ora anche M. Indolfi, Aleatorietà convenzionale, cit., 138 ss.

Ma per una critica di questa tesi v. già A. Perrone, Contratti di swap con finalità speculative, cit., 86, nt. 29.

(24) Così, ad es., F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati*, cit., 79-80. Ma v. anche D. Maffei, *Contratti derivati*, cit., 357, ancorchè con molte riserve.

(25) Per il rapporto tra paradigma utilitaristico e giudizio causale si rinvia a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, (di prossima pubblicazione), cap. V.

(26) V. la *supra* nel testo e nelle note. Ma v. anche ben riassunta in A. Weiller, *Contratto differenziale*, cit., 103.

(27) Così G. Capaldo, Profili civilistici del rischio finanziario, cit., 125.

(28) Così ancora G. Capaldo, *op. cit.*, 127.

(29) V. sempre G. Capaldo, *op. cit.*, 130. Ma v. anche, fra gli altri, F. Bochicchio, I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolazione dell'attività d'impresa ed eccezione di gioco, in *Giur. comm.*, I, 600; E. Girino, Commento a Trib.

Torino 10/04/1998, in *I contratti*, 1999, 50; F. Rossi, Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, 612; F. Caputo Nasseti, Della causa del contratto di swap, in *Studium juris*, 1998, 251.

Ma in questo senso anche Trib. Milano, 20/02/1997, per superare il precedente opposto orientamento della stessa giurisprudenza milanese (v. *infra*).

(30) Ai quali si vorrebbero ricondurre i derivati tanto di protezione che speculativi: G. Capaldo, *op. cit.*, 198 ss.

(31) Per l'approfondimento di questi concetti sia consentito rinviare ad un lavoro di prossima pubblicazione: M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. V, par. 4.2.

(32) Al riguardo si rinvia a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. V, par. 4.2.

(33) O - il che non è molto diverso - senza che chi agisce per l'esecuzione delle obbligazioni che da esso derivano sia tenuto a provarla.

(34) Più precisamente, in un tal derivato la "merce" (= la protezione) è descritta solo che non c'è (o può non esserci) ... non diversamente dalla vendita di una "cosa" che non esiste) o può non esistere.

(35) Il che, probabilmente, farebbe luogo all'applicazione dell'art. 1895.

(36) Altrimenti detto: o è un contratto che non enuncia l'oggetto che è deputato a scambiare o non è un contratto di scambio.

(37) Coglie bene ed esprime efficacemente quest'alternativa Trib. Bergamo, 04/05/2006 quando rileva che "se nessuna finalità è stata espressa, il negozio è astratto e resta soltanto quella speculativa".

(38) Ovviamente, l'espressione "scambi reali" è qui utilizzata in modo stipulativo, e cioè in senso meramente avverso di quanto si è designato con l'espressione "scambi fittizi".

(39) Il che, poi, implica che la funzione di copertura nei derivati si debba ritenere rappresenti solo un "accidente".

(40) Così F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati*, cit., 77 ss.

(41) Al riguardo si rinvia a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. V, par. 2.

(42) Il che, del tutto ovviamente, non fa escludere *a priori* la possibilità di utilizzare, oculatamente, altre discipline "sinallagmatiche" (risoluzione, eccezione di inadempimento, ecc.), il senso della cui applicazione, però, sarà quello diverso della sussistenza delle condizioni di praticabilità del "gioco", di conseguibilità della "vincita", ecc.: la puntata ad una corsa di cavalli deve essere restituita se la corsa non ha luogo, senza che questo autorizzi a dire che una tale scommessa ha causa di scambio o sinallagmatica.

(43) Ossia - giova ribadirlo - la sua "misura" quale si dà in esito al dispositivo del mercato e che ne mette in opera la specifica razionalità.

(44) È questa - come prima si è visto - la giusta conclusione, ad es., di Trib. Bergamo, 04/05/2006.

(45) Salvo, ovviamente, che l'oggettiva funzione di copertura sia fatta constare *ex ante* (o venga provata *ex post* - quando questo si ritenesse ammissibile - dalla parte che voglia farla valere) e che per tal via entri a far parte del giudizio causale, sottraendo il relativo contratto al parametro enunciato nel testo ed alla valutazione che ad esso compete.

(46) A qualcosa del genere sembra alludere G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit. 202, quando riferisce ai *derivatives* la categoria dei "beni di secondo grado".

(47) Come, significativamente, li definisce l'art. 1 del D.Lgs 58/1998.

(48) M. Barcellona, *Attribuzione e mercato nella teoria dei beni giuridici*, in *Quadrimestre*, 1987, 667 ss. e *Trattato della responsabilità civile*, Torino, 2011, 856 ss.

(49) Giova ribadire che "valore d'uso" e "utilità" sono qui utilizzati in quel senso specifico che non designa affatto una qualità ontologica o una attitudine naturale di quanto è dedotto in uno scambio, ma designa, invece, la qualità che una *res*, un fare, ecc. acquisiscono nel momento in cui assumono forma di merce, cioè nel momento in cui il mercato prende a concepirli come suscettibili di una domanda e di un offerta. "Valore d'uso" e "utilità", pertanto, costituiscono una *forma sociale*, la quale può riferirsi anche ad un *quid* che nulla abbia, *in sé*, di realmente utile e/o che presenti la consistenza di un simulacro e/o che si dia soltanto in un mondo immaginario, ecc. Ma al riguardo si v. M. Barcellona, *Attribuzione e mercato*, cit., 667 ss. e *Trattato della responsabilità civile*, cit., 856 ss.

(50) Sia consentito rinviare sempre a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. VI, par. 5.

(51) Muovendo da una prospettiva solo un po' diversa, su questo aspetto insiste giustamente e analiticamente anche E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 49 ss.

(52) Giova rilevare che diversamente si dispongono le cose ove il derivato nomini entrambi i rapporti sottostanti. In tal caso, infatti, quelli che si giustappongono sono due tassi, quello variabile e quello fisso, che trovano già un giudizio di tendenziale equivalenza nel mercato: lo stesso mercato informa che il sistema bancario offre alla propria clientela l'alternativa tra stipulare un mutuo al tasso euribor maggiorato di uno spread sottoponendosi alle sue variazioni e stipularlo ad un tasso fisso; questo tasso fisso, pertanto, non costituisce una determinazione convenzionale, unilaterale e virtualmente arbitraria della banca (come nei derivati speculativi), ma corrisponde al reale (più elevato) corrispettivo a cui il sistema bancario è concretamente disposto a correre il rischio del futuro andamento dei tassi; tassi

variabili e tassi fissi applicati a reali rapporti di finanziamento obbediscono, dunque, ad un accertato criterio di indifferenza; dimodoché la "permuta" dell'uno con l'altro esibisce una equivalenza garantita dal mercato.

(53) Ma regimi analoghi operano anche negli altri settori del mercato della copertura: si pensi alle fidejussioni prestate dalle banche.

(54) L'assenza del limite quantitativo dipendente del rischio subito gonfia artificialmente la domanda di protezione e l'assenza del limite quantitativo del regime vincolistico inflaziona l'offerta di protezione, di guisa che il prezzo della protezione di un "rischio che non c'è" è, inevitabilmente, un prezzo non mercantile, e dunque in questo senso irrazionale: in proposito si v. E. Barcellona, *op. loc. citt.*

(55) Un prezzo non mercantile e, quindi, irrazionale è, strutturalmente, inidoneo a governare l'allocazione razionale, e cioè efficiente, delle risorse.

(56) Tutto questo è stato mostrato in un modo che non sembra seriamente confutabile da E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 49 ss.

(57) Dimodoché il derivato speculativo ribalta le posizioni dei contraenti del derivato di copertura di cui adopera lo schema: il sinistro non attualizza semplicemente la protezione comprata coprendo la perdita subita, ma dà titolo, invece, a conseguire il guadagno sperato.

(58) Il che - si ricordi - non si dà nell'assicurazione, dalla quale all'assicurato viene il "bene" attuale della copertura del rischio cui altrimenti sarebbe esposto e con esso il maggior valore che il suo patrimonio riceve per effetto dell'acquisita immunità dal pericolo di una perdita.

(59) Ma in proposito si v. E. Barcellona, Note sui derivati creditizi: Market failure o regulation failure?, in Banca, borsa e tit. cred., 2009, I, 654 ss. e, ora, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 52 ss.

(60) Da E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 55 ss.

(61) Ché solo in un tale verso un investitore razionale può essere disposto ad acquistare una protezione di cui non ha alcun bisogno.

(62) La supposta calcolabilità del rischio, infatti, non può che sospingere il risparmiatore, che operi in modo economicamente razionale, ad investire sul verso per lui più favorevole indicatogli da tale calcolo: ché diversamente non "investirebbe" ma "scommetterebbe" sull'eventualità che le cose vadano nel modo opposto a quello in cui si "calcola" che vadano.

(63) Poiché, infatti, la supposta calcolabilità del rischio orienterebbe i risparmiatori, che operino in modo economicamente razionale, ad investire tutti nel medesimo verso, non vi sarebbe spazio per chi "vende" copertura di compensare le perdite con i guadagni realizzati a carico dei risparmiatori che abbiano investito sul rischio opposto.

(64) Aggiungasi, inoltre, che siffatte condizioni di "assicurabilità" del rischio debbono darsi per ciascuna classe di rischio: come un'assicurazione non potrebbe bilanciare il rischio da sinistro stradale con il rischio di furto di oggetti preziosi, così una banca non potrebbe seriamente bilanciare il rischio relativo all'andamento degli interessi con il rischio relativo all'andamento del pil o dei cambi (a parte l'evidente considerazione che la gran parte dei rischi finanziari sono tra loro strettamente connessi).

(65) O, comunque, di elevarlo fino a quel livello in cui la razionalità economica fa ritenere che l'elevato rischio di una tale *perdita totale* sia ancora giustificato dal profitto atteso senza che il rischio d'impresa si trasformi in "scommessa" e il profitto in "vincita": solo così, infatti, il "venditore" di copertura apparente sarebbe protetto dall'eventualità che le cose vadano ... come è "calcolato" che vadano (ché diversamente finirebbe solo per "scommettere" contro il calcolo del rischio). Ma così operando razionalmente offrirebbe il proprio prodotto ad un prezzo tale che un investitore razionale - si ricordi: non costretto dal bisogno di copertura - non potrebbe mai avere convenienza a pagare.

(66) V., infatti, le considerazioni del par. succ.

(67) Una razionalità generale che sarebbe abbastanza difficile da immaginare comunque: riferito ad una merce fittizia che non richiede alcun effettivo processo di produzione, il dispositivo del prezzo finirebbe per produrre allocazioni altrettanto fittizie delle risorse.

(68) Radicale al riguardo la conclusione di D. Maffei, *Contratti derivati*, cit., 358: "nessuno sa come prezzare il derivato, come attribuirgli un valore, posto che non esiste un mercato (*liquido*: ma in verità *non esiste un mercato*) e l'unica controparte possibile è la stessa controparte del cliente nel rapporto in corso".

(69) V. in Banca, borsa, e tit. cred., 1995, II, 80 ss., il commento di A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, 82 ss.

(70) Sulle questioni relative all'ambito di applicazione di tale previsione si v. F. Bochicchio, I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolazione dell'attività d'impresa e valutazione dell'intento soggettivo, in *Giur. comm.*, 1996, I, 597 ss., alle cui indicazioni bibliografiche si rinvia.

(71) Ma v. anche il *Commento* di E. Girino, in *I contratti*, 1999, 48 ss.

(72) Per le iniziate perplessità sulla azionabilità dei crediti scaturenti da *swaps* speculativi si v. B. Inzitari, *Swap*, cit., 623 ss.; R. Cavallo Borgia, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, *ibidem*, 1988, 406 ss.; N. Squillace, *La legge 2 gennaio 1991 n. 1 e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 88 ss.; A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, cit., 82 ss.

Fra i primi sostenitori della generale "meritevolezza" dei derivati (anche speculativi) sulla base degli argomenti, prima esaminati, della degradazione del fine speculativo a mero motivo e dello scambio astratto si v. F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in Banca, borsa e tit. cred., 1993, I, 624 ss.; F. Caputo Nasseti, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. inter.*, 1992, 91 ss. e D. Preite, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, cit., 184 ss. e E. Girino, *Commento* (a Trib. Torino 10/04/1998), cit., 49 ss.

(73) G. Gabrielli, Operazioni su derivati: contratti o scommesse?, in *Contr. e impr.*, 2009, 1133 ss. Ma v. già R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, 365; D. Maffei, *Contratti derivati*, cit., 357, e, ora, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, 2013.

(74) Al riguardo si v. R. Costi, *Il mercato mobiliare*, cit., 365 e G. Gabrielli, *Operazioni su derivati*, cit., 1134.

(75) Al riguardo si v. il succ. par. 9.

(76) V. al riguardo le meditate considerazioni di U. Breccia, *Artt. 1321-1349*, in *Dei Contratti in generale*, *Comm. cod. civ.* diretto da E. Gabrielli, 111 ss.

(77) Per i risultati insoddisfacenti della qualificazione dei contratti differenziali una volta costretti nell'alternativa tra vendita e scommessa

si v., fra gli altri, L. Balestra, *Il contratto aleatorio*, cit., 202 ss. Ma al riguardo v. ancora E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 52 ss.

(78) Come già ricordato, F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., ne fa una dettagliata ricognizione. Né rileva - è opportuno rimarcarlo - la riduzione, che prima nel testo si è fatta, dei derivati a due schemi generali di circolazione della ricchezza: tale riduzione è stata operata, infatti, esclusivamente dal punto di vista del giudizio causale (e cioè, per l'appunto, solo al fine di chiarire come in tali contratti è organizzata la circolazione della ricchezza), che è cosa diversa dal procedimento di qualificazione del contratto, il quale, invece, muove dal tipo (si ricordi G.B. Ferri, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 253 ss.), la riconduzione al quale si determina in forza di una molteplicità di multiverse variabili (v. G. De Nova, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, *passim*, ma v. ora A. Barenghi, *Qualificazione, tipo e classificazione dei contratti*, in *Diritto civile*, diretto da N. Lipari e P. Rescigno, coordinato da A. Zoppini, III, *Le obbligazioni*, 2, *Il Contratto in generale*, Milano, 2009, 295 ss.).

(79) V. fra i molti: F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps*, cit., 612; R. Girino, *I contratti derivati*, cit., 16; A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., 83 ss.; F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 635 ss.

(80) G. De Nova, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3 ss., le cui considerazioni sono riprese e sviluppate da D. Maffei, *I contratti derivati*, cit., 358.

(81) Il rinvio è a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. IV, par. 5.

(82) Come ricorda giustamente U. Breccia, *Artt. 1321-1349*, cit., 118.

(83) Al riguardo si rinvia a M. Barcellona, *Saggio sulla causa negoziale*, cit., cap. IV, par. 3.

(84) Sembra, perciò, da condividere la tesi sostenuta da E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 61, secondo cui un tale "contratto non può che risultare immeritevole di protezione, in quanto privo di [una] causa" atta a giustificare il riconoscimento.

(85) V., ad es., G. Gabrielli, *Operazioni su derivati*, cit., 1136 e D. Maffei, *I contratti derivati*, cit., 364, che addirittura non esclude "la necessità di un giudizio di conformità all'ordine pubblico ai sensi dell'art. 1343". Ma quest'ordine di preoccupazioni per i derivati speculativi c'era già nei primi anni '90 del secolo scorso (v. per tutti A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., 83 ss.) e venne accantonato, più che per analisi ragionate, in forza della loro imponente diffusione nei mercati finanziari globali.

(86) La quale, già da sola, dovrebbe ritenersi sufficiente a far desistere dalla *communis opinio* che vorrebbe in astratto applicabile ai derivati speculativi, non solo in via diretta ma anche in via *lato sensu* analogica, l'art. 1933.

(87) Abbandonata sembra, invece, l'originaria opinione (riferita da M. Ferrario, *"Domestic currency swap" a fini speculative e scommessa*, commento ad App. Milano, 26/01/1999, in *I contratti*, 2000, 260) secondo cui "una volta accertata la natura di valore mobiliare dello *swap*, o comunque la sua soggezione alla normativa di settore ... il giudizio di meritevolezza è indirettamente effettuato in via di principio dal legislatore".

(88) Ad es., così disponeva anche l'art. 5 del D.L. 14/05/1925, n. 601.

(89) Lo sostiene anche D. Maffei, *Contratti derivati*, cit., 364 ss., nella prospettiva del controllo della coerenza all'ordine pubblico economico dell'art. 1343, invece che in quella, seguita nel testo, del controllo di meritevolezza dell'art. 1322: ma nel modo in cui questa prospettiva è fatta operare, specie sul livello macroeconomico, la differenza sembra marginale.

(90) *Nominare*, infatti, è un'operazione normativa del tutto diversa da *tipizzare*, che si dà solo attraverso l'articolazione di un preciso schema negoziale e la regolamentazione del rapporto che ne consegue: questo, che vale in generale, deve ritenersi scontato rispetto a *swaps*, *futures* e *options*, dei quali concordemente si dice che rappresentano solo contenitori (nomi, appunto) nei quali si mette di tutto (v. in proposito F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati*, cit., 636 ss., ma già N. Squillace, *La Legge 2 gennaio 1991 e i contratti di swap*, cit., 86 ss.).

D'altronde in giurisprudenza già Trib. Civitavecchia, 08/06/2011, aveva chiarito che "il contratto di swap su tassi di interesse è un contratto *nominato atipico*, in quanto privo di disciplina legislativa".

(91) Ad es., qualcosa di simile la giurisprudenza da tempo sperimenta in ordine al *lease-back*, il cui giudizio di meritevolezza è fatto venir meno quando sia utilizzato per assicurare al creditore una garanzia *self-executing*.

(92) Su di un piano analogo si muove l'argomento "letterale" proposto da E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, 82: "la circostanza che l'art. 23, TUF sottragga all'eccezione di gioco non gli strumenti finanziari *tout court*, ma soltanto - si badi bene - quelli stipulati "nell'ambito dell'attività e dei servizi di investimento" ben potrebbe essere letto come un importante indice testuale ... della illiceità di quei derivati che con un "investimento non hanno niente a che vedere".

(93) Sulla necessità in generale di un espresso e singolare provvedimento di autorizzazione si v., fra le tante, Cass. pen., n. 3816/2008 e Cass. pen. n. 8324/2008. Cons. Stato n. 6916/2006, preordina la necessità di un espresso e singolare provvedimento autorizzativo al controllo preventivo e successivo della gestione di lotterie, scommesse e giochi d'azzardo. Questa direttiva normativa, perciò, subisce un gravissimo *vulnus* specialmente nel caso dei derivati OTC, i cui schemi di massima non sottostanno al preventivo controllo della Consob.

(94) D. Maffei, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, 643; ma v. anche S. Carbone, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Riv. comm. int.*, 2000, 3.

(95) Lo confuta con la dovuta radicalità E. Barcellona, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., 71 ss.

(96) Si legga L. Gallino, *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Torino, 2011.

(97) Si v. in termini prudenziali Trib. Milano, 3/04/2004, in *Giur. comm.*, 2004, 530 ss. con nota di E. Rimini, *Contratti di swap e "operatori qualificati"*, 536; e, in modo più deciso, Trib. Lanciano 6/12/2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 131 ss. con nota di S. Gilotta, *Intema di interest rate swap*, 150.