



Università degli Studi di Firenze
Facoltà di Giurisprudenza

Scuola di Dottorato in Scienze Giuridiche

*Corso di Dottorato in Obligazioni e Contratti in Italia e
nel Diritto Privato Europeo*

Settore Disciplinare IUS /01

Ciclo XXIII

Scambio economico e rischio dell'operazione.

La disciplina dei contratti *swap*.

Candidato: Luigi Giacomo Vigoriti

Tutor: Chiar.mo Prof. Giuseppe Conte

Coordinatore del Corso di Dottorato: Chiar.mo Prof. Giovanni Furguele

Indice

Introduzione.	4
Cap. I. I contratti <i>swap</i> e gli altri contratti derivati: inquadramento della disciplina giuridica e dimensione economica del fenomeno.	
1. Considerazioni preliminari sugli <i>swap</i> e sui contratti derivati.	7
2. Cenni sui mercati regolamentati e sui derivati scambiati <i>Over The Counter (OTC)</i>	11
3. La legislazione italiana sugli strumenti finanziari derivati anteriore al 2007.	13
4. La legislazione italiana vigente sugli strumenti finanziari derivati.	21
5. Varietà tipologiche degli schemi contrattuali derivati.	26
5.1. <i>Segue</i> : le opzioni finanziarie.	27
5.2. <i>Segue</i> : i <i>forward</i> e i <i>future</i>	31
5.3. <i>Segue</i> : gli <i>swap</i> nel tuf.	33
5.4. <i>Segue</i> : il contratto differenziale.	37
6. Il rapporto tra contratti derivati e strumenti finanziari derivati.	41
7. Sulla opportunità di una categoria giuridica di contratti derivati e possibile accostamento ai contratti differenziali.	44
8. La genesi dei contratti derivati e in particolare dello <i>swap</i> . Loro diffusione e ruolo nella attuale crisi del sistema economico.	50
9. La funzione economica perseguita dagli <i>swap</i> e dagli altri contratti derivati. La così detta “leva finanziaria”, i suoi effetti.	60
10. I contratti derivati all’interno di operazioni finanziarie.	63
Cap. II. I contratti <i>swap</i>: schemi di regolazione e profili funzionali.	
1. Lo <i>swap</i> . Premessa.	67
2. Gli <i>interest rate swap (irs)</i>	69
3. Possibili “variazioni sul tema” degli <i>irs</i> : i <i>currency swap (cs)</i> e gli <i>interest and currency swap (ircs)</i>	75
4. I <i>domestic currency swap (dcs)</i>	81
5. Cenni ai <i>credit default swap (cbs)</i>	86

6. Sulla possibilità di una trattazione comune di tutti gli schemi di <i>swap</i>	91
7. Gli <i>swap</i> quali strumenti per la gestione del rischio.	93
8. Quando il rischio influisce sulla struttura dell'accordo. La categoria dei contratti aleatori e la sua esatta individuazione.	99
9. <i>Segue</i> : gli effetti dei contratti aleatori come criterio fondante la categoria. .	102
10. <i>Segue</i> : l'alea come elemento modificativo della causa nei contratti aleatori.	108
11. Gli <i>swap</i> come contratti aleatori per loro natura.	111
12. Altre possibili ricostruzioni: gli <i>swap</i> come contratti aleatori per volontà delle parti o contratti ad alea normale illimitata.	118
13. Contratti <i>swap</i> e assicurazione. Affinità e differenze.	123
14. Contratti <i>swap</i> e scommessa. Paragone possibile?.....	127
15. Sulla rilevanza dei motivi e sulla causa concreta negli <i>swap</i>	136
16. Analisi della forma e dell'oggetto nei contratti <i>swap</i> . Alcuni possibili profili di invalidità.	141

Cap. III. La collocazione di strumenti finanziari derivati.

1. Il ruolo dell'intermediario finanziario nella collocazione di strumenti finanziari derivati.	146
2. La normativa vigente sino al 2007 e la giurisprudenza formatasi sull'applicazione dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998.	148
3. I necessari requisiti di forma degli strumenti finanziari derivati e segnatamente degli <i>swap</i>	160
4. Alcune questioni inerenti i contenziosi tra investitori e intermediari.	164
5. Gli obblighi degli intermediari nella negoziazione di strumenti finanziari derivati.	172
6. La pratica della rinegoziazione e della corresponsione del c.d. <i>up front</i> da parte dell'intermediario.	175
Bibliografia.	185

Introduzione.

Il presente lavoro ha a oggetto lo studio della disciplina dei contratti *swap*, accordi ascrivibili alla più ampia categoria (economica) dei contratti derivati.

Gli *swap* costituiscono una importantissima innovazione nei mercati finanziari internazionali e nazionali; in forza di questi accordi le parti pongono in essere scambi tesi, attraverso formule matematiche, a gestire determinati rischi cui sono esposte o che le stesse si assumono con l'intento di lucrare.

Tale gestione avviene attraverso pattuizioni che hanno come risultato finale lo scambio di posizioni giuridiche rispetto a un determinato evento.

Dalla loro comparsa, all'inizio degli anni ottanta del secolo scorso, gli *swap* hanno conosciuto una diffusione vertiginosa, fungendo anche da fattore di cambiamento dei mercati finanziari.

Vedremo che al generico termine derivati possono essere ricondotte tipologie diverse di accordi, che non hanno molti tratti in comune se non due peculiarità: poter essere allo stesso tempo contratti e strumenti finanziari, ed essere determinati, nel valore delle prestazioni, da un elemento esterno alla loro struttura.

Fino a una trentina di anni fa questi accordi erano sconosciuti in Italia, quanto meno alla maggioranza degli investitori; è solo del 1991 il primo provvedimento legislativo che riconosce una qualche valenza ai derivati. Da quegli anni, inizia anche nel nostro paese una grande diffusione di questi contratti, principalmente sottoforma di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

L'impatto tra questa massa magmatica di contratti con le strutture codicistiche e di legislazione speciale offerte dal nostro ordinamento ha creato non pochi problemi applicativi, molti, a onor del vero, nati anche da un uso improprio di questi accordi.

Nel primo capitolo analizzeremo il dato positivo dei derivati: vedremo dove nel nostro ordinamento sono presenti dei riferimenti a questa tipologia di

accordi; nel secondo capitolo cercheremo di offrire una ricostruzione dei vari schemi di *swap* da un punto di vista strettamente contrattuale.

Il terzo capitolo, infine, è dedicato alla analisi delle regole e dalle maggiori problematiche che si sono venute a creare nell'ambito dell'attività di intermediazione mobiliare avente a oggetto prodotti finanziari derivati.

In comune a tutti gli *swap* e in generale a tutti i derivati, vi è una forte predominanza del rischio nell'assetto contrattuale. Ciò significa che chi stipula qualsiasi derivato, spesso assume obbligazioni contrattuali che – nel caso che il rischio si verifichi nella portata prevedibile ma non auspicabile – possono rivelarsi di ingente valore.

Ed è questa quella che potremmo chiamare la “storia parallela dei derivati”.

Non si può infatti studiare questi accordi senza rendersi conto che, sin dalla loro nascita, essi sono stati causa, o concausa, di forti dissesti, spesso dovuti alla incosciente assunzione di rischi da chi incapace di gestirli.

È noto che l'utilizzo improprio degli *swap* e degli altri derivati riguarda in Italia anche gli enti locali (l'ultimo caso sui giornali riguarda alcune banche e il Comune di Firenze).¹

Ma al di là della risonanza mediatica che certe vicende hanno avuto, *nihil sub sole novum*: si pensi che già nel 1995 la Banca d'Italia dedicò uno studio sulla diffusione dei prodotti derivati, dove si rilevava la presenza di vari fattori di rischio *in primis* a livello macroeconomico: tra gli altri, opacità, eccessiva contaminazione tra mercati con rischio di propagazione di squilibri, imperfetta conoscenza del fenomeno.²

Si tratta di tutte segnalazione che hanno colto nel segno.

Così, si ha la sensazione che sia nel giusto chi già una decina di anni fa osservava come “[f]ra gli strumenti finanziari, i derivati finanziari sono i più

¹ Sul punto, M. Bologni, *Swap, le grandi banche nel mirino*, in *la Repubblica* del 22/10/2010.

² Banca d'Italia, *Lo sviluppo dei prodotti derivati nella realtà italiana. Aspetti di mercato, prudenziali e gestionali*, Roma, Ottobre 1995.

sofisticati, i più complessi, i più arcani e i più rischiosi. Fanno molto “anni Novanta” e per molte persone sono una parola oscena”.³

Ciò non significa che i derivati siano contratti per pochi. Certo però, non si può negare che essi dovrebbero essere trattati solo da soggetti che hanno una determinata preparazione, perché contratti di difficile comprensione, che possono tramutarsi in “trappole”.

Di fronte al moltiplicarsi del contenzioso su derivati e su *swap*, sembra opportuno procedere a una analisi di questi accordi, ponendo sempre sullo sfondo l’idea ben sintetizzata da un giornalista statunitense già molti anni fa: “[a] *derivative is like a razor. You can use it to shave yourself... Or you can use it to commit suicide*”.⁴

³ P. L. Bernstein, *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*, New York, 1996, 333.

⁴ J. Morgan citato da Bernstein, *op. cit.*, 326.

Cap. I. I contratti *swap* e gli altri contratti derivati: inquadramento della disciplina giuridica e dimensione economica del fenomeno.

1. Considerazioni preliminari sugli *swap* e sui contratti derivati.

Swap in inglese significa scambio. Il termine lo si può impiegare come verbo (indicando l'oggetto: *to exchange something for another* o non indicandolo *to make an exchange*), oppure come sostantivo (*trade, exchange*).

Nell'ambito finanziario anglo americano, alcuni decenni fa, si è iniziato a usare tale parola in riferimento a operazioni così genericamente definite: “*a financial transaction between two parties, usually involving an intermediary or dealer, in which payments or rates are exchanged over a specified period and according to specified conditions*”.⁵

In tempi più recenti, anche in Italia gli operatori finanziari hanno incominciato a chiamare *swap* operazioni nelle quali le parti si scambiano somme di denaro, determinate nel loro ammontare da meccanismi pensati per riflettere oscillazioni di valore di elementi reali (come le merci) o fittizi (come gli indici di borsa) per definiti periodi di tempo.

Il nostro paese non è l'unico dove si è diffuso lo *swap*: grazie alla sua duttilità, lo schema ora genericamente descritto è stato ripreso in tutto il mondo.

Nell'ambiente finanziario questo contratto è pacificamente ricondotto all'alveo dei contratti derivati di cui ne costituisce, insieme alle opzioni e ai *forward*, un paradigma.

Da alcuni anni i termini “contratti derivati”, “strumenti derivati” o, semplicemente, “derivati” si sono gradualmente affermati nel lessico comune, utilizzati per designare una pletora di accordi assai diversi tra loro, sviluppatasi principalmente nella prassi finanziaria, ma che astrattamente possono anche esistere al di fuori di questa.

⁵ Voce *Swap*, Black's Law Dictionary, Westlaw, 2009.

In realtà, il termine “contratto derivato” non era estraneo al nostro sistema: esso era già impiegato in riferimento ai casi in cui un contratto trae origine da un altro contratto.

In tale situazione, una delle parti “reimpiega nei confronti di un terzo la posizione che gli deriva da un contratto in corso, detto contratto base”.⁶ Si parla in modo indistinto di contratto derivato o di subcontratto: ne sono esempi il subappalto, la sublocazione e altri che, anche se non espressamente previsti dalla legge, possono essere posti in essere dalle parti (il subdeposito).⁷

Effetto principale del contratto derivato – in questa accezione – è quello di far nascere in capo a colui che è parte solo del subcontratto, un diritto soggettivo che potrà avere “comprensione e latitudine, al più, eguale a quella del diritto-padre”.⁸

Nell’ordinamento italiano, accanto a questo significato “storico” se ne è progressivamente affermato un altro – ispirato alla prassi finanziaria sviluppatasi negli Stati Uniti e in Inghilterra intorno alla figura del “*derivative*”⁹ – in forza del quale il contratto derivato è un accordo il cui valore è dato – deriva, appunto –¹⁰

⁶ C.M. Bianca *Diritto Civile, Il contratto*, III, Milano, 1987, 691.

⁷ F. Gazzoni, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2008, 1041.

⁸ F. Messineo, voce *Contratto derivato – sub-contratto*, in *Enc. Dir.*, vol. X, Milano, 1962, 80 ss., 81; V. Ricciuto, voce *Subcontratto*, in *Enc. Giur.*, vol. XXX, agg. 1997, Roma, 1 ss. Sul punto cfr. anche F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 3.

⁹ In questi sistemi ci si riferisce ai derivati, e più precisamente al *derivative instrument*, come a un “*financial instrument with a payoff structure determined by the value of an underlying security, commodity, interest rate or index*”, così F.D. Arditti, *Derivatives*, Boston, 1996, xiii. Il primo riferimento “ufficiale” ai derivati come strumenti lo si trova in un caso della New York Federal Court all’interno di una decisione su alcune opzioni su *future*. In esso il giudice descrive il nesso tra sottostante e opzione come “*first derivative instrument*” e “quello tra opzione e *future* su merci come “*second derivative instrument*”. A onor del vero, sembra si tratti di una comparsa isolata e per molti anni il termine derivato non compare nelle fonti legali, pur godendo di una buona diffusione nei manuali economici. Solo agli inizi degli anni novanta del secolo scorso, il termine inizierà ad avere una maggior diffusione; sul punto, E. J. Swan, *Building The Global Market: a 4000 Year History of Derivatives*, London Cambridge, 2000, 5 ss.

¹⁰ In dottrina è stato rilevato che il concetto di “derivazione” “sconta” la sua origine anglosassone e che, a rigore logico, sarebbe più corretto parlare di contratti che *insistono* su altri negozi o fattori, invece che *derivano* da tali attività. Entrambi i termini, *derivare* e *insistere*, possono essere considerati idonei a descrivere il fenomeno economico comune a questi contratti e la scelta dipende dal punto di osservazione. Il valore di una o di entrambe le

dal valore di un bene, ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento.¹¹

Tale accezione si è affermata prima in alcuni contributi dottrinali, poi, sempre più insistentemente, in fonti normative secondarie e, infine, anche primarie.

Elemento comune a tutti i contratti derivati è dato dalla presenza di un fattore esterno alla struttura dell'accordo che ne caratterizza il valore: il "sottostante" (*underlying asset*).¹²

Evitando di assumere il concetto di contratto come valore o costo, tesi suggestiva ma valida esclusivamente dal punto di vista economico,¹³ è possibile volgere l'attenzione alle singole prestazioni nascenti dal contratto derivato. In questa ottica, il contratto in commento sarebbe un accordo, a esecuzione

prestazioni nascenti dall'accordo *deriva* da un elemento esterno ma lo schema contrattuale può *insistere* o *innestarsi* su altri elementi ("sotto-stante"). Si tratta però di un problema certamente non più attuale: ormai il termine derivato, sia affiancato a contratto sia, e forse più correttamente, a strumento finanziario è entrato nel dato positivo; sul punto, E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 6.

¹¹ Così, pur avvertendo che si tratta di una definizione generica, Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 2; sul punto cfr. anche S. Bo - C. Vecchio, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, 1997, Milano, 7 ss.

¹² "Gli strumenti derivati sono così denominati in quanto il loro valore (e il loro prezzo) derivano dal valore di una determinata variabile detta sottostante.

In funzione della natura del sottostante (o *underlying*) è possibile distinguere tra:

- derivati su azioni;
- derivati su indici;
- derivati su tassi di interesse;
- derivati su tassi di cambio (o su valute);
- derivati sul rischio di credito;
- derivati su merci (o *commodities*);
- derivati su obbligazioni.

Particolarmente innovativa è la categoria dei "*weather derivatives*" ossia strumenti derivati in cui la variabile sottostante è rappresentata dalle condizioni atmosferiche; essi sono utilizzati per coprirsi contro i rischi di variazioni climatiche inattese oppure quale strumento di diversificazione in quanto le condizioni atmosferiche rappresentano una variabile assolutamente non correlata con i mercati finanziari", in www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Sottostante.

Sulla natura del sottostante negli strumenti finanziari derivati si veda anche la quadripartizione operata da E.M. Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, in *Dig. Disc. Priv.*, Torino, 2008, 919.

¹³ Nello stesso senso, A. Perrone, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, 14 che sottolinea come la definizione lascia "facilmente perplessi".

differita,¹⁴ nel quale una o più prestazioni sono individuate nel loro ammontare da un elemento esterno.¹⁵

La più specifica caratterizzazione appena operata è già da sola sufficiente a tracciare un confine tra derivati come subcontratti e derivati “finanziari”.

Essi condividono solo il nome.

Le differenze sono molteplici; la più importante è data dal rilievo per cui, mentre nei primi vi è la presenza di due accordi connessi, nei secondi il contratto è unico e gli elementi esterni – lungi dal permettere il conferimento di un titolo come nel caso del contratto principale rispetto al subcontratto – servono esclusivamente a definire il *quantum* della prestazione. Ci troviamo perciò di fronte ad un “nuovo significato di un termine noto”.¹⁶

All'interno della categoria derivati finanziari si possono operare diverse classificazioni a seconda dell'aspetto che se ne esalti. Nella prassi finanziaria si fondano differenze sulla prestazione che dovrà essere eseguita (opzione, *forward* o *swap*), sulla natura del sottostante (reale o finanziaria),¹⁷ oppure sulla base della corrispondenza tra le prestazioni (derivati simmetrici o asimmetrici).

La differenza più marcata però è data dal mercato (inteso come luogo fisico o telematico) dove si stipulano questi contratti. Più precisamente, dal contesto

¹⁴ Tra gli altri, Girino definisce i derivati quei “contratti atipici di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto fra il “prezzo” dell'entità al momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione”, *I contratti derivati*, cit., 6. Pur riferendosi esclusivamente agli *swap*, esalta l'elemento temporale anche F. Capriglione, *Gli swap come valori mobiliari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1991, 793, definendo il termine “coessenziale al meccanismo del contratto”; nello stesso senso, R. Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1997, I, 112 ss., 122.

¹⁵ Una definizione simile, condivisibile anche se non opera alcun riferimento al differimento delle prestazioni, è data da C. Conti, *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001, 241: “contratti derivati: sono contratti derivati quelli per i quali i contraenti si accordano per derivare il valore delle prestazioni da una o più attività sottostanti”.

¹⁶ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 1; M. Grazia, *I contratti derivati tra atipicità ed autoregolamentazione, alcune considerazioni sui limiti dell'autonomia contrattuale nei credit derivatives*, in *Diritto e Formazione*, 2005, 1324 ss. sembra porre in un'ottica di continuità le due diverse accezioni, 1325.

¹⁷ Girino, *I contratti derivati*, cit., 10.

dove l'ambito dove gli strumenti finanziari derivati sono negoziati; e a questo aspetto conviene riservare qualche più analitica considerazione.

2. Cenni sui mercati regolamentati e sui derivati scambiati *Over The Counter (OTC)*.

Gli strumenti finanziari (o prodotti finanziari) derivati possono essere negoziati nei mercati finanziari regolamentati, oppure in quelli non regolamentati; questi ultimi sono i c.d. mercati *Over The Counter* (d'ora in poi, semplicemente, *OTC*).¹⁸

Nei mercati finanziari regolamentati si trovano derivati fortemente standardizzati, nel taglio, nella forma, nelle modalità di negoziazione; inoltre in essi operano le c.d. stanze di compensazione (*Clearing Houses*),¹⁹ organismi che fungono da controparte in ogni transazione, assicurando così liquidità e certezza nell'adempimento. Si ricordano in Italia, il Mercato Telematico dei *Securitized Derivatives (SeDeX)*, il Mercato Italiano dei *Futures (MIF)*²⁰ e l'*Italian Derivatives Market (IDEM)*.²¹

Chi investe in mercati regolamentati compra solo determinati prodotti, standardizzati in ogni profilo, contrattando sempre con la medesima controparte, che è la stanza di compensazione.

L'organizzazione di questi mercati è centralizzata e delegata a un soggetto, Borsa Italiana s.p.a.,²² che, sotto la vigilanza della Commissione Nazionale per le

¹⁸ Nella pratica l'espressione *OTC* si trova sia riferita ai mercati, sia ai singoli derivati. Quindi mercati *OTC* sono i mercati non regolamentati; i derivati *OTC* sono gli strumenti finanziari derivati negoziati in quei mercati.

¹⁹ www.ccg.it; E. Geretto, *Gli strumenti derivati: utilizzi per gli investitori e le imprese*, Torino, 2008, 23 ss.

²⁰ Per una lista aggiornata dei mercati regolamentati autorizzati dalla Consob: www.consob.it/main/mercati/regolamentati/mercati_italiani.html.

²¹ www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=IDEM; per una breve descrizione, S. Torelli, *Gli strumenti derivati e i rapporti tra gli operatori finanziari e i clienti*, in *Derivati e Swap responsabilità civile e penale*, Rimini, 2009, 23 ss.

²² www.borsaitaliana.it.

Società e la Borsa (d'ora in poi, Consob), gestisce tutte le contrattazioni che avvengono su quel determinato mercato.²³

Le problematiche inerenti ai mercati regolamentati incidono in modo relativo sul presente studio poiché, ad oggi, gli strumenti finanziari derivati scambiati su questi mercati sono opzioni e *future* – e non *swap* – e quindi opereremo solo dei cenni per individuare i confini della ricerca.

Nei mercati non regolamentati vi è un incontro libero della volontà delle parti, per cui i contraenti sono in grado di determinare tutto il contenuto del contratto.²⁴ Vedremo che si tratta comunque di una attività finanziaria e quindi vi sono determinate regole da rispettare per le parti, principalmente per gli intermediari finanziari, nella stipulazione di questi accordi.²⁵

Anche se le parti sono libere di accordarsi sul contenuto del contratto, nella prassi, anche gli *swap* dei mercati *OTC* presentano un alto grado di standardizzazione che è dovuto alla circolazione di schemi ideati da alcune associazioni che per la loro autorevolezza, riescono a “imporre” i loro modelli contrattuali a livello mondiale.²⁶

Tali “associazioni di categoria” (es. ISDA,²⁷ BBA,²⁸ ABI²⁹) hanno permesso e permettono una uniformazione dei modelli circolanti.

In via generale, la principale differenza dei mercati non regolamentati con quelli regolamentati, è data dalla mancanza di un sistema centralizzato che

²³ Sul punto, *ex multis* R. Costi – L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. Cottino, Padova, 2004, *passim*, spec. 476 ss.

²⁴ Sui mercati non regolamentati cfr. Costi – Enriques, *Il mercato mobiliare*, cit., 483 ss.

²⁵ Il termine mercato non regolamentato, benché diffuso, è in realtà fondato su una distinzione non corretta. Osserva infatti N. Irti “il mercato, non essendo *in rerum natura*, è sempre un insieme di norme, dalle quali trae organicità ed unità; non tiene, dunque, la distinzione fra mercati “regolati” e “non regolati”, poiché anche questi ultimi sono (e non potrebbero non essere) “regolati””, *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 1 ss., 26.

²⁶ Il fenomeno è certamente da ricondurre alla globalizzazione dei mercati e allo sviluppo della *lex mercatoria*; sul punto, *ex multis*, F. Galgano, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; N. Irti, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 625 ss.

²⁷ *International Swap and Derivatives Associations*; www.isda.org.

²⁸ *British Bank Association*.

²⁹ Associazione Bancaria Italiana.

scandisca regole per tutti gli scambi e agisca con propri organismi (stanza di compensazione) come controparte comune a tutte le operazioni.³⁰

Tra le varie conseguenze di tale mancanza vi è un aumento del c.d. rischio di controparte, ovvero il rischio di inadempimento delle obbligazioni e l'assenza di un sistema di registrazione delle operazioni, per cui è più difficoltoso comprendere l'esatta portata della diffusione degli *swap*.³¹

3. La legislazione italiana sugli strumenti finanziari derivati anteriore al 2007.

Sebbene la diffusione di alcuni derivati e degli *swap* nel mercato finanziario anche italiano sia più che trentennale, è stato in tempi relativamente recenti che questo genere di accordi sono stati contemplati in provvedimenti legislativi.

Un primo riferimento ai derivati, pur se non esplicito, lo si riscontra nella legge n. 1 del 2/1/1991, intitolata "*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*". In essa, il comma 2 dell'art. 1 stabiliva che "*i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute, sono considerati valori mobiliari*".

L'art. 23, comma 1, della medesima legge, dava alla Consob il potere di autorizzare "*nell'ambito della borsa valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute*".

³⁰ Alcuni anni fa si osservava come la differenza tra mercati regolamentati e non regolamentati "non è sempre facile da cogliere, né esiste un rigoroso criterio di classificazione elaborato dalla teoria". Di fronte alle incertezze, si può impiegare come misura la presenza di un "soggetto-mercato", organizzato e capace di scandire le regole delle diverse transazioni e di fornire un luogo "fisico o telematico" dove svolgere le contrattazioni; così T. Padoa Schioppa, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico* n. 26, 1996, 55* s.

³¹ Sui derivati *OTC*: P. De Biasi, *Strumenti ben temperati, alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000, 3 s.

Nell'ottica dei contratti derivati si trattava di un intervento estremamente settoriale: venivano richiamate solo alcune fattispecie, non gli *swap*, solo per un particolare ambito e solo per determinati profili.³²

Il *modus operandi* del legislatore nella individuazione delle fattispecie contrattuali si sostanziava attraverso la “enumerazione degli oggetti”: l'elencazione non avveniva “per struttura del contratto e della causa”, ma esclusivamente descrivendo quale fosse il contenuto dei vari accordi.³³

La legge non impiegava nemmeno il termine “contratto derivato”, anche se il regolamento della Banca d'Italia,³⁴ emesso in attuazione degli artt. 3 e 9, l. n. 1/1991 (art. 49), utilizzava tale dizione.³⁵

³² Su un inquadramento generale delle fattispecie richiamate dagli artt. 1, comma II, e 23, comma 1, E. Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e dir. del terziario*, 1992, 408 ss.; G. Ferrarini, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 27 ss. e 51.

³³ G. Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Economia e dir. del terziario*, 1992, 321.

³⁴ Regolamento Banca d'Italia n. 524900 del 2 luglio 1991 (Suppl. Ordinario n. 42, G.U. n. 173, 25 luglio 1991).

³⁵ Art. 49: “Definizioni:

Si intende per:

a) *contratto derivato con titolo sottostante il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari;*

b) *contratto derivato senza titolo sottostante il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a tassi di interesse, a valute e a indici su valori mobiliari, su tassi di interesse e su valute;*

c) *differenziale su contratto derivato senza titolo sottostante l'importo pari al valore nominale del contratto moltiplicato per la differenza fra il valore corrente dell'indicatore di riferimento prescelto e quello concordato al momento della stipula del contratto;*

d) *forward rate agreement il contratto derivato non standardizzato con cui le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una certa data un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento;*

e) *future il contratto derivato standardizzato con il quale le parti si impegnano a scambiare ad una certa data determinate attività finanziarie ovvero a versare o riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento;*

f) *organismo di compensazione l'organismo che si pone istituzionalmente come effettiva controparte delle transazioni, eliminando il rapporto diretto fra venditori e compratori;*

g) *opzione negoziabile il contratto derivato standardizzato che attribuisce ad una delle controparti, dietro pagamento di un corrispettivo detto premio, la facoltà di acquistare o vendere determinate attività finanziarie ad un certo prezzo entro un dato termine o alla scadenza di esso;*

Si deve segnalare come l'assenza di esplicita menzione dei contratti *swap* da parte della legge sollevò, sia in dottrina che in giurisprudenza, non pochi problemi nella esatta definizione del rapporto tra questi contratti e l'art. 1 comma II della l. n. 1/1991.

Infatti, di fronte alla diffusione di *swap* contrattati tra intermediari e investitori, ci si chiese se fosse possibile ricomprendere tali accordi nel concetto di valore mobiliare.

Il problema non era solo teorico e la soluzione risultava fondamentale per comprendere quale disciplina applicare nella negoziazione di *swap*. Se questa tipologia di accordi non fosse stata ricondotta al concetto di valore mobiliare sarebbero venute meno tutte le regole proprie della attività di intermediazione, aggirando così le norme poste a tutela della attività di investimento e del risparmiatore.³⁶

A voler fare un esempio, che sarà trattato più approfonditamente nel prosieguo, i giudici avrebbero dovuto, di volta in volta, sindacare se allo *swap* negoziato fuori dalla attività di investimento, fosse possibile applicare l'eccezione di gioco

h) currency e interest rate swap il contratto derivato con il quale le parti si scambiano due flussi finanziari relativi ad attività o passività specifiche espresse rispettivamente in valute o tassi d'interesse diversi".

La lettera *f)* fu poi modificata dal par. 5.11 dell'allegato 9 del medesimo Regolamento provvedendo a distinguere tra *currency swap* e *interest rate swap*. Sul punto cfr. G. Ferrarini, *op. cit.*, 30 ss.

³⁶ Si tratta, in sostanza, del primo problema correlato agli *swap* che affronta la giurisprudenza italiana. Sul punto: Capriglione, *Gli swap come valori mobiliari*, cit., 795; F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, I, *passim*, spec. 621 ss.; de Iuliis, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit., 396 ss.; M. Irrera, voce *Swaps*, in *Dig. Disc. Priv. (Commerciale)*, XV, Torino, 314 ss., 316; N. Squillace, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 79 ss.; M. Cossu, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi noti sul collegamento negoziale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, II, 168 ss., 170; F. Bochicchio, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 593 ss., 599; A. Perrone, *Commento a Tribunale di Milano, ordinanze del 21.02.1995 e 11.05.1995*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 1996, 447 ss.; A. Tonelli, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, I, 342 ss. Contrario alla assimilazione degli *swap* ai valori mobiliari, Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 164 ss.

e scommessa *ex art.* 1933 c.c., non trovando applicazione l'art. 23, comma IV, l. n. 1/1991, che stabiliva la inoperatività di tale eccezione nella compravendita di valori mobiliari; inoltre, le parti non avrebbero dovuto osservare requisiti particolari di forma o di contenuto, evitando così di essere esposte a una dichiarazione di nullità del contratto.³⁷

La giurisprudenza, in modo pressoché unanime, ha ricondotto i vari schemi di *swap* alla nozione di valore mobiliare e ciò sulla base di diversi rilievi: sia interpretando in modo ampio l'art. 1, comma 2, l. n. 1/1991, sia basandosi sul fatto che la legge del 1991 sulla intermediazione, pur con una infelice terminologia, esaltava la connessione teleologica, inducendo a evidenziare il rapporto tra il singolo negozio posto in essere e il contesto – l'attività di investimento – in cui esso maturava.³⁸

Il problema oggi è superato, considerato che sono mutati, e più volte, i dati positivi di riferimento, tra l'altro asseverando la tesi di chi annoverava gli *swap* tra i valori mobiliari.

Se la l. n. 1/1991 evita di usare termini come *swap* o derivati e quindi a livello di normativa primaria non è riscontrabile alcun intervento che definisse

³⁷ Su questo profilo, G. Passagnoli, *Nullità speciali*, Milano, 1995, 48 s.

³⁸ “L'art. 1 l. 2 gennaio 1991 n. 1 (recante "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari": cosiddetta legge Sim), accedendo ad una nozione aperta di "strumento finanziario", comprensiva anche degli scambi su valute, rispetto alla definizione tradizionale di "valore mobiliare" che lo identificava con i titoli di massa, agganciati al carattere della negoziabilità degli stessi, ha introdotto una definizione di valore mobiliare che non tiene più conto della sua struttura o natura cartolare, bensì della finalità perseguita dalle parti, rilevando il carattere finanziario dello strumento adoperato con caratteristiche tali da poter interferire sull'allocazione degli strumenti e del risparmio. Nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il *domestic currency swap*”, così Cass. 19/5/2005, n. 10598; nello stesso senso “Il contratto di "swap", con il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netta, appartiene alla categoria degli strumenti finanziari, assimilati ai valori mobiliari ai sensi dell'art. 1 l. n. 1 del 1991, con conseguente riserva dell'attività di intermediazione degli stessi a favore dei soggetti di cui all'art. 2 stessa legge (fattispecie in tema di "*domestic indexed lira swap*")”, così Cass. 5/4/2001, n. 5052, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2002, 97; nello stesso senso, Cass. 14/11/1997, n. 11279, in *Giust. civ. mass*, 1997, 2173.

esplicitamente gli *swap* o i contratti derivati, già dal periodo immediatamente successivo alla l. n. 1/1991 e quindi dall'inizio degli anni novanta, si registrano atti di normativa secondaria che utilizzano tali termini.

Si tratta di provvedimenti sparsi, rintracciabili in normative di settore, in materia di contabilità o di regole specifiche riguardanti le attività di intermediazione.

Oltre al Regolamento della Banca d'Italia 524900/1991, si può ricordare la circolare della Banca d'Italia intitolata "*Istruzioni della Banca d'Italia in materia di emissioni in Italia di valori mobiliari*" in cui i "*prodotti derivati*" vengono definiti come "*contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati ad esempio i futures, le options, gli swaps, i forward rate agreements*".³⁹

Il tratto comune ai vari atti di normativa secondaria che disciplinavano i derivati è dato dalla settorialità degli interventi. Non si ha infatti alcuna pretesa sistematica e ci si riferisce ai contratti in parola descrivendo le singole fattispecie esclusivamente nell'ottica del limitato campo da regolare.

³⁹ Comma 3, allegato 1 del Comunicato n. 1063300 del 03/08/1994, "*Istruzioni della Banca d'Italia in materia di emissioni in Italia di valori mobiliari*, in G.U. del 3/8/1994, n. 180. Si tratta di una definizione riutilizzata anche successivamente, da ultimo nel Comunicato della Banca d'Italia n. 19861 del 25/01/2002 (in suppl. ordinario n. 16, G.U. n. 21 del 25/1/2002) "*Istruzioni di vigilanza per le banche*". Un altro esempio è dato dall'art. 2 del provvedimento ISVAP del 19 luglio 1996 intitolato "*Disposizioni in materia di utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle imprese di assicurazione*": "1. Per strumenti derivati si intendono in via generale gli strumenti finanziari il cui prezzo dipende dal valore di una o più attività o indici sottostanti. In tale categoria rientrano:

a) i contratti derivati con titolo sottostante (futures e options con titolo sottostante, ecc.);
b) i contratti derivati su valute (domestic currency swaps, currency options, ecc.);
c) i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività (futures senza titolo sottostante, interest rate options, forward rate agreements, interest rate swaps, ecc.).

2. Ai fini del presente provvedimento sono assimilati agli strumenti derivati tutti i contratti che, a prescindere dalla terminologia adottata, presentino caratteristiche tecnico-finanziarie assimilabili a quelle di alcuno dei contratti precedentemente indicati, quali ad esempio i contratti di compravendita di valuta a termine".

Nessun particolare aiuto, quindi, per gli interpreti che si propongono di ricostruire la disciplina degli *swap* in termini più compiuti.

È noto che a livello di normativa primaria, alla l. n. 1/1991 succede il d. lgs. n. 415 del 23/7/1996, il c.d. “decreto Eurosim”⁴⁰ emanato in attuazione della direttiva 93/22/CEE che disciplinava i servizi di investimento.

Si tratta di un provvedimento che rappresenta “il passaggio da un modello di mercato pubblico, istituito e gestito dalla pubblica autorità, a un modello privatistico, incentrato sull’iniziativa dell’autonomia privata e sottoposto all’autorizzazione e alla vigilanza pubblica”.⁴¹

Per lo studio dei derivati finanziari e degli *swap*, il decreto Eurosim è fondamentale sotto due aspetti, uno generale – accoglie per la prima volta il concetto di strumento finanziario, ponendolo come oggetto dei servizi di investimento – e uno speciale – ricomprende gli *swap* tra gli strumenti finanziari derivati.

Per effetto delle nuove disposizioni, questi ultimi diventano una specifica subcategoria di strumenti finanziari, insieme al valore mobiliare che finisce, quindi, per perdere centralità.

Neppure il legislatore nazionale del 1996 (in realtà in attuazione di quello europeo del 1993) si preoccupa di individuare in astratto cosa sia uno strumento finanziario derivato o di disciplinare la struttura delle varie tipologie contrattuali: per gli strumenti derivati esiste infatti esclusivamente un elenco delle principali fattispecie, cui si fa riferimento astenendosi da definizioni.⁴²

Il metodo impiegato nel decreto Eurosim è quello di provvedere a una “esaustiva classificazione delle principali fattispecie”,⁴³ descrivendo alcuni

⁴⁰ Emanato in attuazione della direttiva 93/22/CEE.

⁴¹ E. Gabrielli - G. Lener, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, I, Torino, 2004, 5 ss.

⁴² E. Gabrielli - G. Lener, *op. cit.*, 24.

⁴³ R. Lener, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1997, 326 ss., 339 s.

contratti che, nello svolgimento dei servizi di investimento, devono essere considerati strumenti finanziari derivati.

L'elencazione contenuta nel decreto Eurosim viene successivamente accolta nell'art. 1, comma 2, lettere f) - j) tuf, che ha introdotto un'articolata disciplina dei servizi di investimento nel nostro ordinamento.

In base alla versione del tuf, “[p]er *“strumenti finanziari derivati”* si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j)”⁴⁴ e cioè, “f) i contratti “futures” su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swap) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (equity swap), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere”.⁴⁵

⁴⁴ “Si tratta per lo più di definizioni che rinviano a nozioni giuridiche di carattere generale [...] e/o ad altre definizioni settoriali in senso proprio”: così G.F. Campobasso, *Commento all'art. 1*, in *D. Lg. 23 Febbraio 1998 n° 58. Commentario al TUF*, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 6; è stato osservato a tale riguardo che: “[a] leggere il diffusissimo elenco, ci si accorge [...] che la normativa delegata si è avvalsa, nel dettare la disciplina, della tecnica definitoria soltanto (o in prevalente misura) a fini di semplificazione del dettato, e quindi della lettura e dell'interpretazione”, P. Rescigno, *Definizioni*, in G. Alpa, F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 9.

⁴⁵ In dottrina: R. Basso, *Commento ad art. 1, commi 2, 3, e 4*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria, Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano 1998, 13; Irrera, voce Swaps, cit., 316.

A voler effettuare una valutazione comparativa con le previsioni di cui alla l. n. 1/1991, l'elenco contenuto prima nel Decreto Eurosim e poi accolto nel tuf, costituiva certamente un passo avanti sia per la esplicita previsione di una categoria di strumenti finanziari derivati, sia per la previsione (pur se solo sottoforma di mero richiamo nominale) di schemi contrattuali (e tra questi degli *swap*) da poter ascrivere all'ambito dei prodotti finanziari derivati.

Da rilevare che nel decreto Eurosim, così come nell'apparato normativo apprestato dalla l. n. 1/1991 e vedremo nell'ordinamento attuale, la classificazione non era a numero chiuso, considerato che si attribuiva al Ministero del tesoro (oggi Ministero delle economie e finanze) il potere di indicare nuovi strumenti finanziari (quindi anche derivati), in questo modo offrendo la possibilità agli organi di controllo di rimanere al passo con l'evoluzione del mercato.

Perciò, “nonostante il carattere chiuso dell'elencazione” ci si trovava di fronte a una categoria che presentava “criteri omnicomprensivi ed aperta all'evoluzione dei mercati finanziari. E ciò vuoi per le formule ampie ed elastiche utilizzate nell'individuazione delle singole fattispecie, vuoi perché al Ministro del tesoro è riconosciuta la potestà regolamentare di individuare nuove categorie di strumenti finanziari”.⁴⁶

L'elenco non è più attuale poiché recentemente modificato dal d. lgs. n. 164 del 17/9/2007, emanato in attuazione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio intitolata *Markets in Financial Instruments Directive* (d'ora in avanti, MiFID), che, insieme alla direttiva di secondo livello 2006/73/CE e al regolamento n. 1287/2006, ha costituito un importante passo avanti per la costituzione di un mercato finanziario unico.

Altre importanti modifiche di fonte europea saranno apportate nel futuro prossimo grazie alla probabile introduzione di un regolamento avente a oggetto la disciplina dei mercati *OTC*.

⁴⁶ Così Campobasso, *op. cit.*, 8.

Il 15 settembre 2010 infatti è stato pubblicato il “*Draft EU Regulation on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*”.⁴⁷

Si tratta di un documento di studio elaborato dalla Commissione per giungere in tempi brevi alla realizzazione di regole condivise per un mercato unitario dei derivati *OTC*.

In particolare, la riforma mira al raggiungimento di un maggior livello di tutela del mercato e degli investitori attraverso la introduzione di regole incentrate su una maggior trasparenza e sulla introduzione di una centrale di registrazione dei rischi anche per i derivati *over the counter*.

4. La legislazione italiana vigente sugli strumenti finanziari derivati.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari derivati, il d. lgs. n. 164/2007 ha profondamente modificato, ampliandolo, il testo previgente. Il nuovo disposto riporta l’elenco originariamente contenuto nell’Allegato C della MiFID.

Oggi, l’art. 1 comma 3, tuf stabilisce che: “[p]er *“strumenti finanziari derivati”* si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)”, e quindi, art. 1, comma 2, tuf: “d) *contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione

⁴⁷ Sec (2010) 1058/2.

di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

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

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

i) contratti finanziari differenziali;

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

Con la riforma del 2007 si è anche aggiunto l'art. 1, comma 1 *bis*, che considera valori mobiliari, cioè “*categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali*”: “*d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure*”.

Si segnala ancora come l'elenco appena richiamato potrebbe arricchirsi ancora, considerato il potere del Ministero dell'economia e delle finanze “*con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob*” di individuare nuove fattispecie di strumenti finanziari (art. 18, comma 5, tuf); questo in forza del rinvio operato dall'art. 2, comma 2 *bis*, tuf: “*Il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:*

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

b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine”.⁴⁸

Fuori da queste ipotesi, che comunque permettono ampi margini di operatività all'interno della categoria, il numero di strumenti finanziari è, per la maggior parte della dottrina, da considerarsi tassativo.⁴⁹

⁴⁸ Sul potere della Consob di individuare nuove fattispecie nei mercati regolamentati: G. Gitti - F. Delfini, *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 471 ss., 491 s.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *NGCC*, II, 2010, 39 ss., 41.

⁴⁹ Sulla tassatività dell'elenco di cui all'art. 1 tuf (versione previgente): B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 120 ss.; *contra* E.M. Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari*, in *Digesto Disc. Priv.*, (Commerciale), V, Aggiornamento 2009, 710 s.

In un'ottica di comparazione con la elencazione originaria è possibile rilevare un significativo cambio di impostazione rispetto al precedente testo del tuf. Prima delle modifiche operate nel 2007, infatti, ogni lettera era incentrata sul richiamo allo schema contrattuale, ad esempio i *future* della lettera *f*) su merci, indici etc. oppure alla lettera *i*), i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici. Si aveva quindi una classificazione basata sul tipo di prestazione correlata a un determinato sottostante.

Nel nuovo testo, invece, assumono maggiore rilievo altri fattori: principalmente i sottostanti, ma anche il mercato dove gli strumenti sono negoziati o le modalità di esecuzione degli obblighi nascenti dal contratto.

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

Tendenzialmente, ogni lettera indica alcuni schemi contrattuali – pur astenendosi da una descrizione delle prestazioni e soffermandosi casomai sulle modalità di liquidazione – che possono insistere su diversi sottostanti.

La diversa impostazione non è l'unica novità. Entrano infatti nel novero degli strumenti finanziari derivati alcuni dei c.d. derivati creditizi, i contratti differenziali, e tutti quegli accordi i cui sottostanti siano, alternativamente, “*variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali*”.

L'aggiunta del comma 1-*bis*, lettera *d*), poi, qualifica “valori mobiliari” alcuni strumenti finanziari derivati e ciò consente la suddivisione dei contratti derivati negoziati sui mercati finanziari in due diverse macrocategorie.

La prima, più limitata nella sua portata, è quella di contratti derivati come valori mobiliari: si tratta di casi in cui la prestazione contrattuale è contenuta in un titolo di credito, che può anche essere dematerializzato; il fatto che si tratti di valori mobiliari – che comunque è sempre da ascrivere alla sopraordinata categoria degli strumenti finanziari – implica una diversa forma di emissione e circolazione.⁵⁰

La seconda macrocategoria è data da tutta una serie di contratti, lettere *d) - j)* derivati che per l'uso che ne viene fatto nei mercati sono considerati anche strumenti derivati.

Così, il tuf contiene la “precipitazione” legislativa delle pratiche in uso nel mondo economico finanziario. Si scelgono alcuni accordi maggiormente utilizzati e si affida loro anche il ruolo di strumenti finanziari.

In generale, nello studio dei derivati, sembra emergere una notevole difficoltà nell'operare ricostruzioni strettamente civilistiche in un ambito, quello dei mercati finanziari, dove si è sempre stati poco propensi all'impiego dei termini e dei metodi tradizionalmente affinati dalla scienza privatistica.

Già alcuni anni fa, autorevole dottrina osservava come la legislazione speciale utilizza un lessico particolare, e più precisamente il “semplice gergo della materia regolata” così che “la stessa interpretazione della legge non può più essere ragionata nei termini della scienza giuridica classica”.⁵¹

Nelle previsioni sopra riportate questa osservazione si palesa in modo preponderante: dalla scelta di rimandare a schemi “tipici”, quantomeno nella

⁵⁰ Sul punto, cfr. Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, cit., 915 ss.

⁵¹ N. Irti, *L'età della decodificazione*, Milano, 1986, 17. Osserva Ferro Luzzi come sia una “tendenza diffusa [...] di dare centralità, valore assoluto, agli schemi privatistici dimenticando ciò che diceva, ad esempio, Filippo Vassalli, che al proposito parlava di raffinati schemi concettuali; che quelli classici, tradizionali, siano raffinati, concordo; che taluno di quelli attualmente elaborati siano raffinati, dissento, ma comunque è da tenere presente che si tratta di schemi concettuali, strumenti di ricostruzione della disciplina, privi di valore assoluto, sempre condizionati alla storia e alla economia”, P. Ferro Luzzi, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, I, 407 ss., 408; sull'uso di una terminologia propria come indice di uno sviluppo di una totale autonomia del mercato finanziario cfr., da ultimo, M. Cossu – P. Spada, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2010, 401 ss., 410 ss.

prassi finanziaria, senza preoccuparsi di fornirne definizioni (come accade nei *future*),⁵² all'utilizzo di termini incapaci di fondare qualsivoglia ricostruzione tipologica; un esempio lampante è l'espressione "*scambi futuri di tassi di interesse*", come se l'interesse in sé potesse costituire oggetto di scambio.

È quindi possibile affermare che in riferimento ai contratti che costituiscono strumenti derivati, il tuf "si limita a una mera descrizione [...] senza alcun tentativo di approfondimento volto a consentire all'interprete una maggiore conoscenza del fenomeno".⁵³

Per avere un quadro più esauriente dei diversi schemi che compongono il panorama dei derivati conviene procedere a una pur breve disamina delle singole fattispecie.

5. Varietà tipologiche degli schemi contrattuali derivati.

Anzitutto preme specificare che il tuf richiama diversi schemi contrattuali, ma non tutti sono pacificamente considerati dei contratti derivati. Non lo sono, ad esempio, il differenziale, che comunque verrà, pur se brevemente, trattato al solo fine di esaltare le differenze con gli altri schemi riconducibili ai derivati, o i contratti per il trasferimento del rischio di credito.⁵⁴

Solitamente, gli schemi contrattuali riconducibili ai derivati sono: i) le opzioni finanziarie; ii) i *forward*; iii) gli *swap*.

Alcuni autori indicano come ulteriore categoria i derivati sintetici, o complessi, intendendo con tale terminologia combinazioni di schemi negoziali di contratti derivati; ne è un esempio lo schema delle opzioni su *swap* (le c.d. *swaption*) in forza del quale una parte acquista il diritto di stipulare uno *swap*.⁵⁵

Quest'ultima tipologia non verrà presa in considerazione in questo lavoro, considerato che i derivati sintetici sembrano essere operazioni composte di più

⁵² L. Ruggeri, *I credit derivatives*, Roma, 2009, 54.

⁵³ Ruggeri, *op. cit.*, 55; Rescigno, in commento al previgente testo osservava come si trattasse di un "vocabolario" da usare nella lettura del testo, *op. cit.*, 11.

⁵⁴ Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, cit., 916.

⁵⁵ Girino, *I contratti derivati*, cit., 122; Grazia, *op. cit.*, 1327.

schemi negoziali collegati o, in alternativa, considerando le varie obbligazioni come un *unicum*, dei contratti misti frutto della combinazione tra schemi noti.

Per ottenere una ricostruzione di questi strumenti finanziari sarà quindi necessario (e sufficiente) procedere di volta in volta allo studio dei singoli contratti derivati in essi contenuti.

5.1. Segue: le opzioni finanziarie.

Con il contratto di opzione finanziaria una parte (*buyer*) ottiene, dietro pagamento di un prezzo (prezzo dell'opzione), il diritto di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*) un determinato bene alla controparte (*seller* o *writer*) a un prezzo prefissato (*strike price*) al termine di un determinato periodo (opzione europea) oppure entro un determinato lasso di tempo (opzione alla americana).⁵⁶ Il diritto da esercitarsi nella opzione finanziaria può anche comportare la possibilità di acquistare uno strumento finanziario.⁵⁷

L'opzione finanziaria è un contratto a termine, considerato che le prestazioni sono eseguite in tempi differiti rispetto alla stipulazione. Nell'ambito dei contratti a termine essa viene definita come "contratto a premio", particolari accordi regolati interamente dagli usi di borsa, in forza dei quali un soggetto ottiene il potere di acquistare o vendere beni a prezzi determinati.⁵⁸ Il premio è dato dal prezzo di acquisto dell'opzione.

⁵⁶ Girino, *I contratti derivati*, cit., 52, segnala anche l'esistenza di una opzione che si pone a metà tra quella americana e quella europea: l'opzione *bermudian* può essere esercitata in più occasioni durante un periodo di tempo.

⁵⁷ Sul punto cfr. Girino, *I contratti derivati*, cit., 49 ss.; sul punto anche B. Inzitari, *Le obbligazioni nel diritto civile degli affari*, Padova, 2006, 953 ss., 956. Il medesimo contributo è comparso anche in Swap, in *Contratto e impresa*, 1988, 597 ss. e in *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in *Trattato diretto da F. Galgano*, T. III, Torino, 1995-1997, 2441 ss. (di seguito il riferimento è solo alla ultima versione del 2006); M. Irrera, voce Options e Futures, in *Dig. Disc. Priv. (Commerciale)*, Torino, 365 ss.

⁵⁸ F. Galgano, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2009, 772.

Le parti così patrimonializzano e commerciano la facoltà di compiere un determinato acquisto o una determinata vendita indipendentemente poi dalla reale realizzazione di quest'ultima.⁵⁹

È noto che l'opzione, in generale, è prevista dall'art. 1331 c.c. che regola esclusivamente un singolo aspetto, "cioè il procedimento formativo del contratto cui una parte si vincola". Allo schema tratteggiato nel codice "resta estranea la disciplina degli interessi sostanziali che hanno indotto le parti a stipulare l'opzione che sotto questo profilo sarà regolata dalla disciplina generale dei contratti"⁶⁰ oppure dalle regole specifiche del contesto finanziario, come nella fattispecie in commento.

Al momento della stipulazione, pena la nullità del contratto per indeterminatezza dell'oggetto, nel contratto di opzione "devono essere indicati i valori mobiliari cui si riferisce l'opzione, il prezzo base (prezzo di esercizio o *strike price*) di acquisto-rivendita dei titoli, il premio di opzione".⁶¹

Non si può in questa sede individuare tutte le "filiazioni"⁶² dello schema della opzione, anche perché la "naturale elasticità dello strumento (che consente, ad un tempo, di minimizzare e predeterminare le perdite e di massimizzare, fino all'infinito teorico, i profitti) ne ha stimolato un uso particolarmente intenso da parte degli operatori".⁶³

Indicativamente, si può osservare come i diversi schemi di contratti di opzione finanziaria si dividono a seconda di quali siano i prodotti opzionati e le modalità di corresponsione del premio.

Per quanto riguarda i primi, lo schema iniziale pensato per i titoli si è espanso alle valute, a beni il cui valore è calcolato su indici azionari (*index options*), alle

⁵⁹ F. Galgano, *Titoli di credito*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2010, 88.

⁶⁰ G. Vettori, *Efficacia ed opponibilità del patto di preferenza*, Milano, 1988, 23.

⁶¹ Tribunale di Brindisi, 21/1/2005, in *Giur. merito*, 2005, 2282.

⁶² Così Girino, *I contratti derivati*, cit., *passim*.

⁶³ Girino, *I contratti derivati*, cit., 76.

merci (*commodities options*).⁶⁴ Quanto alle seconde, si distingue tra contratti a premio semplice e a premio multiplo o composto.

Rientrano nei primi le opzioni *dont*, con la quale l'opzionario può, in alternativa, acquistare il bene pagando il prezzo di esercizio più il premio o rinunciare all'acquisto pagando solo il premio, e le opzioni *put*, con la quale l'opzionario può vendere per il prezzo di esercizio meno il premio, oppure rinunciare alla opzione pagando il premio.⁶⁵

Anche se il termine contratto di opzione è per molti tradotto dal termine *options* e quindi esso rischia di scontare ineliminabili differenze di traduzione,⁶⁶ tutte le tipologie di opzione fin qui richiamate, possono essere ricondotte allo schema generale della opzione, così come indicata dall'art. 1331 c.c.: “[q]uando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329”;⁶⁷ una dottrina minoritaria nega però tale ricostruzione, osservando come la specializzazione e il tecnicismo che le opzioni hanno raggiunto, con l'aggiunta anche di clausole “causalmente rilevanti” modificano la funzione delle opzioni finanziarie; vi sarebbe quindi un disallineamento rispetto al codice civile tale da permettere di considerare diverso lo schema tipico della opzione da quello atipico delle opzioni finanziarie. La causa stessa del contratto di opzione

⁶⁴ Ruggeri, *op. cit.*, 72.

⁶⁵ Sono contratti a premio multiplo lo *stellage*, accordo in cui l'opzionario ha l'alternativa di vendere o acquistare il bene opzionato e le opzioni *strip* e *strap* che sono “combinazioni” (operazioni economiche complesse) che prevedono, le prime l'acquisto di due opzioni *put* e una *call* che abbiano il medesimo termine per il loro esercizio, le seconde invece prevedono l'acquisto di più opzioni *put* che *call*, che abbiano sempre il medesimo momento di esercizio: www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Strip; Galgano, *Titoli di credito*, cit., 90; cfr. www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Strap.

⁶⁶ Ruggeri, *op. cit.*, 72; G. Galasso, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, 1269 ss., 1274.

⁶⁷ Sull'opzione *ex multis*, V. Roppo, *Il contratto*, Milano, 2001, 160 ss.

finanziaria sarebbe quindi diversa da quella dello schema individuato dal codice civile.⁶⁸

Che il legislatore del 1942 non potesse nemmeno immaginare l'impiego dello schema di opzione così come è oggi nel mondo finanziario è un rilievo fondato, ma non da solo sufficiente a separare il patto di opzione dalla opzione finanziaria.

Ciò anche alla luce della ricostruzione che è stata fatta in dottrina dello schema di cui all'art. 1331 c.c.: si è notato come per il concedente l'opzione, l'interesse sotteso non è solo la irrevocabilità della proposta, ma anche l'ulteriore interesse a ottenere in cambio della cessione un corrispettivo.

L'opzionario, di contro, "prende tempo" sia nel valutare l'esercizio di opzione, perfezionando il successivo contratto "finale", sia inserendo il diritto potestativo di esercizio "in un ampio quadro di interessi".⁶⁹

Se questa è la descrizione dell'opzione così come disciplinata dal codice, allora nell'ampio ambito vi rientrano certamente anche le opzioni finanziarie.

L'opzione finanziaria è poi certamente da considerare un contratto derivato: l'operazione risulta infatti essere "in bilico" fra due quotazioni di prezzo cronologicamente differenziate: fra il prezzo di mercato alla data del contratto e il prezzo corrente alla data di esecuzione del contratto",⁷⁰ e quindi il valore delle prestazioni deriva da quello del sottostante al momento dell'esercizio del diritto di opzione.

A conclusione di questa brevissima disamina deve inoltre essere necessariamente segnalato come operazioni nate come opzioni finanziarie tendano a mutare in un diverso schema contrattuale qualora sia prevista in fase esecutiva la possibilità di corrispondere "una somma calcolata come la differenza tra il valore dell'*asset* al momento in cui l'opzione viene esercitata e

⁶⁸ R. Clarizia, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 119 ss., 124.

⁶⁹ Roppo, *Il contratto*, cit., 2001, 162.

⁷⁰ Galgano, *Titoli di credito*, cit., 85.

quello convenzionalmente stabilito dalle parti”. Così una opzione finanziaria può risolversi non con l’esercizio (o semplice astensione dall’esercizio) del diritto potestativo ma con la liquidazione tra la differenza di quanto vale l’oggetto della opzione e quanto indicato nel patto stesso.

Chiaro come qui l’opzionario non esercita il diritto come astrattamente previsto nel contratto, ma in fase esecutiva si limita a riscuotere una differenza di prezzo.⁷¹

5.2. *Segue: i forward e i future.*

Appartengono pacificamente alla categoria derivati anche i contratti a termine (*forward*) e i contratti a termine standardizzati (*future*).

La differenza principale tra questi accordi è data dal fatto che i *future* sono scambiati sui mercati regolamentati, mentre i *forward* sono trattati *over the counter*. Le altre differenze sono le stesse che in generale sono state ricordate al momento della distinzione tra mercati regolamentati e non.⁷²

Per il resto i due schemi contrattuali di riferimento combaciano per cui è possibile una trattazione congiunta.

Per quanto riguarda i *future*, la categoria è molto ampia ed è mantenuta tale anche nel testo normativo, ad esempio lettera d) “*contratti finanziari a termine standardizzati («future»)*” o “*accordi per scambi futuri [...]*” connessi a una lunga serie di elementi.⁷³

Il *forward* è il contratto “con il quale le parti si impegnano ad eseguire ad una data futura una o più prestazioni (es. trasferimento di proprietà di un bene contro pagamento del prezzo) secondo le pattuizioni iniziali, allo scopo di limitare il

⁷¹ Basso, *op. cit.*, 16.

⁷² Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 283 ss. con ampi riferimenti anche alle singole fattispecie. Irrera, voce Options e Futures, cit., 365 ss.; Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, cit., 917.

⁷³ Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, cit., 916.

costo di acquisto per l'acquirente e limitare la possibilità di perdita per il venditore".⁷⁴

Vedremo nel paragrafo dedicato alla storia dei derivati come molti studiosi sottolineano l'esistenza di contratti a termini su merci (*commodity forward*) da millenni. Infatti, l'esigenza di definire una situazione incerta prima che essa si manifesti in tutta la sua portata è costantemente stata avvertita dagli operatori economici, anche in contesti di mercati meno sviluppati.

Solo in tempi relativamente recenti, però, si è iniziato a stipulare accordi aventi a oggetto divise (*currency forward*) oppure una somma data dalla differenza tra indici azionari presi a riferimento (*equity forward*) o a tassi di interessi (*forward rate agreement*).⁷⁵

In teoria, queste operazioni possono essere eseguite con il ritiro o con la consegna della merce, ma più spesso la posizione dell'obbligato è risolta ponendo in essere una operazione di segno contrario e incassando o pagando le differenze, oppure - come nelle opzioni - con la corresponsione delle somme risultanti dalla differenza tra il prezzo indicato nel contratto e il prezzo dei beni al momento della esecuzione.⁷⁶

La funzione comune di tutti questi accordi è quella di prestabilire il prezzo di un bene compravenduto a termine;⁷⁷ sulla natura di tale bene però si fondano distinzioni di grande rilievo. Mentre i *commodity future* hanno per oggetto beni reali come merci e materie prime, i *financial future* sono legati a strumenti finanziari (*stock future*), tassi d'interesse (*interest rate future*), indici di borsa (*stock index future*) o valute (*currency future*). Per i primi è pressoché pacifico che siano assimilabili a contratti di compravendita a termine;⁷⁸ ma ciò non è

⁷⁴ De Biasi, *op. cit.*, 26.

⁷⁵ Su questi ultimi, ampiamente, Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 229.

⁷⁶ A. Riccio, *Eccessiva onerosità*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2010, 597.

⁷⁷ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 258.

⁷⁸ Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, cit., 327; R. Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, T. III, Torino, 1995-1997, 2395 ss., 2428.

altrettanto scontato per alcuni dei secondi (*financial future*), e in particolare per quelli che non abbiano a oggetto titoli o valute, ma, ad esempio indici, stante la impossibilità di individuare una *res* su cui si possa esplicitare l'effetto traslativo della compravendita.⁷⁹

Il rilievo pare fondato: una compravendita che non avrà mai un effetto reale non è concepibile, per cui è condivisibile l'osservazione per cui i *future* aventi a oggetto indici o altri beni non realmente esistenti rappresentino figure contrattuali atipiche. In definitiva, "l'inesistenza" di tali beni tramuta il loro riferimento da oggetto materiale della compravendita a meccanismo di calcolo per gli obblighi nascenti dal contratto.⁸⁰

Come osservato, l'appartenenza dei contratti a termine *forward* e *future* all'insieme dei contratti derivati non può essere messa in discussione: l'intento delle parti, infatti, è quello di sfruttare la distanza temporale tra perfezionamento del contratto e sua esecuzione, per permettere oscillazioni di valore delle prestazioni; e in questo essi assomigliano molto alle opzioni. Con queste ultime vi sono però almeno due importanti differenze: il *future* fa nascere un obbligo di acquistare, l'opzione un diritto potestativo; inoltre, mentre l'opzione, o meglio la possibilità di acquistare, non è gratuita, nel *future* l'obbligo di acquistare può esserlo.⁸¹

5.3. Segue: gli swap nel tuf.

L'analisi dei diversi contratti nella prassi chiamati *swap* sarà eseguita più approfonditamente nel secondo capitolo. Qui, per obbligo di completezza, appare opportuno richiamare i vari luoghi normativi del tuf in cui viene fatto riferimento a questa tipologia di contratti, al fine di presentare al lettore un quadro più esauriente della disciplina degli strumenti finanziari derivati.

⁷⁹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 263.

⁸⁰ Ruggeri, *op. cit.*, 80 s.

⁸¹ Sul punto Geretto, *op. cit.*, 8.

Se si “isolano” i diversi richiami agli *swap* nel tuf si ottiene, seguendo la scansione dell’art. 1, comma secondo:

- lettera *d*): *swap* “connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti”;

- lettera *e*): *swap* “connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto”;

- lettera *f*): *swap* “connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione”;

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

- lettera *h*): “strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito”;

- lettera *j*): *swap* “connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto”.

Nell’elencazione abbiamo ricompreso la lettera *h*): anche se non vi è un richiamo esplicito agli *swap*, comunque è pacifico che all’interno dei derivati per il trasferimento del credito vi rientrino anche i *credit default swap* (*cds*).

L'osservazione iniziale è comune a quella operata per le opzioni e per i *forward*: il tuf indica un coacervo di contratti con il solo scopo di riunirli sotto l'insieme degli strumenti finanziari derivati e si astiene dal dettarne una compiuta disciplina, né tantomeno si premura di descrivere quali siano le prestazioni nascenti da questi accordi.

Occorre allora verificare cosa intendesse il legislatore con il termine *swap*.

Qui segnaliamo un aspetto che è fondamentale nello studio di questi accordi, più volte rilevato in dottrina: nella prassi ci si riferisce allo *swap* indicando con tale termine “strutture giuridiche totalmente difformi”.⁸²

In via astratta si possono individuare tre schemi contrattuali:

i) lo *swap* come scambio di somme calcolate sul medesimo nozionale ma con parametri diversi; ne è un esempio l'*interest rate swap* (d'ora in avanti, anche semplicemente *irs*);

ii) lo *swap* come corresponsione di una somma da una parte all'altra. Tale somma è calcolata sulla differenza tra il valore di due prestazioni astrattamente previste, come nel caso dei *domestic currency swap (dcs)*;

iii) lo *swap* come scambio di posizioni giuridiche rispetto a un credito futuro. Si tratta degli *swap* facenti parte dei c.d. derivati creditizi, in forza dei quali le parti prevedono che uno dei pagamenti sia corrisposto “al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento” (è il caso dei *credit default swap*).⁸³

Tornando al testo del tuf, possiamo osservare come le ipotesi in cui vi sia una esecuzione del contratto attraverso la “*consegna fisica del sottostante*” siano riferite ai *future* o ai *forward* e alle opzioni e non siano invece riferibili agli *swap*.

⁸² Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 28.

⁸³ Sul punto Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 585 s. La frase virgolettata è a pg. 586; nello stesso senso, A.A. Dolmetta – U. Minneci, voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Enc. Giur. del Sole 24 ore*, 2007, 130; gli AA. parlano di *nomina* in riferimento ai diversi contratti, soffermandosi poi sugli *swap* e sottolineando il nome funge da riferimento a diverse strutture.

La novità di questi ultimi è infatti costituita dal fatto che in forza di essi le parti si scambiano esclusivamente somme (nella pratica chiamate “flussi di cassa”) e mai altri beni o diritti. Per questo non si può prevedere *swap* che siano eseguiti con la consegna materiale del sottostante.

Altrimenti avremmo di fronte un contratto di diversa natura: se l’oggetto dello scambio in un *irs*, ad esempio, non fosse costituito unicamente da somme e si avesse, ad esempio, un passaggio di proprietà di beni per denaro, potremmo configurare una compravendita (anche a termine). Se invece lo scambio fosse bene contro bene, si potrebbe ipotizzare uno schema assimilabile alla permuta.⁸⁴

Sempre muovendosi su un piano generale e quindi astenendosi dal calarsi nelle singole fattispecie, abbiamo anticipato che in inglese, “*swap*” significa scambio; ed è proprio questo concetto che si pone come base di tutti questi contratti.

L’osservazione è generica e necessita una specificazione immediata. Se si impiegasse la terminologia di lingua italiana, traducendo i contratti *swap* come “contratti di scambio” si creerebbe una inaccettabile confusione con molti contratti conosciuti dal nostro sistema e in particolare con tutti i contratti a prestazioni corrispettive.⁸⁵

Dal punto di vista terminologico pare quindi corretta la scelta di mantenere il termine inglese anziché tradurre il vocabolo secondo l’omologo termine della lingua italiana.

Nella lingua inglese il termine *swap* non è certo ascrivibile alle sole operazioni finanziarie, ma per quanto riguarda il sistema italiano, non si può negare che la scelta di astenersi da una traduzione sia idonea a delimitare in maniera più agevole una categoria contrattuale.

A prescindere poi dalla scelta di non tradurre il termine *swap*, il legislatore del *tuf* non sembra particolarmente interessato a dettare una disciplina specifica e

⁸⁴ Ferrarini, *op. cit.*, 33 ss.

⁸⁵ de Iuliis, *op. cit.*, 401.

traspare la volontà di ricomprendere la maggior parte delle fattispecie note nella prassi dei mercati finanziari.

Questo intento omnicomprensivo pare emergere sotto due particolari aspetti.

Il primo è il riferimento agli *swap* come “connessi a” un determinato “sottostante”. Si tratta di una terminologia inusuale dal punto di vista civilistico il cui impiego permette al legislatore di muoversi con disinvoltura su concetti invece carichi di significato. Senza una idonea preparazione sugli *swap*, ad esempio, risulta impossibile comprendere cosa significhi un contratto “connesso a” diversi elementi. Dopo aver studiato la materia e aver compreso che si tratta di accordi il valore delle cui prestazioni deriva da un elemento esterno detto sottostante, diventa più chiaro il riferimento: la connessione si riferisce alla correlazione di una o di entrambe le prestazioni alle oscillazioni di valore di merci, azioni, indici ecc.

Il secondo aspetto è dato dalla previsione di più modalità di esecuzione: il tuf ne prevede solo una – regolamentazione del contratto attraverso le differenze – lasciando però intendere che tale modalità non sia l’unica possibile.

5.4. Segue: il contratto differenziale.

Abbiamo osservato come tutte le fattispecie fino a ora incontrate opzioni, *forward - future* e *swap* siano eseguibili anche attraverso il pagamento delle differenze tra il valore pattuito e il valore reale del bene.

Tale modalità di esecuzione non è nuova nei mercati finanziari: nella pratica di borsa questa tipologia di esecuzione era già nota grazie alla figura del contratto differenziale.

Si tratta di uno schema diffusosi fin dal sedicesimo secolo prima in Francia e poi nel resto di Europa.⁸⁶ Tanto che la dottrina che ha approfondito l’argomento

⁸⁶ D. Supino, *La questione ultrasecolare dei contratti differenziali*, in *Dir. comm.*, 1927, 212 ss.; sulla storia dei differenziali, diffusamente, E. Ferrero, *Contratto differenziale*, in *Contratto*

rimanda a diversi provvedimenti che, nel corso della storia, anche italiana, hanno scandito la disciplina di questi contratti.⁸⁷

In generale, i differenziali “si liquidano, anziché colla consegna dei titoli ed il pagamento del prezzo, col semplice pagamento della differenza fra il corso dedotto in contratto e quello del giorno della scadenza”.⁸⁸

Questa originaria definizione, invero risalente, è stata arricchita dalla suddivisione, operata dalla dottrina nel dopoguerra, tra operazione differenziale semplice e complessa. Con la prima, vi è una sola manifestazione di volontà con la quale le parti pattuiscono che liquideranno le reciproche obbligazioni pagando le differenze; con la seconda tale risultato lo si ottiene attraverso l’incrocio di due operazioni di segno opposto.⁸⁹

È pacifico che il differenziale complesso non sia riconducibile a un *unicum* e che quindi si tratti di più contratti di compravendita eseguiti in modo tale che il risultato finale non siano uno o più passaggi di proprietà ma la corresponsione della sola differenza di valore tra i beni.⁹⁰

Quanto invece al differenziale semplice, la dottrina che riconosce natura contrattuale alla operazione oscilla tra una qualificazione come compravendita a termine e la scommessa. Chi muove delle critiche alla prima impostazione trova un condivisibile punto di appoggio nell’osservazione che in una compravendita che si esegue attraverso il pagamento di sole differenze di valore è totalmente assente un effetto traslativo della proprietà. Chi invece inquadra i differenziali semplici come scommesse sembra esaltare più il fatto che le strutture della scommessa e del differenziale sono molto simili.

e impresa, 1992, 475 ss.; A.M. Carozzi, voce Swap, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX, *Banca borsa, titoli di credito*, Torino, 2004, 468 ss., 481 ss.

⁸⁷ Ferrero, *Contratto differenziale*, cit., 475.

⁸⁸ Supino, *op. cit.*, 212 ss.

⁸⁹ Ulteriore distinzione: se le parti coincidono si avrà una operazione differenziale complessa propria, altrimenti, se non coincidono, sarà considerata impropria. Sul punto, Ferrero, *Contratto differenziale*, cit., 483 ss.

⁹⁰ L. Bianchi D’Espinosa, *I contratti di borsa, il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu – F. Messineo, Milano, 1969, 391 s.

Non è questa la sede per approfondire il tema; sembra però si possa affermare che, anche qualora i differenziali fossero assimilabili alle scommesse, comunque nell'ambito dei contratti di borsa poco cambierebbe, poiché è noto che a tali contratti non è applicabile l'eccezione di gioco e scommessa, principio che, a ben vedere, ha accompagnato il differenziale praticamente per tutta la sua storia.⁹¹

Più fondata pare la posizione della dottrina che nega l'esistenza di un tipo "contratto differenziale". Si tratterebbe infatti di una mera tipologia di esecuzione.⁹²

Alla obiezione che il legislatore nomina questi accordi si è risposto che nel dato positivo ci si è principalmente preoccupati di disciplinare una modalità di esecuzione del contratto solo per evitare che tali operazioni fossero considerate scommesse.⁹³

Anche alla luce di una comparazione con gli altri contratti derivati, occorre fare un po' di ordine: il tuf oggi parla di contratti differenziali come strumenti finanziari derivati. Si potrebbe essere spinti a pensare che tale impostazione permetta di riconoscere al differenziale carattere generale e quindi ricomprendere nel suo alveo la maggior parte dei derivati liquidati per differenze (abbiamo rilevato che questa è una possibilità sia nelle opzioni finanziarie, sia nei *forward*, sia negli *swap*). Questa impostazione è stata anche accolta da parte della dottrina alla comparsa dei derivati.⁹⁴

L'affermazione sarebbe ancor più vera se si pensa che, nella pratica, i contratti *swap* sono spesso muniti di una clausola di compensazione, chiamata anche clausola di *netting*. In forza di questa, le parti adempiono ai diversi

⁹¹ Bianchi D'Espinosa, *op. cit.*, 388 s. spec. nota 2.

⁹² D. Preite, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 173 ss., 184 ss.

⁹³ Ferrarini, *op. cit.*, 37; Bianchi D'Espinosa, *op. cit.*, 387.

⁹⁴ Sul punto, de Iuliis, *op. cit.*, 391; Preite, *op. cit.*, 171; Ferrero, *Contratto differenziale*, cit., 475.

pagamenti corrispondendo esclusivamente la differenza dovuta dopo la compensazione tra le due prestazioni.⁹⁵

Tuttavia, a una lettura più attenta, non sembra che la clausola di *netting* sia idonea a mutare la struttura dell'accordo e ci pare più dettata da scopi di praticità, per cui le prestazioni nascenti dal contratto rimangono due (anche perché altrimenti non si potrebbe nemmeno concepire una compensazione).⁹⁶

In una visione d'insieme, la tesi che assimila tutti gli *swap* al differenziale non pare condivisibile: anzitutto poiché postula che i primi rispondano tutti a un medesimo tipo contrattuale; secondariamente, lasciando da parte il problema degli *swap* in cui si prevede una sola prestazione e ponendo l'attenzione sugli *swap* in cui vi è un incrocio di pagamenti, una tale tesi ipotizza che gli scambi debbano necessariamente essere effettuati con la corresponsione di differenze, mentre non sempre è così (si consideri l'ipotesi in cui lo scambio non avvenga alla solita data).

Ma anche ipotizzando che le due prestazioni debbano essere eseguite contestualmente, la sola esistenza della clausola di *netting*: i) non dà per scontata l'esistenza di obbligazioni da compensare; ii) non muta la diversità dell'oggetto dei derivati da quello del differenziale.⁹⁷

A margine di tutto ciò, sottolineiamo che se tutti i derivati potessero essere considerati dei differenziali diventerebbe irrilevante che il legislatore si sia premurato di stabilire che sono strumenti finanziari derivati opzioni, *futures* e *swap* “anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti”.

In sostanza quindi, non solo non è chiaro se esiste un tipo “contratto differenziale”, ma anche qualora esso esistesse, non sarebbe idoneo a contenere i

⁹⁵ S. Gilotta, *In tema di Interest Rate Swap*, in *Giur. comm.*, 2007, 134 ss., 143 s. Osserva l'A. che “atteso che tutte le tipologie di contratti già conosciute possano prevedere ed essere eseguiti tramite pagamento in contanti, come qualunque prestazione può essere sottoposta a compensazione su base volontaria (se ciò è consentito dalla legge)”, 144.

⁹⁶ Gilotta, *o. cit.*, 144 s.; Irrera, voce *Swaps*, 318.

⁹⁷ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 84.; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 126 ss.

diversi contratti derivati visti finora. Tale operazione infatti, si sostanzierebbe in una ingiustificata frustrazione delle diverse peculiarità di ciascun derivato.

6. Il rapporto tra contratti derivati e strumenti finanziari derivati.

Eccezion fatta per il comma 2 *bis*, lettera *d*), dell'art. 1 tuf che si riferisce a “titoli”, tutti gli altri riferimenti agli strumenti finanziari derivati nel dato positivo o impiegano esplicitamente il termine “contratti” oppure lo postulano – si pensi alla locuzione strumenti che “*trasferiscono*” il rischio.

Ciò significa che gli strumenti finanziari derivati sono contratti.

Autorevole dottrina osserva (pur se riferendosi alla previgente legislazione) come “è significativo che nell'elenco dei tipi di strumenti finanziari legalmente riconosciuti, le voci corrispondenti ai “derivati” parlino senz'altro di “contratti” [...] ovvero: quei particolari beni, suscettibili di essere comprati e venduti, che sono gli strumenti finanziari possono essere... contratti. Siamo oltre il contratto come mezzo per trasferire beni preesistenti; siamo anche oltre il contratto come mezzo per creare indirettamente nuovi beni: il contratto si configura esso stesso, direttamente, come bene”.⁹⁸

Quest'ultima osservazione porta al cuore del problema: la conclusione del contratto derivato tra intermediario e investitore implica la nascita di uno strumento finanziario. Così “l'accordo [...] per effetto della stipulazione diviene di per sé uno strumento finanziario”.⁹⁹

Osservando il medesimo fenomeno dal lato opposto, la negoziazione di uno strumento finanziario derivato implica anche l'assunzione di obblighi contrattuali.

Questa netta distinzione è presente anche a livello di normativa secondaria: si pensi all'art. 16 della delibera Consob n. 16191 del 29/10/2007 che stabilisce che

⁹⁸ Roppo, *Il contratto*, cit., 56.

⁹⁹ Girino, *I contratti derivati*, cit., 7.

“[n]el caso di strumenti finanziari derivati, le regole assicurano che le caratteristiche del contratto derivato siano compatibili con un processo ordinato di formazione del suo prezzo, nonché con l’esistenza di condizioni efficaci di regolamento”.

Nello sforzo di definire con precisione cosa sia uno strumento finanziario derivato si è anche affermato che esso è “la combinazione di uno strumento finanziario e di una serie di accordi (clausole) contrattuali”.¹⁰⁰

Tale definizione non è condivisibile poiché scinde in maniera non precisa l’*unicum* contratto-strumento finanziario derivato, a tacere della omessa chiarificazione di cosa siano delle clausole contrattuali senza un contratto.

Tendenzialmente il fatto che i contratti derivati siano strumenti finanziari comporta, a sommosso avviso di chi scrive, tre differenziazioni: vi sono dei particolari obblighi di condotta (per gli intermediari) nella negoziazione, sono richiesti dei requisiti di forma e il contratto/strumento può circolare come bene.

In relazione a questo ultimo punto, non si può parlare di strumento finanziario senza richiamare anche la nozione di prodotto finanziario. Questa è contenuta nell’art. 1, lettera u), tuf, in base alla quale sono “*prodotti finanziari*” *gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”.

¹⁰⁰ Così M. Lembo, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2005, 354 ss. Per alcuni, il “derivato è piuttosto lo strumento finanziario “che deriva” dal contratto” e le ragioni per cui si utilizza il termine contratti derivati sarebbero di “mera comodità espositiva” considerato “il sottile confine fra la componente negoziale (genesì) e il suo risultato (strumento finanziario)”, così Girino, *I contratti derivati*, cit., 7; nello stesso senso Grazia, *op. cit.*, 1329.

È tale la fusione tra accordo e strumento da non permettere nemmeno di individuare un confine, pur se sottolineando “sottile” tra fase genetica e risultato successivo: il contratto derivato stipulato nei mercati finanziari è uno strumento finanziario, *sarebbe* un contratto cui applicare regole diverse se fosse stipulato in un altro contesto o se non ricadesse in quella categoria di strumenti indicati nel tuf. Più condivisibile Cossu per la quale gli *swap* dal punto di vista della prassi mercantile sono prodotti finanziari e *strictu sensu* sono strumenti finanziari che hanno forma di contratto, Cossu, *op. cit.*, nota 18 e pg. 176; nello stesso senso Squillace, *op. cit.*, 92.

In generale, “[p]er l’ordinamento italiano, il “prodotto finanziario” è (anche) un titolo di credito (o di debito), non di rado atipico, dematerializzato. Esso, da un punto di vista giuridico è una “cosa” equiparata a un bene mobile ovvero un bene mobile vero e proprio, il quale, ai sensi dell’art. 810 c.c., è suscettibile di essere oggetto di diritti”.¹⁰¹

Nell’ottica di questo lavoro i termini strumenti finanziari derivati e prodotti finanziari derivati possono essere utilizzati pressoché come sinonimi, pur tenendo presente che il concetto di prodotto è più ampio di quello di strumento.¹⁰² Ne consegue che tutte le considerazioni che saranno effettuate sugli strumenti finanziari derivati saranno applicabili anche al concetto di prodotto finanziario derivato.

Come suggestivamente osservato, in quest’ultimo si manifesta in maniera preponderante la creazione “di nuovi valori, se si vuole beni”,¹⁰³ attraverso l’inserimento nel rapporto “tra denaro e denaro” di un “riferimento ad un dato della realtà che qualunque ne sia la natura oggettiva (beni, titoli, danaro assunto come nominale) e qualunque ne sia la disciplina giuridica tradizionale, privatistica, ha una sua particolare rilevanza perché svolge nel rapporto una funzione diversa da quella riconosciuta e tutelata negli istituti giuridici tradizionali (i diritti soggettivi)”.¹⁰⁴

In sintesi, uno strumento finanziario derivato è un contratto ed è un bene.

Da tale contratto nascono prestazioni; l’essere un bene oggetto di valutazione invece dà la possibilità di farlo circolare.

Se questa è la regola generale, va subito richiamato un altro aspetto fondamentale nello studio dei derivati *OTC* e in particolare degli *swap*: spesso questi strumenti finanziari, pur potendo, non circolano affatto.

¹⁰¹ F. Reali, *I contratti di intermediazione finanziaria*, in *Diritto privato del mercato*, a cura di A. Palazzo - A. Sassi, Perugia 2007, 525.

¹⁰² Sul punto, G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 201 ss.

¹⁰³ P. Ferro Luzzi, *Attività e “prodotti” finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 133 ss., 139.

¹⁰⁴ P. Ferro Luzzi, *Attività e “prodotti” finanziari*, cit., 138.

Il riferimento è ai prodotti finanziari illiquidi. Abbiamo poc'anzi osservato come nei mercati regolamentati si negoziano prodotti finanziari standardizzati, controllati nel numero e sempre contrattabili con una camera di compensazione.

I derivati *OTC* invece, sono contratti/strumenti attagliati allo specifico cliente. Per questo essi sono difficilmente trasferibili ad altri soggetti.¹⁰⁵ Così, la illiquidità del prodotto derivato rende possibile un avvicinamento tra la gestione del prodotto e un “ordinario” rapporto contrattuale duraturo, poiché, di fatto, viene meno la possibilità di cedere il prodotto finanziario derivato acquistato.¹⁰⁶

Questo problema è stato avvertito anche dalla Consob, tanto che, con delibera n. 9019104 del 2 marzo 2009, intitolata “*Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*”, l’autorità di vigilanza ha individuato una serie di obblighi comportamentali che gli intermediari devono porre in essere nella collocazione di questo tipo di strumenti.

Tali obblighi saranno trattati nel terzo capitolo, qui basti segnalare la sentita esigenza di specificare, pur sottoforma di raccomandazione, un particolare livello di condotta da parte di chi vende il prodotto al risparmiatore, il quale pur avendo uno strumento teoricamente alienabile, si trova in sostanza nella impossibilità di rivenderlo e quindi di “liberarsene” nel caso il contratto in esso contenuto preveda prestazioni onerose oltre le aspettative.

7. Sulla opportunità di una categoria giuridica di contratti derivati e possibile accostamento ai contratti differenziali.

Sino a ora l’analisi è stata dedicata a diversi schemi contrattuali che possono essere qualificati – come possono fungere anche da - strumenti finanziari o prodotti derivati.

¹⁰⁵ de Iuliis, *op. cit.*, 396 ss.

¹⁰⁶ Sul punto, Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, cit., 41 s.

Sembra ora opportuno chiedersi se, al di fuori dell'ambito finanziario, si possa affermare l'esistenza di un tipo "contratto derivato" oppure di una categoria "contratti derivati", quest'ultima intesa come un insieme di accordi cui possono essere applicate regole comuni.¹⁰⁷

Per quanto riguarda l'esistenza di un tipo contrattuale, questa è una ipotesi che si può fin da ora scartare.

Il punto non ha bisogno di particolari prove: nelle prassi ci si riferisce ai contratti derivati come a una serie di accordi che corrispondono a schemi tipici o atipici assai diversi tra loro e non riconducibili a un'unica fattispecie contrattuale. Né tanto meno la legge si riferisce ai derivati dettando una disciplina tipizzante tale da individuare un corpo di norme che scandiscano regole generali applicabili al contratto derivato.¹⁰⁸

Se invece si sposta l'attenzione alla possibilità di individuare una categoria giuridica "derivati" il problema diventa più complesso.

Molti contributi dottrinali e alcuni passaggi nel dato positivo (a livello di legislazione primaria e a livello di legislazione secondaria) evocano "contratti derivati". Ad esempio il tuf stabilisce in più luoghi che possono essere considerati strumenti finanziari derivati – oltre a opzioni, *future* e *swap* – gli "altri contratti derivati" connessi a merci o valori mobiliari.

In dottrina c'è chi è arrivato a esaltare la categoria derivati come un *unicum* per cui non è possibile, senza frustrarne la funzione olistica, analizzare il singolo contratto; e ciò sulla base del fatto che le singole fattispecie sono inidonee "ad essere stigmatizzate secondo i tradizionali metodi d'inquadramento organico".¹⁰⁹

¹⁰⁷ V. Roppo, *Diritto Privato*, 2010, Torino, 369 s.

¹⁰⁸ Sul punto Ruggeri, *op. cit.*, 51 ss.

¹⁰⁹ Grazia, *op. cit.*, 1325.

Altri ancora esaltano determinati elementi comuni a tutti i contratti derivati. In particolare il “derivato costituisce una categoria negoziale a sé stante, in parte tipizzata in parte atipica, ma comunque una categoria a sé [...]”.¹¹⁰

In base a questa impostazione, la definizione di derivato sarebbe: “il contratto bilaterale, ad esecuzione differita, caratterizzato da una forte componente di aleatorietà, avente a referente un’entità economica, reale o astratta, e ad oggetto il differenziale di valore assunto nel tempo da tale entità”.¹¹¹

Ogni contratto derivato sarebbe connotato, secondo un’articolata ricostruzione, da sette elementi.¹¹² Esaminiamoli con ordine.

I) Si tratterebbe di accordi che appartengono alla categoria dei contratti a termine (o a esecuzione differita).

Questo è un rilievo fondato: proprio la incertezza data dallo scorrere del tempo è il tratto caratteristico degli schemi contrattuali in commento; la differenza temporale tra la stipulazione e l’esecuzione è ciò che permette l’esplicarsi del mutamento di valore.

II) I contratti derivati “assumono sempre a riferimento una grandezza economica” (reale o astratta). Questa osservazione non è chiara e la terminologia non è idonea a descrivere la struttura di questo tipo di accordi; non pare sia possibile individuare una categoria giuridica sulla base del fatto che il contratto si riferisce a un fattore esterno. Sicché tale aspetto rimane privo di valore nel determinare l’esistenza di una categoria giuridica di “contratti derivati”.

III) Come terzo elemento comune a tutti i derivati, si è osservato come l’oggetto di questi contratti non sia mai un bene, che rappresenta solo l’entità di riferimento, bensì il differenziale tra il valore del bene “richiamato” nel contratto e il suo valore al momento della esecuzione delle prestazioni.

¹¹⁰ Girino, *I contratti derivati*, cit., 164; e, recentemente nella seconda edizione, Milano, 2010, 52 ss. (d’ora innanzi per distinguere le due versioni sarà indicato l’anno).

¹¹¹ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 46.

¹¹² Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 45 s.; nello stesso senso Lembo, *op. cit.*, 354 s. che esalta undici aspetti comuni. Quest’ultima è una elencazione le cui diverse voci possono essere ricondotte alle sette peculiarità indicate da Girino.

Questo aspetto deve essere affrontato con particolare cautela: preliminarmente va rilevato che la tesi assume a riferimento il termine differenziale in modo diverso dalla accezione di contratto differenziale vista poco sopra (in sostanza, una modalità di esecuzione).

Nella ricostruzione in commento, infatti, il differenziale sarebbe inteso “come il contratto che abbia ad oggetto una differenzialità di valori”.¹¹³

Ma anche riferendosi al differenziale come oscillazione di valore, questa ricostruzione non è condivisibile. Principalmente perché non spiega la nozione di oggetto che viene accolta.

In questo caso si deve operare una distinzione: se si assume che l’oggetto del contratto sia l’oggetto della prestazione, allora il pagamento di una determinata somma calcolata su differenze di valore è effettivamente il modo con cui si estinguono alcune obbligazioni nascenti dai contratti di opzione finanziaria, *future* o *swap*.

Se però ci si riferisce all’oggetto del contratto come insieme di prestazioni o, come insegnato da autorevole dottrina, come “il contenuto disposto dalle parti”,¹¹⁴ allora questa impostazione non può essere accolta perché oggetto del contratto, pur se liquidato per differenze non è il differenziale ma la prestazione (nell’opzione) o le prestazioni (negli *swap* e nei *future*). Così, affermare che oggetto di un contratto sia il pagamento della differenza tra due prestazioni, porta alla sovrapposizione tra struttura e modalità di esecuzione.

IV) Come quarto profilo comune ai derivati si osserva che la “componente temporale fa sì che la stipulazione abbia luogo sulla base di valutazioni previsionali circa l’andamento dei valori dei beni oggetto della stipulazione”. Neppure questo rilievo pare idoneo a determinare una categoria “contratti derivati”. Non vi è infatti, contratto di investimento, né contratto a esecuzione differita, né – forse – contratto di compravendita che non contenga valutazioni

¹¹³ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 163.

¹¹⁴ N. Irti, voce *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. Dig. Disc. Priv.*, Torino, 805.

previsionali. Tali valutazioni sono però assolutamente irrilevanti nella qualificazione di un qualsiasi contratto.

V) Si è rilevato poi come ogni contratto derivato può comportare obbligazioni per una sola parte, così riferendosi alle esecuzioni per differenze. Pare che ciò non sia un elemento essenziale ma nella maggior parte dei casi solamente una caratteristica, pur se comune alle fattispecie finora incontrate, in fase esecutiva, tanto che anche chi rileva la possibilità che i derivati prevedano la prestazione per una sola parte ammettono che si versa in un caso in cui è impossibile “consentire *ex post* una riqualificazione del derivato alla stregua di contratto unilaterale (nel senso di cui all’art. 1333 c.c.)”. Eccetto l’opzione, sia i *forward* sia gli *swap* prevedono, salvo casi particolari,¹¹⁵ sempre una bilateralità di obblighi.

VI-VII) Gli ultimi due rilievi sono inerenti al fatto che i derivati possono avere una funzione speculativa o di copertura (sesto profilo comune) e (settimo) che essi hanno una fortissima componente di aleatorietà. Si tratta di osservazioni che saranno analizzate più approfonditamente nei prossimi paragrafi e nel prossimo capitolo.

Qui preme osservare che, anche ammettendo che tutti i derivati siano stipulati per fini speculativi o di copertura e che siano contratti aleatori, comunque non si tratterebbe di elementi idonei, da soli, a fondare una categoria giuridica indipendente sia perché gli intenti sono elementi che rimangono al di fuori della struttura del contratto, sia perché il fatto che i derivati siano contratti aleatori non è aspetto di per sé sufficiente a determinare una categoria autonoma.

Anche se in una visione di insieme si può affermare che tutti i derivati sono contratti a esecuzione differita e che sono contratti che si relazionano a un “nozionale”, vale a dire a un riferimento numerico pattuito dalle parti e a sua volta connesso a un determinato indice o elemento esterno (il “sottostante”), pare

¹¹⁵ Il riferimento è al *domestic currency swap*.

si tratti di due minimi comuni denominatori da ascrivere al profilo economico e quindi inidonei a fondare una categoria giuridica.

A ben vedere, il riferimento che la legge opera ai contratti derivati è sempre in stretta relazione con la categoria – stavolta certamente giuridica – degli strumenti finanziari derivati.

Ed è proprio nell'ambito finanziario che si può giustificare la dizione contratti derivati, sempre però nella consapevolezza che non vi sono, sul piano privatistico, elementi sufficienti per applicare a essi regole generali condivise di diritto comune come potrebbe essere per altre categorie contrattuali.¹¹⁶

Il fatto che questi contratti si sviluppino, nella stragrande maggioranza dei casi, in un ambito esclusivamente finanziario non è l'unica difficoltà nella individuazione di regole generali, di natura privatistica, applicabili.

L'altro elemento che rappresenta una forte componente di difficoltà, quantomeno nel diritto italiano, è dato dalla loro origine: i mercati internazionali.

I due concetti appena richiamati sono centrali per il presente studio. A ben vedere, si tratta del diverso atteggiarsi del concetto di "luogo" che, nelle due accezioni che seguono, è l'imprescindibile punto di partenza per la ricostruzione dogmatica degli *swap*.

Così, il fatto che i derivati siano maturati in ordinamenti stranieri costringe sempre "l'interprete a ragionare secondo termini diversi da quelli della scienza giuridica classica".¹¹⁷ Si deve trovare una giusta misura. Da una parte non è possibile pensare di lasciare questi contratti alla frontiera, dall'altra nemmeno astenersi da una analisi critica di questi accordi, accettandoli *tout court* nel nostro ordinamento.¹¹⁸

¹¹⁶ Pare di contrario avviso autorevole dottrina, che osserva come si tratti di una "categoria di contratti, più che non un tipo contrattuale, e già questa notazione ci avverte che non sarà la tecnica della qualificazione quella che potrà aiutarci ad individuare una disciplina", così G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, 103.

¹¹⁷ S. M. Carbone, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 1 ss., 4.

¹¹⁸ Sul punto De Nova, *op. cit.*, *passim*, spec., 104 e 112.

Di volta in volta allora, si dovrà verificare l'esistenza di istituti o categorie cui poter ricondurre questi accordi, e nella (alta) probabilità di trovarsi di fronte a fattispecie nuove e quindi atipiche, valutare se per il nostro ordinamento tali negozi sono meritevoli di tutela.

Nella seconda accezione poi, il luogo assume importanza perché è lo spazio (fisico o telematico) dove questi contratti si sono affermati: il mercato finanziario.

È noto che questo persegue determinati obiettivi; esso infatti "ha come scopo essenziale il trasferimento (e la trasformazione) del risparmio dai settori in avanzo ai settori in disavanzo; trasferimento che deve essere stabile ed efficiente".¹¹⁹

Per permettere il raggiungimento di tale obiettivo, il mercato non può essere lasciato alle regole del diritto comune, poiché quest'ultimo è considerato da solo inidoneo a promuovere l'efficienza del mercato.¹²⁰

Ne deriva che tutti gli accordi che si svolgono all'interno di esso obbediscono a logiche parzialmente diverse da quelle che muovono le regole dettate nel codice civile. L'osservazione è ancor più vera se si volge l'attenzione agli *swap*. Tutta la disciplina di questi accordi è irrorata dalle regole e dalle logiche del mercato.

8. La genesi dei contratti derivati e in particolare dello *swap*. Loro diffusione e ruolo nella attuale crisi del sistema economico.

È difficile individuare l'esatto momento in cui collocare la nascita dei contratti *swap* e degli altri derivati. La maggior parte della dottrina si limita a

¹¹⁹ Così R. Costi, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 769 ss., 771.

¹²⁰ Costi indica ragioni "molteplici e note": "l'esistenza di asimmetrie informative, la natura dei prodotti finanziari, l'impossibilità di diversificazioni minime degli impieghi, la propagazione sistematica delle crisi, la standardizzazione delle contrattazioni", *op. cit.*, 772.

registrare una forte diffusione di questi contratti a partire dalla metà degli anni ottanta del secolo scorso.

Alcuni studiosi, in realtà, ipotizzano che i primi *swap* siano stati degli accordi sulle fluttuazioni del cambio – e quindi *swap* su valute – stipulati tra banche inglesi e statunitensi, e segnalano come primo *swap* di cui si ha traccia un preciso accordo tra IBM e Banca Mondiale del 1981.¹²¹

Quel che è certo è che la elasticità dello schema del contratto di *swap* ne ha permesso uno sviluppo negli ultimi venti anni, incomparabile rispetto anche agli altri strumenti finanziari derivati.

L'incremento è così importante sin dal principio, che già alla metà degli anni ottanta, nei mercati statunitensi, il legislatore si accorge dell'importanza di questi nuovi contratti e dà mandato alla *Commodity Futures Trading Commission* (*CFTC*) di studiarne i principali profili. Lo studio dei lavori della commissione è interessante per la ricostruzione della nascita degli *swap* e, in generale, dei derivati.

La *CFTC*, all'inizio manifesta un interesse "generico" per tutti gli strumenti ibridi,¹²² ma poi lo sostituisce con una crescente attenzione per i derivati e in particolare per gli *swap OTC*. A ben vedere, l'attenzione per questa tipologia di accordi è quasi obbligata, considerata la velocità con cui questi stavano

¹²¹ "L'IBM, che aveva emesso un prestito obbligazionario di 1 miliardo di dollari e nel contempo aveva proceduto a finanziarsi in marchi e franchi svizzeri, nell'anno 1981, di fronte ad una costante rivalutazione del dollaro nei confronti di queste divise, stipulava un accordo con World Bank in forza del quale, in una prima fase, questa si indebitava sul mercato eurodollaro (dove aveva facilità di accesso e costi contenuti) emettendo obbligazioni a cedola fissa in dollari, aventi una durata corrispondente a quella delle obbligazioni IBM; in una seconda fase, IBM e World Bank si scambiavano le posizioni debitorie; World Bank, assumendosi l'obbligo di soddisfare per conto di IBM i creditori in marchi e franche svizzeri; IBM di ripagare i creditori in dollari. A conclusione dell'operazione, IBM aveva trasformato la propria esposizione già in dollari e marchi e franchi svizzeri integralmente in dollari, procurandosi un consistente vantaggio in termini differenza di cambio" così G. Racugno, *Lo Swap*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2010, 39 ss.; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 22 ss. anche questo A. indica come primo *swap* internazionale quello stipulato dalla Banca Mondiale con IBM nel 1981; sul punto anche Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 27.

¹²² *Paper* del dicembre 1987, *Advance Notice of Proposed Rule-making (Regulation of Hybrid and Related Instruments)*.

crescendo: è la stessa *CFTC* che rileva come, mentre nel primo semestre del 1987 si potevano contare poco meno di 10.000 contratti *swap*, nel medesimo periodo dell'anno 1992, questi contratti erano arrivati a quasi 50.000.

La commissione descrive così il nuovo schema contrattuale: “in generale, è lo scambio di un credito o di un debito per un credito o di un debito con lo scopo di allungare o accorciare l'ottenimento delle rendite, o di aumentare o abbassare le rendite, o massimizzare le entrate o abbassare i costi finanziari. Nelle azioni, questo può comportare la vendita di queste e l'acquisto di altre; in valuta straniera, può comportare l'acquisto di una valuta sullo *spot market* e la simultanea vendita a termine. Lo *swap* può anche comportare lo scambio di rate fisse di un *bond* per il pagamento di un tasso variabile o viceversa, senza dover cambiare il principale componente della obbligazione”.¹²³

Dalla pur generica definizione si intuisce il perché gli *swap* hanno ricevuto la diffusione di cui oggi godono: la tecnica finanziaria è “estremamente semplice”¹²⁴ e permette la gestione di qualsiasi conseguenza giuridica patrimoniale; rifacendosi alle parole poco sopra riportate, con la stipulazione di uno *swap* si possono accorciare o allungare i tempi di maturazione degli interessi, o il loro importo agendo in vario modo sul capitale di riferimento (scambiandoselo o meno).

Se lo *swap* è uno schema contrattuale relativamente recente, non lo sono invece gli altri modelli riconducibili a derivati, che affondano le loro radici in un passato ben più antico. Il criterio per ripercorrere la storia di opzioni e *forward* deve certamente essere legato alla funzione di questi contratti. Tale criterio, da

¹²³ Traduzione da “*in general, the exchange of one asset or liability for a similar asset or liability for the purpose of lengthening or shortening maturities, or raising or lowering coupon rates, to maximize revenue or minimize financing costs. In securities, this may entail selling one issue and buying another; in foreign currency, it may entail buying a currency on the spot market and simultaneously selling it forward. Swap may also involve the exchanging of income flows; for example, exchanging the fixed rate coupon stream of a bond for a variable rate payment stream, or vice versa, while not swapping the principal component of the bond*” in *Working Paper 7A: Glossary, CFTC, The Report of the Commodity Futures Trading Commission, OTC Derivative Markets and Their Regulation, Working Papers.*

¹²⁴ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 25.

un lato permette di evitare di applicare “ad esperienze del passato categorie concettuali del presente” e dall’altro è utile per offrire “un angolo visuale interessante per verificare i rapporti tra istituti giuridici ed esigenze di traffico”.¹²⁵

Proprio in quest’ottica, desta curiosità il continuo impegno dei contraenti, nei secoli, a gestire i rischi in modo pattizio e quindi “cristallizzando” gli eventi (*rectius* le conseguenze degli eventi) prima che questi si manifestassero nella loro esatta portata. Questo sforzo che, a ben vedere, più ascrivibile a una dimensione economica che giuridica, è riscontrabile in molti contratti: dalla *emptio spei* del diritto romano al rapporto partecipativo,¹²⁶ e per quel che più rileva nel presente studio, dalle opzioni ai *forward*.

Quest’ultimo modello contrattuale era già ravvisabile nel contratto diffuso nelle campagne per secoli: i contadini si impegnavano a vendere il raccolto a un prezzo stabilito, in anticipo rispetto alla venuta ad esistenza del raccolto stesso;¹²⁷ altri segnalano al presenza di *forward* addirittura ai tempi delle civiltà preromane del medio oriente;¹²⁸ infine pare che proprio l’incontrollata speculazione su *future* aventi ad oggetto bulbi di tulipani sia stata la causa della c.d. bolla finanziaria dei tulipani (la c.d. tulipomania), scoppiata in Olanda nel 1637.¹²⁹

È proprio questa possibilità di cautelarsi di fronte a eventi futuri - e potenzialmente avversi - che attribuisce grande fascino ai derivati. Così la cessione del diritto di comprare il raccolto non ancora maturo a un determinato prezzo fissato (opzione), piuttosto che l’assunzione dell’obbligo di comprarlo a

¹²⁵ R. Teti, *Il rapporto partecipativo fra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2008, 1125 ss., 1126.

¹²⁶ R. Teti, *op. cit.*, 1125 ss.

¹²⁷ P. Bernstein, *op. cit.*, 334. Nello stesso senso, Geretto, *op. cit.*, 5.

¹²⁸ Per una storia completa dei derivati, e principalmente sulle opzioni e i *futures*, cfr. Swan, *op. cit.*, *passim*; in Italia, C. Oldani, *I derivati finanziari*, Milano, 2004, *passim*.

¹²⁹ E. Chancellor, *Un mondo di bolle*, Roma, 2000, 24 ss.

un prezzo già determinato (*forward*) permetteva, e permette, sia al coltivatore, sia all'acquirente di definire una situazione futura dai profili indeterminati.

La comparsa di figure la cui funzione era affine a istituti oggi conosciuti come derivati, ha spinto a esaltare la "insostituibilità" di questi contratti. Tale insostituibilità è data da una maggiore duttilità rispetto ad altri accordi, come per esempio, l'assicurazione: mentre questi ultimi sono commercialmente unilaterali (in sintesi, o lucra l'assicurato o lucra l'assicuratore), i derivati, e nello specifico l'opzione e il *forward*, offrono la possibilità di ottenere un "equilibrio contrattuale", certamente più allettante rispetto alla assicurazione, poiché maggiormente distributivo.¹³⁰

A livello poi di negoziazione dei contratti derivati, e quindi volgendo l'attenzione alla loro idoneità a essere oggetto di scambi, pare interessante segnalare come un mercato delle opzioni e dei *future* fosse già noto nell'Olanda del XVII secolo e un altro negli Stati Uniti dove "[g]li agenti di cambio trattavano opzioni *put* e *call* sulle azioni fin dagli anni Novanta del 1700".¹³¹ Un altro mercato dove storicamente sono scambiati una grande mole di contratti derivati è il *Chicago Board of Trade*,¹³² mercato noto per il commercio di opzioni su merci (*commodities*).¹³³ Da menzionare certamente, infine, il *London Metal Exchange* nato nel 1877; ma molti altri ancora si sono aggiunti nei tempi moderni.¹³⁴

I diversi modelli contrattuali comparsi nei secoli in contesti settoriali hanno fatto pensare, alla luce dello sviluppo di cui godono i derivati oggi, a "semi sotto la neve", riferendosi con questa espressione al fenomeno per cui, venuto meno il

¹³⁰ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 25.

¹³¹ Bernstein, *op. cit.*, 336 s.

¹³² www.cmegroup.com.

¹³³ In modo molto suggestivo, osservava nel 2007 il Presidente della U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) "Like Atlas carrying the world on his shoulders, Chicago carries the world's commodities derivatives trading on its famously "Broad Shoulders" - and in the realm of futures and options, no city or market center can claim greater credit for its role in capital formation and value creation", in www.sec.gov/news/speech/2007/spch012207cc.htm.

¹³⁴ Sul punto Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 26 s.

blocco, questi accordi hanno goduto di una fortissima diffusione, in concomitanza con determinati eventi.¹³⁵

Abbiamo ricordato come lo sviluppo di questa tipologia di accordi è iniziato negli anni ottanta del secolo scorso: si tratta di un periodo delicato poiché, contemporaneamente, si registra una estrema volatilità del mercato internazionale, una sua omogeneizzazione e un progressivo fenomeno di disintermediazione. Tre elementi che si traducono in maggiori rischi, maggiori possibilità di investimenti transfrontalieri e maggior accesso ai mercati per categorie cui prima era precluso.

Di fronte a nuove instabilità, gli investitori sono stati spinti a cercare modi di neutralizzazione dei pericoli, stipulando accordi che permettessero una gestione del rischio diretta. C'è chi ha sottolineato come la diffusione dei derivati abbia contribuito anche a mutare l'atteggiamento degli investitori, che da un fine di adattamento alla realtà dei mercati, hanno variato comportamento tentando di porsi in maniera attiva nella gestione del rischio.¹³⁶

Esaltare esclusivamente l'impiego dei derivati a fini di protezione sarebbe scelta settoriale che non terrebbe conto della realtà: è noto che i derivati possono sì essere impiegati come strumenti di gestione del rischio (copertura), ma gli stessi erano e sono impiegati dagli investitori anche per tentare speculazioni, non sempre coronate da successo e anzi spesso trasformatesi in clamorose perdite.¹³⁷

Molti episodi degli ultimi anni ne sono testimonianza. Ma anche se oggi i contratti in parola sono visti quasi esclusivamente in una accezione negativa,¹³⁸ la loro negoziazione costituisce parte integrante della economia mondiale;

¹³⁵ Così Padoa Schioppa, *op. cit.*, 59* s., citando Merton Miller.

¹³⁶ Geretto, *op. cit.*, 3 s.

¹³⁷ Si pensi che già più di dieci anni fa si sollecitava una analisi "maggiormente approfondita dei rischi dei *derivatives*", considerate "le ingenti perdite registrate in anni recenti" così Perrone, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, cit., 2. Per la descrizione di alcuni clamorosi dissesti avvenuti negli Stati Uniti Bernstein, *op. cit.*, 355 ss.; Oldani, *op. cit.*, 55 ss.

¹³⁸ Ad esempio, la oramai famosissima definizione di Warren E. Buffet, tra i più importanti uomini di affari statunitensi: "*financial weapons of mass destruction*" data durante una intervista a *Fortune* il 4 marzo 2003.

parlare di *derivatives*, sia in Italia, sia, e soprattutto, nel mondo anglo americano, significa riferirsi a cifre enormi che, pur se con qualche flessione, sono in costante crescita.¹³⁹ Si pensi che il valore nozionale dei derivati *OTC* è salito da 516,407 miliardi di dollari del giugno 2007 a 604,622 miliardi di dollari del gennaio 2009.¹⁴⁰

Questo aspetto è stato rilevato anche dall'attuale Governatore della Banca d'Italia che ha osservato che il valore nozionale dei derivati è uguale a 10 volte il valore del PIL mondiale.¹⁴¹ È doveroso ricordare che si tratta del valore nozionale, vale a dire dell'“importo assunto come base di calcolo per l'adempimento degli obblighi associati a uno strumento derivato o titolo assunto a riferimento come sottostante per il *pricing* di un contratto derivato”.¹⁴²

In altri termini, si tratta dei capitali “coinvolti” nel mercato dei derivati, non della ricchezza trasferita attraverso tali contratti.¹⁴³

Prima di affrontare lo studio di alcuni profili privatistici dei contratti *swap* nel nostro ordinamento, pare necessario spendere qualche parola sulla crisi che ha colpito l'economia mondiale e sul ruolo che in essa hanno avuto i derivati.

¹³⁹ Sul punto, Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 1 ss.; www.isda.org/statistics.

¹⁴⁰ www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf.

¹⁴¹ “*Derivative instruments have become an essential element of the most advanced financial systems. Their use has grown further in the last decade and their total notional value is now equal to ten times world GDP*”, così M. Draghi, *Introductory Remarks*, in *Money, Derivatives and Growth, Fifth Colloquium*, Fondazione Cesifin, 2007, 7.

¹⁴² Voce *Nozionale*, in www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch; cfr. anche ISDA, *Research Notes*, Autumn 2008, in www.isda.org.

¹⁴³ Sulla reale portata dei mercati derivati B. Sheridan, *600,000,000,000,000?*, in *Newsweek*, October 27, 2008, 33. Provo a spiegarmi con un esempio: se stipulo un contratto di *interest currency swap* con un nozionale di €100.000.000, non vuol dire che io o la mia controparte, dovremo pagare quella somma, ma che, alle date stabilite – ipotizzando la presenza di una c.d. clausola di compensazione – una delle due parti dovrà corrispondere la differenza tra l'interesse fisso e variabile, calcolato su €100.000,00. Conseguenza immediata: se l'approccio al contratto derivato è costituito dal nozionale, la percezione di chi vede il mercato dei derivati è certamente sfalsata.

Anche se le cifre devono essere ridimensionate, esse rimangono comunque elevate: rimanendo nel mercato *OTC*, la somma corrispondente alla ricchezza realmente trasferita (*gross market values*), nel medesimo periodo di riferimento prima citato (06/2007-01/2009), è cresciuta da 11.140 a 25.372 miliardi di dollari.

Che si tratti di una crisi di livello “epocale” è fuori discussione:¹⁴⁴ le testimonianze sono tante, dal licenziamento di milioni di persone al fallimento di importanti banche, dagli interventi correttivi delle Banche Centrali alle ultime (anche di una lunga serie) riforme del mercato finanziario, primariamente nordamericano. Ad esempio, le recentissime volute dal Presidente degli Stati Uniti, Barack Obama (il c.d. *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 21 luglio 2010).

È noto che nella crisi, gli strumenti finanziari derivati hanno rivestito un ruolo centrale, prestandosi perfettamente – insieme alle cartolarizzazioni del debito – come dispositivi idonei al trasferimento di rischi dal mercato di capitali al mercato finanziario (c.d. *credit risk transfer: crt*).¹⁴⁵ In sostanza, i *derivatives instruments*, e in particolare i derivati di credito quali i *credit default swap*, sono stati il veicolo attraverso cui le banche che avevano elargito mutui *subprime*,¹⁴⁶ vale a dire mutui ad alto rischio di insolvenza,¹⁴⁷ hanno trasferito, sotto forma di titoli cartolarizzati (*securitizations*), tale rischio su altri soggetti, spesso piccoli investitori (c.d. clienti e mercato *retail*).¹⁴⁸

Così, quando i debitori dei mutui *subprime* hanno iniziato a non pagare, l’effetto negativo si è riverberato sui detentori dei *credit default swap*, che a loro volta non sono stati più in grado di fare fronte ai propri debiti. E così via in una reazione a catena.

¹⁴⁴ A. Nigro, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, I, 13; R.J. Shiller, *Finanza shock*, Egea 2008.

¹⁴⁵ E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2009, 666 ss.

¹⁴⁶ Sulla attuale crisi e sul ruolo dei mutui *subprime*, F. Capriglione, “Prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, 20 ss.

¹⁴⁷ *Prime* o *subprime* indicano la qualità di insolvenza del mutuatario: i contraente *prime* sono soggetti che presentano un basso grado di insolvenza; con il *rate subprime* invece ci si riferisce a soggetti che hanno un più alto grado di insolvenza.

¹⁴⁸ Per mercato *retail* si intende “Mercato sul quale operano investitori persone fisiche che effettuano operazioni di controvalore relativamente contenuto e motivato prevalentemente da esigenze di investimento”, in www.borsaitaliana.it/bitApp/search.bit?target=search&as_epq=Mercato Retail&go=y.

È doveroso sottolineare che, anche se il ruolo dei derivati è stato centrale, esso non è stato esclusivo; molti autori e addetti ai lavori segnalano, tra le altre concause, il fallimento delle politiche di controllo,¹⁴⁹ il malfunzionamento del ruolo delle agenzie di *rating*,¹⁵⁰ la mancanza di trasparenza di strumenti finanziari derivati che comportavano altissimi rischi di perdite, unito alla malafede degli intermediari nella vendita di tali strumenti.

La situazione si è poi aggravata subito dopo l'esplosione dei primi scandali poiché si è assistito a una perdita di fiducia degli investitori nei mercati finanziari con conseguente fuga da essi.¹⁵¹

Un altro “scandalo derivati”, spesso trattato unitamente alle problematiche nascenti dalla odierna crisi e che invece merita di essere menzionato separatamente, considerata la natura pubblicistica degli investitori e dei capitali investiti, è dato dalla sottoscrizione di strumenti finanziari derivati da parte di enti locali.¹⁵²

La vicenda è nota: enti locali hanno sottoscritto con banche derivati che in molti casi si sono rivelati pesantemente sperequati a favore di queste ultime, con conseguenti forti perdite nel bilancio degli enti investitori.

In realtà, il fenomeno non era nuovo alla cronaca: già nel 1994, in California, la Contea di Orange dovette ricorrere alla procedura di fallimento per aver

¹⁴⁹ Rileva Saccomanni: “la crisi è originata in segmenti non regolamentati del sistema finanziario statunitense e il suo impatto è stato amplificato dall'eccessivo grado di *leverage* complessivo, alimentato anche dall'azione di soggetti non sottoposti a vigilanza. L'idea che segmenti non regolamentati del mercato potessero favorire l'innovazione finanziaria e aumentare le pressioni competitive e l'efficienza dei soggetti vigilati senza pregiudizio per la stabilità si è rivelata fallace”, *Nuove regole e mercati finanziari*, in

www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_md/saccomanni_190109/saccomanni_190109.pdf, 2; sulla mancanza di regole su i derivati creditizi, E. Barcellona, *op. cit.*, *passim*, spec. 666 ss. e 688.

¹⁵⁰ Sulle agenzie di *rating* cfr. L. Picardi, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Contratto e Impresa*, I, 2009, 713 ss.

¹⁵¹ Sul punto, Capriglione, “*Prodotti*” di un sistema finanziario evoluto. *Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime*, *cit.*, *passim*.

¹⁵² Sul punto, *ex multis* de Iuliis, *op. cit.*, 391 ss. e ivi bibliografia; cfr. anche il sito www.disastroderivati.it.

sottoscritto un contratto derivato che aveva causato la maturazione di un debito di 1,5 miliardi di dollari.¹⁵³

La peculiarità della situazione italiana è però data dalla ampia diffusione del fenomeno, diffusione che ha portato a una inchiesta parlamentare,¹⁵⁴ e alla emanazione di un decreto legge, il n. 112 del 25 giugno 2008, convertito con la l. n. 133 del 6 agosto 2008, che vieta per gli enti locali la sottoscrizione di strumenti finanziari derivati, a meno che essi non perseguano finalità di copertura.

Deve poi anche essere segnalato come, alla sottoscrizione di un derivato da parte di un ente pubblico, deve essere allegata l'attestazione scritta del soggetto competente "*di aver preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi*".

Come ha rilevato autorevole dottrina: "non è malizia ritenere che non sarà facile trovare il funzionario pubblico entusiasta all'idea di sottoscrivere una dichiarazione siffatta".¹⁵⁵

Ad oggi, pare che il contenzioso tra enti locali e intermediari finanziari debba ancora manifestarsi in tutta la sua portata, anche perché si tratta di contratti a esecuzione differita e periodica i cui effetti quindi saranno esattamente percepibili nei tempi a venire.¹⁵⁶

¹⁵³ *Orange County Goes Bust*, in *Time Magazine*, 19 dicembre 1994, in www.time.com.

¹⁵⁴ Sul problema, diffusamente, Girino, *I contratti derivati*, cit. 2010, 391 ss. V. inoltre, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, con pubblica documentazione delle audizioni in

www.senato.it/leg/16/BGT/Schede/ProcANL/ProcANLScheda16570.htmv, indagine conoscitiva della XVI legislatura. Si vedano anche: *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, 16/12/2004, in www.bancaditalia.it/interventi/altri_int/2004/Audizione_Frasca.pdf

Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, audizione del funzionario generale della Consob, dott. A. Rosati, 12/1/2005, in *Banca Borsa titoli di credito*, I, 2005, 213 ss.; *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati* audizione del presidente dell'ABI, 8 novembre 2007, in www.abi.it/doc/124705208151100_g__servizi_1.pdf

¹⁵⁵ Così De Nova, *op. cit.*, 106.

¹⁵⁶ Sul tema, si segnala la sentenza n. 5244/2009 del Tribunale di Bologna, pubblicata sul sito www.ilcaso.it, con nota di L. Zamagni e G. Cedrini, *Swap ed enti locali: note critiche a*

9. La funzione economica perseguita dagli *swap* e dagli altri contratti derivati. La così detta “leva finanziaria”, i suoi effetti.

Gli economisti spiegano le funzioni perseguite dagli *swap* e dagli altri strumenti finanziari derivati riconducendole a tre diverse finalità:

i) *hedging* (o copertura): la volontà di proteggersi da un rischio. Una operazione di protezione da un pericolo di perdita “si realizza mediante l’acquisto o la vendita di uno più contratti derivati [...] il cui valore dipenda dalla medesima fonte di rischio che influenza il valore della posizione da coprire”¹⁵⁷ o un fattore a esso legato.¹⁵⁸

Ipotizziamo che un investitore abbia ottenuto un mutuo dalla banca per centomila euro e che egli debba restituire la somma a rate oltre agli interessi calcolati su un tasso variabile. Per cautelarsi contro l’aumento dei tassi variabili, egli potrà stipulare un contratto di *interest rate swap* con la stessa banca mutuante o con un altro soggetto, in forza del quale il mutuatario si impegna a pagare su una somma di centomila euro (nozionale) un interesse fisso del 3% mentre la sua controparte corrisponderà, tenendo come base la medesima somma, una rata equivalente al tasso variabile. Al termine dell’intera operazione economica, il mutuatario ha cambiato il tasso variabile del suo mutuo in un tasso fisso, così mettendosi al sicuro dalle oscillazioni cui prima era esposto;

ii) speculazione (o *trading*) che è la volontà di porre in essere “strategie finalizzate a realizzare un profitto basato sull’evoluzione attesa del prezzo dell’attività sottostante”;¹⁵⁹ qui l’esempio può essere il medesimo di cui al punto i), ma l’attenzione deve essere volta alla controparte del mutuatario. Può essere che questa non abbia un patrimonio da proteggere ma, confidando nella

Tribunale Bologna 14/12/2009 sulla qualificazione dell’up front e l’interpretazione della dichiarazione di operatore qualificato, in www.ilcaso.it.

¹⁵⁷ www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Hedging.

¹⁵⁸ Sul punto cfr. Geretto, *op. cit.*, 12 ss. In particolare, sull’utilizzo dei contratti *future* come copertura, 13, nota 24.

¹⁵⁹ www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=StrumentiFinanziariDerivati; cfr. anche Geretto, *op. cit.*, 14 s.

diminuzione dei tassi sotto ad una certa soglia - nell'esempio il 3% - miri a lucrare sulla differenza tra tasso variabile (inferiore al 3%) e tasso fisso. Se infatti la sua previsione si avvera e il tasso variabile scende al 2%, egli riceverà un 1% di guadagno al termine dell'intero scambio;

iii) arbitraggio: come il *trading* ha un fine speculativo, ma qui l'investitore "sfrutta un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello sottostante [...], vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato";¹⁶⁰ ovviamente questo è un concetto che non ha nulla a che vedere con il concetto di arbitraggio previsto nel nostro codice civile (art. 1349), atteso che allude a una complessa operazione economica composta da più acquisizioni e vendite.

Si riporta un esempio: una opzione è quotata 150 dollari nel mercato di Chicago e 100 sterline nel mercato di Londra. Se anche il cambio è favorevole (quindi in un rapporto inferiore di 1£:1,5\$), è possibile acquistare l'opzione a Chicago e rivenderla a Londra. La differenza con la speculazione è che il guadagno non è basato sullo scorrere del tempo, ma su differenze createsi nello stesso momento in diversi luoghi (ad esempio mercati diversi).

L'"arbitraggio" più che riguardare lo studio dei derivati dal punto di vista giuridico, è inerente alla compravendita in luoghi diversi di strumenti finanziari e quindi è richiamato in questo studio più per propositi di completezza che di aderenza alle problematiche inerenti i contratti *swap*.

In generale, non sempre le funzioni di copertura, speculazione e/o arbitraggio sono facili da individuare singolarmente. Esse solitamente riguardano le ragioni per cui le parti pongono in essere il contratto (o negoziano lo strumento finanziario), per cui può benissimo accadere, e spesso accade, che in un contratto di *swap* non si sappia affatto la ragione per cui è stato posto in essere. Oppure

¹⁶⁰www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=StrumentiFinanziariDerivati. Sulle tre finalità, cfr. anche Oldani, *op. cit.*, 18 ss.

che le finalità perseguite risultino talmente intrecciate che nel merito risulti impossibile definirle o isolarle.

In queste prime note introduttive allo studio degli *swap*, rimane un ulteriore profilo da richiamare. Si tratta di un principio economico la cui conoscenza è imprescindibile per una analisi dei derivati: la leva finanziaria e il suo effetto.

Uno dei vantaggi dell'utilizzo dei derivati, e in particolare degli *swap*, è costituito dal fatto che si può ottenere il medesimo risultato che si conseguirebbe con il reale investimento del capitale, senza bisogno di eseguire tale investimento. Richiamando l'esempio di poco sopra, l'investitore che vuole ottenere interessi su centomila euro non deve investire tale cifra ma è sufficiente che la richiami nel contratto di *swap* come valore nozionale.

Questa non necessaria corrispondenza tra capitale investito e ammontare di un investimento è alla base del concetto di leva finanziaria, che è la “possibilità di effettuare un investimento che riguarda un elevato ammontare di risorse finanziarie con un basso tasso di capitale effettivamente impiegato”.¹⁶¹ Così l'impiego di derivati permette all'investitore di “acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto” beneficiando in questo modo “di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel prodotto sottostante”.¹⁶² Tale beneficio è l'effetto leva.

Rispetto agli investimenti non caratterizzati dalla leva, si ha una discrasia tra il valore del capitale investito e quello delle posizioni realmente assunte nel mercato, rendendo possibili forti guadagni pur a fronte di piccoli capitali investiti.

¹⁶¹www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=EffettoLeva.

Fondamentale anche la spiegazione seguente: “La leva finanziaria è espressa dal rapporto tra il valore delle posizioni aperte ed il capitale investito. Gli strumenti finanziari derivati consentono all'investitore di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e di beneficiare, grazie all'effetto leva, di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante”. Sul punto cfr. Oldani, *op. cit.*, 20. s.

¹⁶² F. Reali, *I contratti di Credit Risk Monitoring*, Perugia, 2005, 188.

Deve essere chiaro che la leva funziona in tutti e due i sensi, per cui vi possono essere forti guadagni, ma anche ingenti perdite, logicamente ben maggiori del capitale investito. In altri termini, anche a fronte dell'impiego di una somma limitata, l'investitore può trovarsi non solo a dovere fronteggiare la perdita di essa, ma anche a una forte esposizione del proprio patrimonio.

Il concetto non è di facile comprensione per un soggetto inesperto e spesso gli investitori possono non comprendere immediatamente i rischi che la leva implica, anche a fronte di esigui capitali impiegati. Proprio per questo il regolamento sugli intermediari emanato dalla Consob con la delibera n. 16190 del 2007 (d'ora in avanti, semplicemente, reg. Consob 16190/2007) si cura all'art. 31, comma secondo, lettera *a*) di imporre agli intermediari, tra gli obblighi informativi, anche quello di spiegazione dei rischi connessi all'effetto leva e della sua incidenza, all'art. 38, lettera *c*), impone la segnalazione nel contratto di gestione del portafoglio della possibilità che il patrimonio dell'investitore sia soggetto all'effetto leva e, in tal caso, impone all'intermediario obblighi di rendiconto più frequenti (mensili, *ex art.* 54, comma terzo, lettera *c*).¹⁶³

10. I contratti derivati all'interno di operazioni finanziarie.

Abbiamo analizzato come i contratti derivati siano da considerare una categoria che ha più rilievo economico che giuridico. Abbiamo anche osservato che i derivati sono stipulati perseguendo fini di copertura, speculativi o di arbitraggio (che sempre speculativi sono).

¹⁶³ Il previgente regolamento sugli intermediari contenuto nella delibera Consob n. 11522 del 1998, conteneva all'art. 41, comma secondo, una definizione di leva finanziaria: “[a]i fini della definizione delle caratteristiche della gestione, per leva finanziaria si intende il rapporto fra il controvalore di mercato delle posizioni nette in strumenti finanziari e il controvalore del patrimonio affidato in gestione calcolato [...]”.

Spesso si spiegano i derivati come accordi che sono stipulati all'interno di più complesse operazioni economiche, tanto che è stato recentemente osservato: "non si capisce il contratto derivato se lo si prende da solo".¹⁶⁴

Ci si deve quindi chiedere quale sia il rapporto tra singolo derivato e situazione in cui esso matura. Intendendo con quest'ultima dizione o una complessa operazione finanziaria, oppure il singolo negozio su cui insiste il derivato.

Con operazione "finanziaria" ci si riferisce a "quella che tra le parti (che non devono essere necessariamente due) è programmata in modo da iniziare e terminare con il "danaro"". ¹⁶⁵

Trattasi di un rapporto giuridico che può essere costituito da più di due soggetti ed è sicuramente costituito da più negozi giuridici e quindi complesso sia dal punto di vista soggettivo sia oggettivo; ne è un esempio il rapporto tra intermediario e investitore: il primo può porre in contatto, il secondo con un altro contraente, o può fungere egli stesso da controparte.

Nel rapporto poi solitamente sono stipulati più negozi che mirano a far guadagnare del denaro, per cui si può parlare di operazioni complesse sia dal punto di vista soggettivo che oggettivo.

Con "sottostante" si intende generalmente il negozio a cui il derivato può fare riferimento; nell'esempio poco sopra richiamato, dell'*interest rate swap* stipulato per cambiare un tasso fisso di un mutuo in variabile, l'operazione è costituita dal contratto di mutuo più l'*irs*. Comunque lo si intenda, il rapporto tra derivato e sottostante ha il significato di una relazione tra il singolo accordo e altri negozi giuridici maturati nel medesimo contesto.

Questa stretta correlazione tra derivato e rapporto giuridico più ampio emerge spesso nella spiegazione dei derivati: in molti casi, ad esempio nei *currency swap* o sulle opzioni sui cambi, le definizioni sono date richiamando i problemi operativi che hanno ditte di *import/export* che si trovano esposte al rischio

¹⁶⁴ De Nova, *op. cit.*, 106.

¹⁶⁵ Ferro Luzzi, *Attività e "prodotti" finanziari*, cit., 134 ss.

cambio nel loro commercio con l'estero, così esaltando il collegamento tra derivato di copertura sul cambio e attività commerciale transfrontaliera.¹⁶⁶

La dottrina ha correttamente rilevato che, in relazione agli *swap*, il collocamento in un ambito di più ampio afflato del singolo contratto derivato permette di spiegare accordi nei quali le parti si scambiano somme di denaro, senza l'acquisto di altra ricchezza.¹⁶⁷

Quale è il legame giuridico tra il singolo derivato e l'operazione finanziaria? Lasciando per un attimo da parte il problema della possibilità di fare emergere la intenzione speculativa o di copertura nell'atto e così espressamente contestualizzandolo all'interno di operazioni più ampie, riteniamo - e con ciò condividendo la posizione assunta dalla dottrina maggioritaria - che questo legame abbia esclusivamente natura economica e non giuridica.¹⁶⁸

Tale esclusione del collegamento negoziale è spesso determinata dalle stesse parti che manifestano la volontà di non porre in essere alcun rapporto con altri contratti tra di esse intercorrenti. In questo caso, *nulla quaestio*: è lo stesso contratto a separare il singolo derivato dalla complessità del rapporto che consta di più negozi.

Ma anche qualora i contraenti del singolo derivato nulla dicano sul collegamento con una più ampia operazione economica, comunque sembra preferibile porre l'accento sulla singolarità del derivato, onde evitare di far "torto alla naturale attitudine del contratto di *swap*" – ma l'osservazione vale per tutti i derivati – "ad astrarsi ed astrarre dai negozi sottostanti", tenuto altresì conto che "l'applicazione allo stesso della tesi del collegamento negoziale contrasta con la ragione economica del contratto".¹⁶⁹

¹⁶⁶ Inzitari, *op. cit.*, 953 ss.

¹⁶⁷ In questo senso, Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 146.

¹⁶⁸ In questo senso, De Nova, *op. cit.*, 107; Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 130 ss.; Gilotta, *op. cit.*, 138.

¹⁶⁹ Cossu, *op. cit.*, 175 s.

Non pare vi sia quindi alcuna ragione giuridica per dover necessariamente esaminare i derivati in rapporto con altri contratti, considerato che la struttura dei primi può - e deve - essere analizzata isolatamente rispetto al contesto operativo in cui si collocano.

Cap. II. I contratti swap: schemi di regolazione e profili funzionali.

1. Lo swap. Premessa.

Nel primo capitolo abbiamo osservato che il tuf, utilizzando una tecnica nota nella legislazione finanziaria, richiama gli *swap* ma si astiene dal fornire una definizione di quali siano gli schemi contrattuali di riferimento.

È compito dell'interprete ricostruire la disciplina di questi contratti.

Preliminarmente, occorre chiedersi che valore abbiano i richiami che la legge opera agli *swap*, prendendo così posizione su di un problema sollevato da una parte minoritaria della dottrina, che, si è chiesta se i riferimenti ad alcuni aspetti degli *swap* nel dato positivo riescano a far guadagnare loro il "rango" di contratto tipico.

Chi risponde in modo affermativo, osserva come i diversi interventi legislativi, principalmente contenuti nel tuf, permettano una riconduzione "a sistema ed a configurare una disciplina legalmente tipica dello *swap*, sì che non si possa più continuare a collocarlo nell'ambito della tipicità sociale".¹⁷⁰

Questa ipotesi non è condivisibile: non solo la normativa primaria non si cura di descrivere quali siano le prestazioni nascenti dai diversi tipi di *swap*, ma comunque, i profili disciplinati sono settoriali e inerenti a un ambito ben preciso (il mercato finanziario) e a un particolare atteggiarsi dei contratti *swap* (essere anche strumenti finanziari derivati).¹⁷¹

Lo *swap*, quindi, non può definirsi un contratto tipico.¹⁷² Se mai è condivisibile quella dottrina che pur definendo il contratto di *swap* come atipico rileva che si tratta comunque di un contratto "nominato".¹⁷³

¹⁷⁰ de Iuliis, *op. cit.*, 399.

¹⁷¹ Nello stesso senso Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 100.

¹⁷² *Ex multis* Irrera, voce *Swaps*, cit., 318.

¹⁷³ G. Gioia, *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, II, 2209 ss. 2210; in realtà, la distinzione tra nominato e tipico non è pacifica. È stato, ad esempio, osservato come "[q]uando si parla di contratto tipico s'intende quindi contratto tipico legale o, con espressione equivalente, contratto

Come sopra accennato, si può affermare che nel silenzio della legge, il tuf si può riferire a tre schemi particolari:

i) *swap* come scambio di somme di denaro calcolate sul medesimo nozionale ma con parametri diversi;

ii) *swap* come corresponsione per una sola delle parti (indeterminabile *ex ante*) di una somma di denaro data dalla differenza tra il valore di due prestazioni astrattamente previste;

iii) *swap* come scambio di posizioni giuridiche rispetto a un evento futuro.

Occorre soffermarsi sul concetto che è postulato dalla elencazione appena riportata: la presenza di più contratti che recano il medesimo nome.

Se la dottrina dall'inizio degli anni novanta del secolo scorso assumeva gli *swap* come un tipo unitario, la giurisprudenza, chiamata di volta in volta a risolvere il caso concreto dedotto in contenzioso, si impegnava alla ricostruzione dei singoli contratti creando un *corpus* di giudicati su ogni singola tipologia di *swap*.¹⁷⁴

Con il passare del tempo gli autori che si sono confrontati sulla materia hanno cominciato a riflettere su diverse tipologie, complice sia la giurisprudenza sia la presa di coscienza che la prassi finanziaria continuava a inventare nuove fattispecie non più riconducibili a un unico schema.

nominato”, C.M. Bianca, *op.cit.*, 446. Se questo rilievo può avere portata generale, ai fini dello *swap* è corretto riferirsi a tali accordi come contratti nominati dalla legge ma certamente non tipizzati.

¹⁷⁴ Il riferimento è agli *swap* domestici e agli *interest rate swap*. La giurisprudenza cui ci stiamo riferendo è citata nei prossimi paragrafi. Si è osservato che: “[n]ella ricostruzione del tipo contrattuale descritto dalla norma in esame, si può tentare di individuare una figura unitaria a cui ricondurre i vari “prodotti” oppure sulla base dei vari tratti distintivi individuare autonome figure negoziali”, così E. Pagnoni, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 1077 ss., 1078. Alcuni autori parlano di *swap* come contratto singolo: de Iuliis, *op. cit.*, 392; Rossi, *op. cit.*, 602; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 120, parla di una matrice unitaria ma di diverse precisazioni. Sono per una pluralità di modelli: Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., *passim*, Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2403; M. Ferrario, *Domestic currency swap fini speculativi e scommessa*, in *Contratti*, 2000, 255 ss., 258 che afferma che si può parlare di più tipi ma non di una categoria indipendente.

A ben vedere, in questa fase dello studio non si dispone ancora di tutti gli elementi per fornire una risposta dettagliata alla domanda se sia possibile individuare ancora una matrice unitaria anche a fronte del moltiplicarsi di fattispecie. Si deve allora procedere alla analisi dei diversi tipi per poi cercare di capire se sia possibile una *reductio ad unum* dei modelli circolanti.

2. Gli *interest rate swap (irs)*.

L'*interest rate swap (irs)* è uno schema molto diffuso in Italia: generalmente è costituito da un accordo in forza del quale una delle parti si obbliga a corrispondere una somma calcolata a tasso fisso su un determinato ammontare (il nozionale), mentre l'altra parte si obbliga a corrispondere una somma quantificata, sul medesimo nozionale, ma sulla base di un tasso variabile;¹⁷⁵ il "nozionale" non si riferisce a una somma oggetto di scambio, ma è solo il riferimento di calcolo utilizzato per determinare il valore delle prestazioni.¹⁷⁶

Lo schema di base conosce moltissime variabili, come ad esempio, il *floating to floating interest rate swap*, che permette scambi di somme entrambe calcolate su tassi variabili (diversi), oppure il *fixed to fixed interest rate swap* in base al quale le parti, a date diverse, si scambiano somme basate su tassi di interessi fissi.¹⁷⁷ Solitamente, però, i contraenti si scambiano somme di denaro, una basata su di un tasso fisso e l'altra su di un tasso variabile.

I profili modificabili possono anche essere inerenti alla tempistica di corresponsione dei pagamenti: i contratti che prevedono per un contraente esborsi in un'unica occasione (all'inizio o alla fine) sono detti *zero coupon irs*;

¹⁷⁵ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 30 ss.; Gilotta, *op. cit.*, 135; Pagnoni, *op. cit.*, 1078 s.; Inzitari, *op. cit.*, 965; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 114 ss.

¹⁷⁶ In dottrina si è parlato di "funzione meramente contabile", così G. Catalano, "Swaps": pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana, in *Foro it.*, 1992, IV, 310 ss., 312.

¹⁷⁷ L. Balestra, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, 234, nota 102; Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 37.

se invece lo scambio di somme è basato su due pagamenti *una tantum* avremo un *double zero coupon irs*.¹⁷⁸

Di solito tutti questi contratti prevedono pagamenti incrociati alle medesime scadenze. In questi casi è molto diffuso l'utilizzo di clausole di compensazione, che permettono il pagamento delle sole differenze di valore tra le due prestazioni.

Perché le parti ricorrono al contratto di *interest rate swap*?

Si tratta di attagliare le generiche finalità di *hedging* o di *trading*, comuni a tutti i derivati, alle singole ipotesi di contratti *swap* di interessi; può ricorrere a questo tipo di contratti il contraente di un mutuo a tasso variabile che vuole tramutare il proprio tasso in fisso; oppure un soggetto, creditore in forza di altri titoli di un credito munito di tasso variabile e debitore di una somma gravata da tasso fisso, che vuole, tramite l'*irs*, allineare le due posizioni.¹⁷⁹

La frequente presenza di posizioni debitorie pregresse di almeno uno dei due contraenti dell'*irs* ha portato ad affiancare questo tipo di contratto all'accollo interno, istituito in base al quale un soggetto terzo al rapporto obbligatorio originario dichiara di accollarsi il debito, vincolandosi solo con il debitore e non coinvolgendo il creditore.¹⁸⁰ In questa ottica, le parti dichiarerebbero reciprocamente la volontà di accollarsi il debito costituito dagli interessi prodotti dalla debenza della controparte nell'*irs*.

Anche rifacendosi a quanto detto nel primo capitolo sulla stipulazione di derivati in contesti di più ampie operazioni economiche e ricordando che abbiamo concluso per una tendenziale irrilevanza giuridica dei collegamenti

¹⁷⁸ Gilotta, *op. cit.*, 135, nota 3 e Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 53 ss.

¹⁷⁹ Gilotta, *op. cit.*, 136; Pagnoni, *op. cit.*, 1079. Un esempio che esalta un profilo tecnico in Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 39 ss. Per una spiegazione del profilo economico degli *irs*: www.isda.org/educat/faqs.html#10; punti 10-12.

¹⁸⁰ Art. 1273 c.c.: in questo senso, Pagnoni, *op. cit.*, 1079; Girino, *I contratti derivati*, cit., 2001, 109 ss. spec. 112; nella edizione 2010, 67; *contra* Gilotta, *op. cit.*, 141, nota 26; quest'ultimo sottolinea come in questa ricostruzione la forzata emersione di un rapporto debitorio collegato, in realtà affatto necessaria, solleva particolari dubbi nel caso vi sia la presenza di un intermediario.

negoziali con i sottostanti o con altri contratti, sembra possibile negare decisamente questa tesi: non è possibile spiegare la struttura di un contratto esclusivamente sul presupposto che esso è stipulato in un contesto più ampio.

In altri termini, nell'ottica dello studio dello *swap*, non è affatto detto che esistano le pregresse posizioni debitorie e anche supponendo che esse siano sempre presenti, tale elemento non può certo essere la ragione per fondare uno schema contrattuale indipendente.

Il collegamento negoziale può anche esserci, ma se assente, lo *swap* ha l'attitudine a vivere di vita propria, per cui affiancarlo all'accollo, che invece può venire a esistenza esclusivamente in presenza di un debito originario, non è una impostazione condivisibile.

A tacere del fatto che se fosse accolto, si avrebbe come diretta conseguenza che il contraente dello *swap*, estraneo al debito, sarebbe travolto da tutti i motivi di invalidità dei quali può essere affetto il debito originario, cosa che invece non accade negli *swap*.

Altri autori hanno accostato l'*irs* alla permuta.¹⁸¹

È noto che tale contratto è disciplinato dal codice civile agli artt. 1552 ss.: “[l]a *permuta* è il contratto che ha per oggetto il reciproco trasferimento della proprietà di cose, o di altri diritti, da un contraente all'altro”.

Questa posizione teorica presuppone una lettura “atipica” dei passaggi di denaro che avvengono attraverso lo *swap*: a differenza di altri tipi contrattuali, quali compravendita, appalto e altri, la ricostruzione in parola non prevede il denaro come bene remunerativo in sé, ma come flusso di denaro modellato (in struttura, tempistica e quantità) secondo le esigenze delle parti.

In tale ottica, il contraente non ha interesse ad “alienare” la propria esposizione - ad esempio - alla variabilità del tasso verso un corrispettivo, ma mira a creare un impianto contrattuale che attenui o annulli la sua esposizione al pericolo (*hedging*), o lo arricchisca sulla base di mutamenti futuri (*trading*).

¹⁸¹ Rossi, *op. cit.*, 612 ss. *contra* Gilotta, *op. cit.*, 140 s.

In una visione d'insieme, il denaro scambiato in forza dell'accordo non è da considerare un mezzo di pagamento, ma una "utilità specifica" idonea a tradurre lo scambio di esposizioni finanziarie. Infatti, come è stato osservato, "il denaro scambiato non fungerebbe da prezzo, ma troverebbe la sua ragione di essere proprio nella disomogeneità finanziaria delle reciproche prestazioni pecuniarie, in ragione della diversità delle valute e/o delle scadenze delle obbligazioni stesse e/o solo dalla diversità dei parametri indicati".¹⁸²

Il distinguo per cui il denaro, non è corrispettivo per acquisire un diritto ma conseguenza dello scambio di posizioni giuridiche (scambio del rischio sulla oscillazione del tasso, ad esempio) pare assai suggestivo ma invero non portatore di significanti risvolti pratici.

Ha però il grande merito di fornire una chiave di lettura importante: nello studio degli *irs*, e invero di tutti gli *swap*, l'attenzione non va mai prestata alle somme di denaro che vengono trasferite in forza del contratto ma solo, ed esclusivamente, alla struttura del contratto che prevede uno scambio di pagamenti.

Ciò non significa però che si possa parlare di vera e propria permuta, tanto che anche chi ha effettuato tale accostamento non ritiene le due figure perfettamente sovrapponibili. Più precisamente, l'*irs* – il riferimento è stato esteso a tutti gli *swap*, ma può tranquillamente essere operato alla singola fattispecie – rappresenterebbe una sorta di "permuta finanziaria".¹⁸³

Malgrado la precisazione, l'accostamento non è condivisibile, perché si espone ai seguenti rilievi. Anzitutto si obietta come nella prassi finanziaria si liquidano le diverse posizioni attraverso la compensazione delle pretese (la clausola di compensazione o di *netting* come sopra accennato): si sostiene infatti che tale meccanismo elimina lo scambio in fase esecutiva così che non è possibile parlare di permuta.¹⁸⁴

¹⁸² Rossi, *op. cit.*, 613.

¹⁸³ Rossi, *op. cit.*, 613.

¹⁸⁴ Gilotta, *op. cit.*, 142.

Ora, pur non condividendo l'ipotesi che l'*irs* sia paragonabile a una permuta finanziaria, non si può nemmeno fondare l'esclusione di tale ipotesi sulla base della esistenza della clausola di compensazione poiché anche se essa prevede un meccanismo che regolarmente elimina lo scambio in fase esecutiva, mutando uno scambio con una attribuzione unilaterale, non sembra che la clausola stessa sia idonea a mutare la struttura dell'accordo. Anche perché, ragionando *a contrariis*, se la clausola di *netting* fosse da considerare riconducibile alla struttura dell'accordo, comunque sarebbe possibile ricostruire questo *swap* come un contatto differenziale e non come una permuta.

I motivi che appaiono più fondati per rifiutare il paragone permuta-*irs* sono principalmente due: il primo è la "perfetta identità" dei beni; ne deriva che l'"appiattimento" della qualifica degli oggetti di scambio sarebbe diretta causa dell'impossibilità di individuare lo scopo perseguito dalle parti o l'utilità che essi otterrebbero dalla stipulazione di questi accordi.¹⁸⁵ Dire che l'*irs* è una permuta di denaro per denaro è una precisazione che non spiega molto stante la totale identità dei beni scambiati nel contratto.¹⁸⁶

Il secondo motivo è inerente al fatto che la permuta comporta un effetto traslativo incrociato oppure, se si ammette la possibilità di permuta di crediti, il passaggio di titolarità di alcune posizioni creditorie. In forza degli *irs* invece le parti si assumono, se mai, posizioni debitorie.

Non riteniamo quindi possibile operare un accostamento tra permuta pur se "finanziaria" e *irs*. Di tale accostamento, però, come sopra accennato, sembra sia ancora una volta da esaltare l'attenzione che si pone allo scambio che le parti pongono in essere.

¹⁸⁵ de Iuliis, *op. cit.*, 401; Gilotta, *op. cit.*, 142.

¹⁸⁶ Si è osservato in dottrina che "[l]a permuta può intercorrere direttamente tra due monete (ad es. tra due diverse monete per il valore intrinseco od artistico di entrambe); ma si avrà vendita se una delle monete funga da misura del valore dell'altra" P. Greco – G. Cottino, *Della vendita*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scaloja – G. Branca, Bologna, 1981, 2. Come facile constatare non c'è riferimento allo scambio denaro per denaro (se non per valore intrinseco o artistico).

Si tratta di uno dei principali motivi per cui gli *swap* destano interesse (e timore): mentre nella maggior parte dei contratti si dà un prezzo a un diritto (o a un bene) (compravendita – diritto di proprietà, appalto realizzazione dell’opera, locazione godimento di un bene e – se si vuole – permuta, bene per bene) con gli *irs* si aliena una posizione debitoria contro un’altra posizione debitoria. La volontà delle parti non è tesa a patrimonializzare un bene, ma a “esternalizzare” una posizione che si ritiene più svantaggiosa rispetto a quella che si va ad assumere. Logica del tutto diversa da quella cui il civilista è solito obbedire.

Si rinvia ai prossimi paragrafi l’accostamento dell’*irs* a contratti quali la scommessa oppure l’assicurazione, poiché argomenti comuni a tutte le fattispecie di *swap*. Qui, concludendo sulla descrizione dei contratti in commento, sembra possibile affermare che l’*irs* non ha eguali cui può essere assimilato nel diritto positivo e che quindi sia da considerare un contratto atipico,¹⁸⁷ consensuale, a prestazioni corrispettive e a effetti obbligatori, in forza del quale le parti si obbligano a scambiarsi pagamenti, determinati sulla medesima base ma con parametri diversi.

La diversificazione dei parametri è elemento essenziale della causa perché è ciò che giustifica lo scambio di un bene, il denaro, per un bene identico, uguale nella sostanza ma diverso nella sua predeterminazione.

Il modo più semplice per provare questa affermazione passa da un ragionamento “per assurdo”. Ipotizziamo di poter definire un *irs* semplicemente come uno scambio di somme identiche, magari anche scandito con tempistiche diverse per le parti. Così, ad esempio, Tizio e Caio stipulano un accordo della durata di due anni in forza del quale il primo si impegna a dare al secondo il 10% di €100.000,00 il 15 di ogni mese mentre Caio si impegna a corrispondere a Tizio la medesima cifra il 28 di ogni mese. Ora, a meno che non sia provato in

¹⁸⁷ Nello stesso senso, Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 181 ss.; P. Bontempi, *Gli obblighi di trasparenza dell’intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap*, in *NGCC*, 2008, I, 337 ss., 353; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 99 s.; R. Agostinelli, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1991, II, 437 ss., 441.

qualche modo la diversità delle due rate (mutamento del valore durante i 13 giorni di distanza) non sembra che il contratto ipotizzato possa essere definito come un *irs*, ma come una concatenazione di mutui (consegna e perfezionamento il 15 e restituzione il 28).¹⁸⁸

L'esempio è utile per esaltare ancora la peculiarità dell'*irs*: la fase di adempimento (in essa compresa la possibilità di compensare i pagamenti inserendo clausole di *netting*) non è primaria quanto le tempistiche o le modalità di calcolo di tali somme, che sono piegate alla volontà delle parti col fine (economico) di proteggersi da un rischio (se già esposti prima della stipulazione) o di assumerselo (se invece inizialmente estranei a esso).

3. Possibili “variazioni sul tema” degli *irs*: i *currency swap (cs)* e gli *interest and currency swap (ircs)*.

Oltre all'*irs*, vi sono anche altri modelli di *swap* circolanti in Italia e nei mercati finanziari internazionali che possono essere studiati alla luce dello schema analizzato nel precedente paragrafo.

È utile assurgere lo schema dell'*irs* a modello sia perché attualmente è il più diffuso nei mercati italiani, sia perché la sua struttura, relativamente semplice, costituisce il minimo comune denominatore di tutti i contratti che si analizzeranno nel presente paragrafo. Si tratta di accordi che possono essere considerati “variazioni sul tema” dello schema degli *irs*. Ci riferiamo ai *currency swap (cs)* e agli *interest rate and currency swap (ircs)*.

In forza di un *cs*, due parti, residenti in paesi diversi, si impegnano a scambiarsi pagamenti periodici determinati sulla base di divise straniere rispetto al paese di residenza. Al momento della conclusione le parti possono anche consegnare le somme – in valuta estera – che fungono da riferimento, tali somme

¹⁸⁸ Di contrario avviso Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 56, che ponendo l'accento esclusivamente sullo scambio, sostiene la possibilità di incrociare due pagamenti identici ma in tempi diversi.

sono poi restituite al termine della vigenza del contratto.¹⁸⁹ Gli scambi all'inizio e alla fine della vita del contratto si chiamano *exchange* e *re-exchange*. Lo scambio iniziale (e finale) delle somme non è elemento essenziale del contratto, mentre lo è l'incrocio periodico di pagamenti in valute diverse.

Nello schema appena riportato e quindi ipotizzando che esista lo scambio iniziale e finale di somme, la scansione temporale è: i) reciproca consegna di somma di denaro in valuta diversa da quella del paese di residenza (è il capitale che fungerà da nozionale); ii) scambio di pagamenti periodici calcolati sul medesimo nozionale; iii) restituzione delle somme consegnate.

L'eventuale presenza della consegna di capitali costituisce la più sostanziale differenza con l'*irs* e deriva dalla discendenza dei *cs* dai *back to back loan* o *parallel loan*.

Questi ultimi sono mutui autonomi e incrociati, anche se il collegamento è prettamente economico, tra due società, residenti in nazioni con valuta corrente diversa, ciascuna interessata a ricevere una somma nella valuta ricevuta a prestito e una rendita da tale somma. L'operazione consiste in una "combinazione di due prestiti espressi in diverse divise [...] per un importo equivalente e durata coincidente".¹⁹⁰

Con l'introduzione del *cs* questa tecnica si affina e si riporta a un unico contratto, a prestazioni multiple, due distinti accordi.

Non solo, le parti iniziano a predisporre schemi nei quali non è più necessario trasferire il capitale ma ci si obbliga reciprocamente solo al pagamento periodico in valuta diversa. Insomma, attraverso complicati calcoli le parti creano una situazione identica a quella che avrebbero se fossero realmente in possesso del capitale.

¹⁸⁹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 47.

¹⁹⁰ Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2405; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 34 ss.; Girino, *I contratti derivati*, 2001, cit., 36.

La *reductio ad unum* di più accordi permette per ciascun contraente l'invocazione delle garanzie rimediali a tutela del sinallagma.¹⁹¹ Un esempio: se una delle parti non consegnasse il capitale iniziale in una operazione di *parallel loan*, l'altra potrebbe solo chiedere l'adempimento della prestazione ma, quale mutuante, sarebbe comunque costretta al pagamento della somma promessa a mutuo. Se invece le due somme dovessero essere consegnate in forza di un *cs* allora la parte adempiente potrebbe invocare l'*exceptio inadimplenti*.

Finora abbiamo volto l'attenzione allo scambio iniziale e finale dei capitali; se passiamo all'esame dello scambio periodico di somme, che è parte imprescindibile di ogni *cs*, l'assimilazione allo schema degli *irs* diventa pressoché totale. Mutano solo i sottostanti poiché non si è più connessi a interessi ma a valute.

Un *cs* può servire a una società esportatrice che abbia esposizioni in altra valuta, tali per cui essa si vuole assicurare un cambio fisso per un periodo di tempo. Ciò le permette di conoscere con certezza quale sarà il prezzo della valuta scambiata per il tempo del contratto. Si ipotizzi che la società Alfa, con sede a Firenze, esporti manufatti negli Stati Uniti, e che essa venga pagata in dollari. La società Beta, con sede in Chicago, esporta i suoi prodotti in Italia, ricevendo il corrispettivo in euro. Entrambe le società quindi ricevono pagamenti in valuta diversa da quella del paese di residenza fronteggiando a ogni pagamento la volatilità dei cambi. Poniamo che le stesse vogliano stipulare tra loro un contratto di *cs* della durata di cinque anni. Beta si obbligherà a corrispondere €10.000,00 ogni mese a fronte di un impegno di Alfa a corrispondere un corrispettivo fisso in dollari pari a €12.500,00 (se poniamo un cambio in rapporto €1,00=\$1,25).

È chiaro che a ogni pagamento uno dei due contraenti sarà quasi certamente in rimessa rispetto al cambio di quella data, ma al momento della stipulazione

¹⁹¹ Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2405.

entrambe le parti ottengono che per gli anni di durata dello *swap* il “loro” cambio Euro Dollaro sarà fisso e insensibile alle oscillazioni.

Preme richiamare un altro aspetto: non è detto che le somme scambiate debbano avere il valore reale rispetto al cambio, anche se si deve presupporre “una equivalenza generica tra il valore di mercato dei due capitali al momento della conclusione del contratto”.¹⁹² Ciò significa che esiste nella pratica un po’ di spazio per le parti di fissare un determinato cambio, ma questo non implica che esse possano liberamente determinare un tasso di cambio totalmente avulso dalla realtà.

Desterebbe sospetti di vario tipo un contratto di *swap* in cui le parti stabiliscono un cambio di €1=\$50,00, poiché totalmente slegato da una qualsiasi corrispondenza con la realtà. La precisazione non è solo utile sul piano teorico, ma anche su quello pratico perché è indice della funzione perseguita dal contratto in commento: un accordo per gestire i rischi di cambio isolando le prestazioni contrattuali dai pericoli derivanti dalla esposizione alle ordinarie oscillazioni di valore.

La tutela dal rischio di cambio, e quindi le finalità di copertura, non sono le uniche ragioni per cui le parti possono essere interessate a contrarre un *cs*. Nei *cs*, come in tutti i derivati, possono anche convergere volontà speculative; tanto più in questo ambito – le operazioni su rischio di cambio – dove si sono sempre avuti forti interessi a speculare.¹⁹³

Mentre vedremo che nella giurisprudenza italiana si sono accumulate una serie di decisioni sia sugli *irs* che sui *domestic swap*, non si sono rinvenute decisioni sui *cs*. La ragione potrebbe essere dovuta al fatto che i *cs*, contratti con parti residenti in paesi diversi, di solito sottostanno a regole di paese con legislazioni

¹⁹² Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 47.

¹⁹³ Sul punto, più inerente ai *cs*, Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., *passim*, spec. 2397 ss e 2399; più in generale sulle operazioni di rischio cambio P. Bernardini, *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Diritto comm. int.*, 1989, 13 ss.

più avanzate riguardo ai derivati (ad esempio lo Stato di New York) rispetto a quella italiana.¹⁹⁴

Se l'accordo di *swap* prevede, oltre allo scambio di somme anche quello di interessi, avremo un *ircs* o *cross-currency swap*: “un *cross currency swap* è un *interest rate swap* in forza del quale i flussi di cassa sono in valute diverse. Al momento della stipulazione di un *cross currency swap*, le controparti eseguono uno scambio iniziale dei capitali nozionali delle due valute. Durante la vita dello *swap*, ciascuna parte paga gli interessi (nella valuta dei capitali ricevuti) all'altra. E al termine dello *swap*, le parti operano uno scambio finale del capitale iniziale, scambiando l'incrocio iniziale al medesimo prezzo”.¹⁹⁵

Proviamo a chiarire con un esempio: “una parte, Alfa, consegna un milione di dollari all'altra, Beta, la quale contestualmente consegna 500.000 sterline (assumendo un cambio 1 sterlina = 2 dollari) e [Beta *n.d.r.*] si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del 10%) 100.000 dollari ogni anno per cinque anni ed a restituire un milione di dollari alla fine del quinto anno. Alfa si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del 15%) 75.000 sterline ogni anno per cinque anni e a restituire 500.000 sterline alla fine del quinto anno”.¹⁹⁶

Si può dire che in questo contratto in cui sono previste più obbligazioni, si fondono le strutture di due accordi: gli *irs* e i *cs*. Malgrado alcune differenze nelle modalità di attuazione (consegna delle somme all'inizio e alla fine del rapporto, pagamento in un'unica soluzione o scaglionato nel tempo), tutti e tre i contratti in commento hanno strutture similari, per cui la ricostruzione effettuata in tema di *irs* può essere ripetuta in riferimento a tutti gli accordi analizzati nel presente paragrafo: si tratta sempre di contratti consensuali, atipici, a prestazioni

¹⁹⁴ Sul punto, Carbone, *op. cit.*, *passim*; De Nova, *op. cit.*, 105.

¹⁹⁵ Tradotto da “A *cross-currency swap* is an *interest rate swap* in which the cash flows are in different currencies. Upon initiation of a *cross-currency swap*, the counterparties make an initial exchange of notional principals in the two currencies. During the life of the *swap*, each party pays interest (in the currency of the principal received) to the other. And at the maturity of the *swap*, the parties make a final exchange of the initial principal amounts, reversing the initial exchange at the same spot rate”, in www.isda.org/educat/faqs.html#22.

¹⁹⁶ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 30.

corrispettive, e a effetti obbligatori, caratterizzati dallo scambio nel tempo di pagamenti individuati da parametri diversi.¹⁹⁷

Si potrebbe ipotizzare che lo scambio di flussi di cassa calcolati in valute diverse potrebbe essere ricondotto alla compravendita. In questa ottica, uno dei capitali scambiati costituirebbe l'oggetto mentre l'altro il prezzo per tale oggetto. La ricostruzione non può essere accolta sia perché non si è in grado di determinare chi è l'acquirente e chi il venditore, considerato che entrambe le parti "comprano" il medesimo bene pagando, pur se in valute diverse, con beni della medesima entità. Si aggiunga che non si può nemmeno individuare l'esplicazione di un effetto traslativo sul bene.

In generale, il filo che unisce queste fattispecie è dato dal ruolo centrale che assume la volontà delle parti di porre in essere uno scambio, cioè di porre in essere una commutazione di posizioni, ottenuta attraverso minuziosi calcoli posti in essere per creare una realtà fittizia che permette alle parti la creazione di una situazione opposta e speculare rispetto a quella in cui esse si troverebbero senza la stipulazione di un contratto di *swap*.

Lo schema proprio degli *irs*, dei *cs* e dei *ircs* può anche avere ad oggetto un incrocio di somme calcolate sul valore di altri beni, quali merci azioni ecc. Come segnalato nel primo capitolo, i nomi dei diversi tipi di *swap* muteranno anche a seconda del sottostante che si prende a riferimento.¹⁹⁸ Un esempio è dato dagli *equity swap* in cui le parti si scambiano flussi di cassa calcolati su azioni, oppure i *commodity swap* in cui le oscillazioni sono legate invece al prezzo di una merce.

Dal punto di vista giuridico, muta il nome ma non lo schema di riferimento sicché, una volta accertatisi che lo schema creato dalle parti è quello di una serie di pagamenti incrociati calcolati sul medesimo nozionale ma con parametri

¹⁹⁷ Osservava un autore che mentre la struttura di questi accordi è "molto più complessa" dell'*irs* "nella sostanza, le cose non cambiano affatto: anche qui assistiamo allo scambio di due somme di denaro" così R. Agostinelli, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, 10 ss., 16.

¹⁹⁸ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2010, *passim*, spec. 111 ss.

diversi, non deve turbare troppo il profluvio di appellativi dati ai diversi contratti, rimanendo sostanzialmente immutati lo schema di base e la disciplina di riferimento,

4. I *domestic currency swap* (*dcs*).

Nello studio delle diverse tipologie di *swap*, allo schema appena richiamato degli *irs*, dei *cs* e degli *ircs* si affiancano i *domestic currency swap* (*dcs*).

Un *dcs* è un contratto che “intercorre fra due operatori nazionali, esportatore-creditore l’uno e importatore-debitore l’altro nella medesima valuta estera, i quali si impegnano a scambiarsi in moneta nazionale la differenza di cambio fra il momento del contratto e quello della scadenza”.¹⁹⁹

Le differenze con il *currency swap* e in generale, con i contratti *swap* finora incontrati, sono marcate: dal punto di vista soggettivo, entrambe le parti sono “residenti” nel medesimo paese e quindi, a differenza del *currency swap*, hanno l’interesse comune di ricevere il pagamento nella stessa valuta. Dal punto di vista oggettivo, la prestazione che nasce è unica poiché non vi è uno scambio di pagamenti.²⁰⁰

Per molti autori sembra imprescindibile il fatto che i *dcs* maturino all’interno di operazioni economiche più ampie e così li descrivono presentando come irrinunciabile presupposto che le parti siano anche debentrici in altri rapporti obbligatori in differenti valute.²⁰¹

Riteniamo che questo richiamo alle “situazioni pregresse” facilita la descrizione della fattispecie ma non è necessario per la ricostruzione dello schema alla base del contratto in commento, considerata la natura

¹⁹⁹ Galgano, *Trattato di diritto civile*, II, 777; in generale, cfr. anche Cossu, *op. cit.*, 168 ss.; Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 605 s.

²⁰⁰ Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 607.

²⁰¹ Inzitari, *op. cit.*, 957.

tendenzialmente economica, e non giuridica, del collegamento tra esposizione debitorie in valute estere delle parti e *dcs*.

Anche la cassazione, nella ricostruzione della fattispecie, non si riferisce alle situazioni soggettive importatore/esportatore, ma definisce il *dcs* come quel contratto con “il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito”.²⁰²

Storicamente, i *dcs* sono contratti sviluppatisi principalmente in Italia dove nacquero per aggirare il divieto di compravendita a termine di valuta in vigore fino alla fine degli anni ottanta del secolo scorso;²⁰³ con la liquidazione delle sole differenze, infatti, non si poneva in essere alcuna compravendita di valuta straniera. Infatti, con il contratto in parola, non è necessario l'acquisto o la presa in possesso di alcun capitale, ma relegando la oscillazione di cambio a parametro di individuazione della obbligazione si ottiene il medesimo risultato dell'acquistare, per poi rivendere, somme di denaro in moneta estera.

Lo schema si diffuse rapidamente e, malgrado l'intervenuta abrogazione del divieto,²⁰⁴ non si registrò una diminuzione dell'utilizzo di questi contratti che, al contrario, aumentò.²⁰⁵ Come nei *cs* e negli *ircs* – segnatamente quelli dove non c'è anche lo scambio iniziale e finale di capitali, anche “[n]el microcosmo creato dai rapporti bilaterali di *swap*, il mantenimento di un valore unitario e costante nel tempo” permette di cristallizzare il rischio cambio per le parti che in questo modo saranno immuni da future oscillazioni delle valute.²⁰⁶

Se l'effetto di fissare un prezzo per una determinata valuta estera è simile, la struttura contrattuale dei *dcs* e degli *ircs* è sensibilmente diversa. Come sopra

²⁰² Cass. 19/5/2005, n. 10598.

²⁰³ Il riferimento è all'art. 6, secondo comma, lettera c) d.P.R. 31/3/1988.

²⁰⁴ Effettuata in forza dell'art. 1, secondo comma, lettera e) del d.m. del 27/4/1990.

²⁰⁵ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 184.

²⁰⁶ Inzitari, *op. cit.*, 958 s.

accennato, infatti, nei *dcs* non vi è dualità di prestazioni, e i contraenti prestano il consenso a dare o ricevere la corresponsione della sola differenza tra due diverse misure.

In altri termini, non vi è un patto per porre in essere due pagamenti che rispecchino – ad esempio – interessi fissi o variabili, ma un accordo per liquidare esclusivamente le differenze tra due grandezze di denaro che le parti non hanno mai voluto scambiarsi e che rimangono sempre esclusivamente su un piano virtuale.

Deve però necessariamente essere anche sottolineato che, se a livello strutturale, questa differenza appare immediata e importante, sul piano pratico essa può essere impercettibile.

Abbiamo infatti rilevato che nella maggior parte dei casi, quando le parti stipulano *swap* che prevedono scambi di pagamento, esse includono negli accordi anche le clausole di compensazione che permettono di eseguire i due pagamenti esclusivamente versando la differenza.

Detto in altri termini, entrambe le tipologie di *swap* (*irs*, *cs* e *ircs* da un lato e *dcs* dall'altro) possono sostanzarsi nella esecuzione di un'unica prestazione, l'una però perché opera la compensazione tra due debiti liquidi, l'altra perché è il contratto che direttamente prevede una sola prestazione.

Alla comparsa di questi contratti, parte della dottrina li aveva inizialmente qualificati come compravendite a termine di valuta e quindi come contratti tipici. In base a questa impostazione ci si trovava di fronte “a una forma evolutiva interna all'originario tipo contrattuale, che viene in parte piegato a finalità diverse, o meglio ulteriori, rispetto a quelle tipiche”.²⁰⁷

²⁰⁷ R. Cavallo Borgia, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 406. La stessa Autrice, in un suo successivo scritto, critica la posizione assunta, precisamente Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2425.

Il *dcs* veniva letto come un contratto nel quale le parti, inserendo determinate clausole, piegavano gli effetti della compravendita a un loro preciso volere.²⁰⁸ Inoltre, si poneva l'accento sugli effetti dello scambio, identici a quelli di due compravendite, di segno opposto, una a termine e l'altra a pronto.

In questa ottica, la liquidazione delle differenze costituirebbe solo una peculiarità esecutiva. Nei *dcs* la natura di compravendita sarebbe prevalente e desumibile sia dalla struttura del contratto, sia dalla origine di questi accordi, nati, come abbiamo osservato poco sopra, per "sostituire" le compravendite a termine di valute.

Pur se supportata da autorevole dottrina,²⁰⁹ questa impostazione non appare condivisibile e malgrado fosse abbastanza diffusa alla comparsa degli *swap*, oggi non sembra più godere di ampio consenso.

Segnatamente, la ricostruzione non sembra condivisibile sia perché postula che il denaro espresso in valuta estera sia considerato come merce, aspetto invece da dimostrare, soprattutto quando si è in presenza di compensazioni il cui la valuta estera è solo parametro di calcolo, sia – e soprattutto – perché in un *dcs* non è

²⁰⁸ Si noti che anche se il *dcs* potesse essere considerato una compravendita, si sarebbe comunque di fronte a un negozio indiretto, figura con la quale i contraenti pongono in essere un contratto tipico volendo però degli effetti atipici. Più precisamente, è "il negozio volto al conseguimento di un risultato ulteriore che non è normale o tipico del negozio stesso"; Bianca, *op. cit.*, 458, L'esistenza di tale figura è negata da parte della dottrina sulla base della osservazione che l'intento ulteriore delle parti sarebbe un qualcosa relegato ai motivi, notoriamente estranei al profilo causale, per cui le parti hanno posto in essere il contratto, Gazzoni, *op. cit.*, 882.

²⁰⁹ Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, cit., 327; nello stesso senso, lodo arbitrale del 19/7/1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 559 ss. *spec.* 572 "lo Swap è riconosciuto come uno strumento economicamente e socialmente utile, anche se in certa misura aleatorio. Aleatorio, ma radicato nel modello della compravendita: e, come tutti i contratti per definizione corrispettivi e differenziali, anche lo Swap è produttivo di nuova ricchezza", il lodo è pubblicato con nota di G. Capaldo, *Contratti di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587 ss.

Posizioni più mediate parlano dello *swap* come un contratto atipico assimilabile alla compravendita, o alla permuta; sul punto, Irrera, voce *Swaps*, cit., 319. Anche riguardo alla teoria del negozio indiretto, si noti come Bianca osserva: "[s]toricamente il negozio indiretto ha segnato il decadere dello scopo tipico per cui originariamente era sorto un determinato strumento negoziale. Si tratta, precisamente, del fenomeno della utilizzazione nella pratica di figure giuridiche formali per soddisfare scopi nuovi e diversi rispetto a quelli per i quali le figure erano state create", *op. cit.*, 459. Qui però sembra che il ragionamento sia diverso, e se si vuole, opposto: le finalità sono le medesime ... è il mezzo con cui ci si arriva che muta.

possibile individuare alcun effetto traslativo su di un bene, sia, infine, perché manca la corrispettività tra le due prestazioni e quindi non si può realmente parlare di compravendita.²¹⁰

Scartata l'ipotesi di qualificare i *dcs* come compravendite, dobbiamo analizzare la possibilità di assimilare gli *swap* domestici al contratto differenziale; di quest'ultimo contratto si sono richiamati, pur se brevemente, i tratti essenziali nel primo capitolo. Nell'occasione, abbiamo detto che parte della dottrina nega l'esistenza di questo tipo di contratto, qualificando il differenziale come evento attinente alla mera fase esecutiva.

Se si accetta l'esistenza del differenziale come contratto, l'accostamento tra esso e il *domestic currency swap* pare fondato: le parti infatti prevedono una sola prestazione che sul piano "strutturale" è l'unica nascente dal contratto e che consiste nel pagamento della differenza di due valori.²¹¹

Si tratterebbe in particolare di una operazione differenziale semplice: un solo negozio in forza del quale le parti, non volendo scambiare pagamenti, prevedono direttamente che solo la parte a svantaggio della quale va il cambio sia obbligata al pagamento delle differenze.

La volontà di ottenere esclusivamente la differenza di valore tra due somme di denaro come unica prestazione del contratto è talmente preponderante e qualificante questa tipologia di accordi che in una decisione di una decina di anni fa si è ribaltato il procedimento logico di assimilazione dell'atipico (*dcs*) al tipico (compravendita a termine) e si è qualificato due compravendite a termine, di segno opposto, stipulate per ottenere una somma data dalla differenza come uno *swap* domestico.²¹²

²¹⁰ Ferrario, *op. cit.*, 261.

²¹¹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 195; Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 609.

²¹² Tribunale di Milano, 27/3/2000, in *Contratti*, 2000, 777 ss., con nota di E. Girino, *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, 786 ss.

In generale, le ragioni economiche per cui le parti possono porre in essere questi contratti sono, come per tutti i derivati, riconducibili o a finalità di copertura oppure speculative.

Così il *dcs* “può fornire una copertura dei rischi legati alle oscillazioni dei rapporti di cambio, specie per gli imprenditori che esercitano un’attività di importazione o di esportazione e devono sostenere i pagamenti in valuta estera in tempi diversi rispetto alla esecuzione delle prestazioni [...]. Esso può inoltre essere uno strumento di speculazione, quando le parti, o una parte, mirano ad ottenere un lucro come mero effetto della variazione di cambio, confidando (e rischiando) su un certo andamento della stessa o prevedendo un periodo di instabilità valutaria in suo favore”.²¹³

Peraltro alcuni autori segnalano come spesso in questi contratti è prevista anche una clausola contro la svalutazione.²¹⁴ Il rilievo potrebbe non avere molto significato e invece è un importante indice per comprendere non solo questo tipo di *swap*, ma anche tutti i contratti oggetto del presente studio: il prevedere la rivalutazione di una somma come se se ne fosse titolari, malgrado nella realtà essa rimanga su un piano assolutamente virtuale, è l’ulteriore riprova che le parti creano una situazione fittizia che con elaborati calcoli simula un reale scambio di capitali.

5. Cenni ai *credit default swap (cfs)*.

Vi è una terza tipologia di contratti *swap*, pacificamente non assimilabile a quelle appena descritte che è costituita dai *credit default swap (cfs)*. Accordi ascrivibili ai c.d. derivati di credito.

Storicamente essi appaiono solo in una fase successiva e rappresentano “l’ultima grande generazione di derivati finanziari”; i *cfs* fanno la loro

²¹³ Ferrario, *op. cit.*, 259.

²¹⁴ Inzitari, *op. cit.*, 964 s.

comparsa, prima sporadicamente alla fine degli anni ottanta per poi affermarsi pienamente verso la metà degli anni novanta del secolo scorso.²¹⁵

Il *cds* è “un contratto in forza del quale una parte, contro una somma ricevuta dall’altra parte, assume l’obbligo di effettuare una prestazione patrimoniale a favore di quest’ultima al verificarsi di un evento futuro e incerto legato all’inadempimento degli obblighi o all’aumento delle probabilità di inadempimento di un soggetto determinato nel contratto”.²¹⁶

La parte che è tenuta alla prestazione incerta (sia sotto il profilo della sua esistenza sia sotto quello della esatta portata) è detta *protection seller*; l’altra parte che versa un corrispettivo fisso alla ricerca di copertura in caso di inadempimento del debitore è detta *protection buyer*.

Lo schema appena richiamato costituisce una versione elementare dei *cds*, poiché può anche succedere che il *protection buyer* non sia titolare di alcun credito ma cerchi esclusivamente di guadagnare sul possibile inadempimento di un debitore verso un creditore di un rapporto obbligatorio cui egli è estraneo. Avremo allora un c.d. *naked credit default swap*.

Il debitore del debito “originario” cui sono legate le vicende del *cds* è chiamato ente di riferimento. L’evento può essere dei più vari, inerenti sia, in generale, al patrimonio del debitore, sia, nello specifico, al credito stesso (dichiarazione d’insolvenza, liquidazione della società, inadempimento parziale, etc.).²¹⁷

Ulteriore elemento da sottolineare, è che non deve essere necessaria correlazione tra l’ammontare del debito che costituisce il sottostante e l’ammontare del derivato stesso, per cui il *protection buyer* può stipulare più *cds*, perfettamente validi, anche per cifre che complessivamente superino il credito originario.

Proviamo a spiegare con un esempio: si supponga che Beta abbia un credito con Alfa di €100 e che tale rapporto obbligatorio sia preso a sottostante per una

²¹⁵ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 391 ss.

²¹⁶ Ruggeri, *op. cit.*, 228; Grazia, *op. cit.*, 1327 ss.

²¹⁷ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 401.

serie di *cds* con i quali – ipotizzando di non trovarsi di fronte ad un *naked cds* – Alfa cerca protezione contro un possibile inadempimento. Il fatto che Alfa debba solo richiamare l’evento inadempimento o fallimento di Beta, le dà la possibilità di cercare “protezione” oltre il valore della obbligazione originale. In teoria, Alfa potrà stipulare dieci contratti *cds* nei quali pattuirà con dieci diverse controparti, verso il corrispettivo di una somma fissa, l’eventuale pagamento dell’intero debito in caso di inadempimento/fallimento di Beta. In altre parole, se Beta non paga Alfa è (più che) soddisfatta perché otterrà comunque i €100 originari e anzi un capitale moltiplicato per dieci.

Il contratto derivato in commento ha come sottostante le vicende di un credito e ciò potrebbe far pensare di trovarsi di fronte a una figura affine alla cessione del credito, ma la differenza con esso è marcata: non vi è infatti una successione dal lato attivo del rapporto obbligatorio, ma solo un passaggio del rischio di inadempimento dello stesso. L’accostamento non è forse del tutto infondato sotto il profilo prettamente economico, poiché in entrambe le figure abbiamo il trasferimento del rischio inadempimento: il creditore cedente (nella cessione) o *protection buyer* (nel *cds*) comunque otterranno il soddisfacimento del credito. Tuttavia, come facilmente intuibile “fra una vendita “virtuale” e una “vendita reale” c’è una notevole differenza”.²¹⁸

I *cds* sono trattati esclusivamente al di fuori di mercati regolamentati e quindi si parla sempre di derivati *OTC*. I motivi per cui le parti ricorrono ai *cds* sono, come per tutti i derivati, o di protezione, o di speculazione. Questo ultimo motivo è manifesto, ad esempio, nei *naked cds* dove la parte chiamata *protection buyer* (e quindi acquirente la copertura) non ha alcuna relazione con il debitore e quindi non ha alcuna necessità di protezione, ma confida solo di guadagnare dall’accadimento (o non accadimento) dell’evento legato all’ente di riferimento.

Quanto alle ragioni di tutela dai rischi del credito, i due accostamenti più comuni sono alla assicurazione e alla fideiussione. Del primo parleremo tra

²¹⁸ E. Barcellona, *op. cit.*, 658.

poco, poiché profilo che può essere trattato in riferimento con tutti gli *swap*; sul secondo invece, pare più opportuno soffermarsi in questa sede, poiché la funzione di garanzia del credito permette di accostare l'istituto della fideiussione ai *cds* più che agli altri *swap* sopra analizzati: in entrambi i casi infatti, il creditore conserva la sua qualifica e aumenta le possibilità di soddisfacimento del proprio credito moltiplicando il numero dei debitori.

Preliminarmente si nota che vi sono dei casi in cui risulta assolutamente impossibile accomunare le due figure. Ci riferiamo ai *naked cds*: in essi infatti il *protection buyer* non è parte nel rapporto obbligatorio con il debitore originario e quindi non può certamente rientrare nella definizione di fideiussione di cui all'art. 1936 c.c.: “È fideiussore colui che, obbligandosi personalmente verso il creditore, garantisce l'adempimento di una obbligazione altrui”.

Ma anche se il fideiussore coincidesse con il *protection seller* comunque vi sono altre differenze che non permettono accostamenti: anzitutto nel *cds* non c'è una relazione “giuridica” col sottostante, il che significa che, mentre il debitore può ottenere fideiussioni solo pari al suo credito originario, il *protection buyer* può, verso corrispettivo, moltiplicare infinitamente la protezione della sua posizione.²¹⁹

Inoltre, la fideiussione ha carattere accessorio rispetto alla obbligazione principale mentre le obbligazioni nascenti dal *cds* hanno totale indipendenza dal debito originario. Ciò implica che non trovano applicazione tutte le regole del codice che derivano dalla connessione tra la obbligazione del fideiussore e quella garantita; fra le varie, le più importanti sembrano essere: opponibilità del fideiussore delle medesime eccezioni che potrebbe sollevare il debitore (art. 1945 c.c.) e nessuna possibilità di surrogazione da parte del *protection seller* come invece nella fideiussione (art. 1949 c.c.).²²⁰

²¹⁹ E. Barcellona, *op. cit.*, 659 ss.

²²⁰ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 401 ss.

Sempre nel medesimo ambito, in dottrina si è anche osservato come “mentre la validità della fideiussione dipende dalla validità dell’obbligazione principale (art. 1939 c.c.), tale profilo è irrilevante nel *credit default swap*, dove la validità dell’obbligazione dell’Ente di Riferimento non incide affatto sulla validità del contratto che ad essa si riferisce”.²²¹ Ora, se si ritiene condivisibile i rilievi precedenti non si ritiene invece affatto fondato l’ultimo appena riportato: quantomeno la validità della obbligazione da cui si fa derivare il valore di una prestazione, altrimenti si verrebbe a creare una inconcepibile *fictio iuris* per cui con un *cds* si trasferisce il rischio di inadempimento di una obbligazione, poniamo nulla, che per l’ordinamento è *tamquam non esset* e quindi inesistente e mai esistita. Pare fondato ritenere che in questo caso il *cds* sarebbe nullo per mancanza di causa considerato che il rischio di inadempimento non è mai venuto a esistenza.

Un altro accostamento possibile potrebbe essere effettuato con l’espromissione, ma anche questa similitudine non regge considerato che il *protection seller* si vincola non a un debito altrui, ma ad un debito “nuovo e proprio”.²²²

In generale, la struttura di questi accordi non permette una riconduzione a un contratto tipico.²²³ I *cds* sono quindi contratti atipici, incentrati sullo scambio di prestazioni di cui una certa e l’altra incerta nel suo verificarsi e nel *quantum*. Tale incertezza deriva dalle vicende legate a un credito che rimane assolutamente estraneo allo scambio.

Non è questa la sede per analizzare i risvolti, sia positivi sia negativi, che questi contratti hanno portato al mercato finanziario. Non si può però non dare conto delle tante voci che indicano la mancata regolamentazione del mercato *cds* come una delle maggiori ragioni della attuale crisi; come sopra sottolineato, il

²²¹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 402.

²²² Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 403 e 410.

²²³ Pone il dubbio di un possibile accostamento alla *emptio spei*, Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 408 s.

fatto che i *cds* debbano avere, in definitiva, solamente un riferimento prettamente nominale al debito originario, permette una moltiplicazione della protezione che, nel caso di *naked derivatives*, si traduce in una possibilità pressoché infinita di speculazioni.

Si è recentemente osservato come, mentre questi contratti erano limitati a una ristretta cerchia di operatori del mercato, dopo il 2008 essi “sono un nome familiare a tutti, sinonimo di speculazione incontrollata, avidità sfrenata e in un’ultima analisi instabilità di sistema”.²²⁴

Concretamente, gli effetti di un inadempimento di una obbligazione che funge da sottostante in un *cds* può condurre a conseguenze devastanti e incontrollabili, di portata ben superiore alla consistenza del singolo rapporto “garantito”. Nell’esempio di poco sopra, il mancato soddisfacimento del credito di €100 da parte di Beta porta al pagamento di €100 per i dieci *protection sellers*; così l’azione combinata del principio di scissione fra titolarità del credito e negoziabilità della sua protezione e la ripetizione potenzialmente infinita dell’operazione permette il sorgere di una situazione incontrollabile.²²⁵

6. Sulla possibilità di una trattazione comune di tutti gli schemi di *swap*.

Pur se solo per cenni, abbiamo richiamato le principali caratteristiche dei *credit default swap*. Si è constatato di essere di fronte a contratti completamente diversi dagli *irs*, dai *cs*, dalle loro combinazioni e infine dai *dcs*.

In modo trasversale alle tre strutture si pone solo il termine *swap*.

La repentina diffusione di nuovi schemi contrattuali ha creato una grande confusione terminologica, per cui al medesimo termine sono riportate diverse operazioni economiche che hanno tra loro poco in comune, presentando

²²⁴ L. Zingales, *CDS sotto accusa*, in www.ilsole24ore.com/art/economia/2010-07-27/sotto-accusa-103333.shtml#continue, del 30/7/2010.

²²⁵ Sul punto, E. Barcellona, *op. cit.*, 661; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 395 ss.

“strutture giuridiche totalmente difformi”.²²⁶ Forse si può trovare un fattore comune nel concetto di scambio, astrattamente inteso (scambio di denaro ma anche scambio di posizioni giuridiche rispetto a un evento).

Ma la terminologia comune e l’idea di scambio sottesa a tutti questi contratti (e a molti altri!) non sembra possa permettere una ricostruzione unitaria di un tipo contrattuale *swap*.

Vi è poi anche un problema di opportunità; se si riuscisse, “forzando un po’ la mano” a tracciare i confini di una categoria dai profili armonici comunque ci si troverebbe di fronte a una nuova e più importante complicazione: la ingegneria finanziaria, spesso al fine di aggirare normative fiscali, valutarie e amministrative,²²⁷ (ha creato e) continua a creare diversi tipi di contratti *swap*, per cui l’interprete non può rispondere opponendo a questa enorme, magmatica, mole di accordi, schemi unitari rigidi.

Dai diversi *swap* che si sono visti finora, conviene anzitutto escludere quelli riconducibili a derivati di credito. A parte la generica possibilità di tracciare comuni finalità con gli altri derivati, finalità però genericamente indicate (speculazione o copertura) e il termine *swap*, non è possibile accomunare i *cds* agli altri *swap* sopra analizzati e che possono essere raccolti intorno agli schemi individuati negli *irs* (scambio di flussi di cassa eventualmente compensati) e nei *dcs* (pagamento di una somma data dalla differenza di valori).

Gli *irs* e gli *swap* domestici sono infatti accordi nei quali le parti si obbligano a scambi periodici di somme di denaro calcolate su parametri diversi. Tale scambio può essere reale (*irs* e *cs*), oppure strutturato per ottenere il pagamento di una differenza di valori (*dcs*). Sia solo parametro di calcolo, o sia il motore dell’assetto del contratto, pur se a prestazione unica individuata “per differenze”, comunque lo scambio è l’elemento determinante i diversi tipi. Non sembra però

²²⁶ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 28.

²²⁷ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 20.

che tale elemento sia ravvisabile nei *cds*, dove manca un vero e proprio incrocio di prestazioni e dove la parte si assume un rischio verso un corrispettivo.

Salvo alcune osservazioni che possono essere estese anche agli *swap* appartenenti ai derivati creditizi, quindi, direi che l'analisi deve continuare solo in riferimento ai contratti che prevedono un vero e proprio scambio.

Proprio in riferimento ai *dc*s e agli *irs* - e sue "filiazioni" - pare condivisibile quella dottrina che imposta il problema riferendosi a una "matrice unitaria" anche se, di volta in volta, si devono fare delle distinzioni. Tale dottrina indica due peculiarità, che pur non riuscendo a unire sul piano strutturale gli *swap* domestici con gli *irs*, permettono la trattazione di aspetti che si pongono in modo trasversale: pagamenti incrociati ed entità di pagamenti calcolati su un nozionale.²²⁸ A questo si aggiunga che negli *swap* in parola, si sarebbe sempre in presenza di un accordo bilaterale e questo sulla base della osservazione che gli interessi dedotti in questi contratti sono sempre antitetici e speculari.²²⁹

7. Gli *swap* quali strumenti per la gestione del rischio.

In più passaggi abbiamo osservato come i derivati e quindi anche i tre tipi di contratti *swap*, siano strumenti impiegati per ottenere copertura oppure speculare su di un determinato evento.

È molto comune l'affermazione che entrambe queste finalità rientrino in quella che è comunemente chiamata "gestione del rischio".

Cosa si intende esattamente con il termine "rischio"?

Una definizione è: la "possibilità prevedibile di subire in un futuro prossimo un danno, una punizione, un evento negativo, un inconveniente o una perdita,

²²⁸ Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 120.

²²⁹ Sul punto, M. Mori, *Swap, Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, 329 ss.; si segnala il recente annuncio di una banca italiana di aver stipulato nel settembre scorso il primo *swap* trilaterale: www.informazione.it/c/594378C5-0520-4AE2-A442-7DCBC739B55A/Eseguito-il-primo-Interest-Rate-Swap-completamente-elettronico-con-tre-controparti.

specialmente relativa ai propri beni, all'integrità fisica o alla vita, come conseguenza del proprio comportamento o di difficoltà oggettive".²³⁰

Da questa definizione occorre evidenziare un primo profilo che è la prevedibilità del pericolo. L'evento (futuro e incerto) è comunque immaginabile; questa pare essere la tesi preferibile rispetto a quella contrapposta, secondo cui è possibile dividere tra rischio "statico" costituito da elementi prevedibili, e rischio "dinamico" causato, al contrario, da elementi inaspettati (terremoto, uragano etc.).²³¹

La tesi del rischio come esposizione a fatti prevedibili, permette una valutazione unitaria del concetto, ma soprattutto, l'esclusione di elementi assolutamente imprevedibili, implica che il rischio possa essere misurato e patrimonializzato (*periculum pecunia aestimatur*).²³² Si tratta di un principio economico e giuridico che si pone alla base della stessa esistenza dei derivati finanziari.

Un altro profilo che desta una certa curiosità nell'ottica dello studio del rischio negli *swap* e negli altri derivati è dato dalle diverse concezioni che si hanno degli esiti dell'avvenimento riguardo al quale si corre un rischio: comunemente si parla di danni, o – in generale – di conseguenze negative.

Consultando diverse voci, temporalmente ubicate in tempi diversi, si può osservare come tale idea stia sensibilmente mutando, per cui oggi si tende ad affiancare il "rischio" alla "opportunità" e a riferirsi al rischio come portatore di determinati effetti, non necessariamente negativi,²³³ tanto che si è osservato

²³⁰ Voce "Rischio", in *Grande dizionario della lingua italiana*, Torino, 1995.

²³¹ Voce "Rischio", in *Dizionario Enciclopedico Universale*, Firenze, 1966; nello stesso senso, voce "Rischio", in *Enciclopedia Italiana Treccani*, 1949.

²³² A. Boselli, voce *Alea*, in *Nov. Dig. It.*, Torino, 1968, 470.

²³³ In questo senso sembra anche andare la definizione di "Rischio azzardato", definito come "di esito o rendimento non sicuro"; in *Grande dizionario della lingua italiana*, cit., 773; *contra* Boselli, voce *Alea*, cit., 469, che osserva come "il rischio [...] viene a profilarsi come un danno, o come la probabilità di un danno (pericolo di perdita di un bene) del quale si è tenuti a rispondere o verso se stessi o verso gli altri", o ancora, "il rischio è la pura probabilità di un danno, senza cioè la ricorrente eventualità di un lucro" 470. Nello stesso senso Bianca che

come “il rischio di per sé è neutro; piuttosto, è la situazione alla quale il rischio è connesso che incide sulla sfera del soggetto”.²³⁴

Il rischio è un qualcosa che permea ogni aspetto delle attività umane: sotto l’aspetto economico esso assume un ruolo fondamentale tanto che il c.d. “rischio economico” è stato oggetto di una innumerevole quantità di contributi, e anzi la sua assunzione è considerata la ragione giustificativa del profitto: solo chi assume un rischio può ottenere un guadagno.²³⁵

L’ampiezza di questo concetto, invero riluttante a una definizione si ripercuote anche nell’ambito civilistico dove è pressoché impossibile enucleare una idea unitaria di rischio o individuare un aspetto comune a tutte le compagini dove esso è richiamato.

Autorevole dottrina si riferisce al rischio giuridico semplicemente come ciò che si pone “su un piano che ha rilievo giuridico” e che come tale può assumere due diversi significati: conseguenza giuridicamente rilevante (responsabilità) per l’agente o per terzi di “un’attività materiale o giuridica”, oppure eventuali conseguenze di una decisione preordinata (dalla legge o dall’autonomia privata) che il soggetto è tenuto a sopportare.²³⁶

Tale indicazione rispecchia una diversa divisione, avanzata da altri autori, tra rischio extracontrattuale e rischio contrattuale.²³⁷

definisce il rischio – nei contratti aleatori – come “pericolo di pregiudizio derivante da fatti non imputabili alle parti come illeciti”; Bianca, *op. cit.*, 463, nota 141.

²³⁴ Balestra, *op. cit.*, 2 e 68 s.

²³⁵ *Ex multis*, A. Damodaran, *Investment Philosophies*, Wiley Finance, 2003, *passim*, spec. cap. 2; fondamentale rimane ancora oggi il saggio di F.H. Knight, *Rischio, incertezza e profitto*, Firenze, 1960, *passim*; su calcolo probabilità *spec.* 213 ss. traduzione dell’opera *Risk, Uncertainty and Profit*, con 8 edizioni dal 1921 ad oggi. La traduzione si riferisce alla VIII ristampa del 1957, Londra.

²³⁶ R. Nicolò, voce *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1024 s.

²³⁷ Balestra, *op. cit.*, 2. Va osservato come la scelta di parlare di rischio in riferimento ai contratti e non alle obbligazioni non è affatto scontata, e anzi è frutto di un dibattito risalente in dottrina, tra trattare il rischio nelle obbligazioni oppure nell’ambito contrattuale. Autorevole dottrina rileva come non sia corretto il riferimento al rischio in relazione al contratto, sulla base di due argomentazioni: 1) non a tutti i contratti (e alle obbligazioni da esso nascenti) è possibile attribuire il principio *casum sentit dominus*, per cui ove non si verifichi l’effetto traslativo l’interprete si trova in difficoltà nell’allocare il rischio della occorrenza avvenuta al bene; 2) il rischio non è esclusivamente riferibile alle obbligazioni nascenti dal contratto, ma può essere

Nell'ottica dello studio dei derivati e dei contratti *swap* possiamo logicamente escludere il problema dei rischi extracontrattuali e concentrarci sul rischio contrattuale.

Tutti i contratti, in una accezione ampia anche quelli che siano già stati eseguiti *in toto* – “ben potendo il successo dell'affare cui le parti hanno mirato mediante la conclusione del contratto dipendere da fatti successivi” –,²³⁸ sono esposti a rischi, che possono influire in due diversi momenti della vita del contratto: o durante la pendenza del rapporto contrattuale, o essere già previsti e cristallizzati nella sua struttura.

Il primo aspetto coinvolge temi di grande rilievo che però sono estranei allo studio dei derivati, o meglio, riguardano i derivati, così come tutti gli altri contratti. Si tratta di problemi quali le sopravvenienze, l'impossibilità sopravvenuta e, in generale, tutti gli altri eventi che influiscono sulla vita del contratto e sulla pendenza del rapporto. Come acutamente riassunto, si tratta di rispondere di volta in volta alla domanda “chi porta il rischio della realtà?”.²³⁹

È il secondo aspetto che qui più ci interessa: per gestire il rischio i derivati finanziari si pongono in maniera diversa rispetto al rischio, incorporandolo nella

riferito a tutti gli altri tipi di obbligazioni, e quindi anche a quelle nate al di fuori dell'ambito pattizio (come i casi di quelle nate dalla risoluzione del contratto o dalla sua rescissione) in questo senso G. Gorla, *Del rischio nelle obbligazioni*, Padova, 1934, 49 ss. Il rischio riguarderebbe la singola prestazione (oggetto della obbligazione) e non l'intero contratto. La censura è fondata, se si prende il singolo segmento (l'obbligazione), ma, seguendo questa impostazione, ci si espone ad una visione forse eccessivamente settoriale, non considerando l'accordo nel suo complesso.

Pare quindi più condivisibile parlare di “rischio contrattuale” (e della sua gestione), inteso come “la distribuzione del rischio allargata, più in generale, a tutti quegli eventi (previsti o meno dalle parti) in grado di frustrare la soddisfazione economica dell'operazione posta in essere”, così A. Giampieri, voce *Rischio contrattuale*, in *Dig. Disc. Priv.*, XVIII, Torino, 1998, 19; Anche perché questa scelta, che sembra ormai pacificamente accettata, “rispecchia le scelte codicistiche”. Infatti, il nostro codice non parla di rischio in modo unitario, ma vi si riferisce in contesti diversi (artt. 1221, 1465, 1523, 1529 c.c.), così da affermare che l'impiego normativo del termine rischio “appare come semplice formula linguistica non connotata da particolari scelte o presupponente particolari principi generali” così G. Alpa, voce *Rischio (dir. vig.)*, in *Enc. Giur.*, 1989, Milano, 1144 s.

²³⁸ Balestra, *op. cit.*, 59.

²³⁹ M. Bessone, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1975, 151.

propria struttura, pensata proprio per “imbrigliare” i rischi cui le parti sono esposte o si vogliono esporre.

Una prospettazione attenta alla pratica dei derivati suddivide in sette tipologie i rischi gestibili con i derivati: i) rischio di credito; ii) rischio paese; iii) rischio di mercato; iv) rischio di liquidità; v) rischio operativo; vi) rischio legale; vii) rischio di reputazione.²⁴⁰

Per quanto riguarda il primo, si tratta di tutta una serie di pericoli a cui è sottoposto il creditore; è una categoria molto eterogenea che va dal rischio di insolvenza, al rischio di inadempimento, fino al rischio di sostituzione, che si sostanzia nella possibilità che “la parte solvente sopporta, qualora la controparte diventi insolvente prima della scadenza pattuita”.²⁴¹

Il rischio paese è invece il rischio che deriva dalla legge applicabile a quel determinato rapporto obbligatorio. Non si tratta quindi del rischio proprio del debitore, ma dei vari pericoli legati al *factum principis* del paese di residenza del debitore.

Il rischio mercato è presente in tutti i derivati – a me pare in tutti i contratti – ed è dato dalla esposizione a perdite dovute all’andamento del mercato, perdite che si ripercuotono sul rapporto obbligatorio. Ad esso, sembra possibile collegare il successivo rischio di liquidità, che invece è inerente alla possibilità di liquidare immediatamente quello strumento finanziario (e quindi in sostanza è rischio che si manifesta più intensamente nei c.d. prodotti illiquidi).

Indefinito ancora in molti aspetti appare invece il rischio operativo che, nelle accezioni più ampie include “ogni rischio che non sia un rischio di credito o di mercato”.²⁴²

Le ultime due classificazioni, cioè rischio legale e di reputazione, sono abbastanza intuitive: con la prima gli operatori analizzano la esposizione di quel

²⁴⁰ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 5 ss.; un’altra classificazione è fornita da R. Agostinelli, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, cit., nota 1; Lembo, *op. cit.*, 366 s.

²⁴¹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 6 s.

²⁴² Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 17 ss.

determinato credito a eccezioni di invalidità oppure all'incertezza di un giudizio ecc. e con l'ultima si valuta il pericolo di una perdita di reputazione di una azienda.

All'inizio del paragrafo abbiamo portato una definizione di rischio, poi ristretta all'ambito giuridico, poi ulteriormente limitata al rischio (economico) contrattuale.

Abbiamo osservato come quest'ultimo può riguardare il rapporto contrattuale nel suo svolgimento (sopravvenienze etc.) oppure essere direttamente regolato dal contratto stesso e quindi riguardare direttamente, fin dalla nascita, le prestazioni da esso nascenti e il loro rapporto.

Questo secondo profilo è quello maggiormente attinente all'argomento derivati e in particolare agli *swap*. Abbiamo riportato anche, pur se per cenni, una divisione di sette tipologie di rischi che gli economisti e i giuristi attenti alla prassi economica individuano tra le varie esposizioni cui sottostà un rapporto giuridico. Si tratta ora di vedere che rapporto c'è tra rischio e derivati, e più segnatamente, tra rischio e *swap*.

Non ci sono dubbi che gli strumenti finanziari derivati si pongono in modo nuovo di fronte a questi rischi. Ciò, non tanto perché in passato i contraenti non ricercassero con la stipulazione di qualsivoglia contratto proprio la cristallizzazione di un rischio, quanto perché con gli *swap* si isola un determinato rischio e lo si gestisce attraverso formule matematiche che ne imbrigliano direttamente le conseguenze in un modo o in un altro.

Le parti pongono in essere quel contratto solo per gestire un rischio; non, ad esempio, compiendo operazioni che permettano la creazione di riserve. L'autonomia privata è quindi chiamata a creare un assetto interno alle parti che rende queste insensibili, o diversamente sensibili, a un evento che altrimenti le avrebbe danneggiate, o quantomeno avrebbe danneggiato una di loro.

Usando una espressione forse suggestiva si può affermare che con gli *swap* si fronteggia il rischio "in campo aperto". Se questo è un rilievo di portata generale

si deve verificare in che misura la gestione del rischio incide sul singolo contratto.

Nel diritto privato i contratti che presentano alti livelli di incertezza sul valore o sulla esistenza di una o di entrambe le prestazioni sono definiti contratti aleatori, cioè caratterizzati da una componente aleatoria (*alea* in latino è sorte o rischio).²⁴³

8. Quando il rischio influisce sulla struttura dell'accordo. La categoria dei contratti aleatori e la sua esatta individuazione.

Nel paragrafo precedente abbiamo accennato a un argomento che costituisce uno dei passaggi cruciali nello studio degli *swap*: non si tratta di un rischio attutito da determinate operazioni che permettono ai contraenti di sopportare le conseguenze, ma di approcciarsi al pericolo gestendolo direttamente e devianandone gli effetti attraverso l'impiego di formule matematiche che si traducano in una assunzione o alienazione delle conseguenze negative di un avvenimento avverso.

Come impatta tale rischio sulla struttura dell'accordo? La risposta a questa domanda postula un richiamo alla categoria dei contratti aleatori e, in particolare, al come essa si è formata. La - pur breve - analisi storica si rende particolarmente necessaria per gli studiosi di questo argomento.

Anche se *alea* "è parola antichissima",²⁴⁴ il concetto non trovava spazio nel diritto romano, dove veniva utilizzato il termine *periculum* in una accezione assai vasta poiché la stessa che oggi si attribuisce al pericolo in senso lato, o al

²⁴³ Sulle differenze tra rischio e *alea*, cfr. A. Boselli, *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, 769 ss. È assai difficile trovare una differenza sostanziale tra rischio e *alea*, tanto che Nicolò avvertiva come "le disquisizioni meramente terminologiche sull'uso delle parole rischio e *alea* si risolvono in sottigliezze di scarso rilievo", *op. cit.*, 1025, nota 4. Si avverte il lettore che ci si va addentrando in un tema, quello del rischio e dell'*alea*, che "coinvolge gran parte della teoria generale del contratto", E. Gabrielli, *Alea e rischio nel contratto*, *Studi*, Napoli, 1997, nota bibliografica, 115.

²⁴⁴ C. Caravelli, voce *Alea*, in *Nuovo Dig. It.*, 1937, 307 ss.

rischio.²⁴⁵ Così, anche se alcuni istituti erano già conosciuti (per esempio, l'*emptio spei*) essi non venivano ricondotti alla categoria dei contratti aleatori.²⁴⁶

Solo nel diritto comune, attraverso l'elaborazione delle figure chiave della *emptio spei* e della rescissione per lesione,²⁴⁷ la dottrina canonista inizia una lenta elaborazione del genere, spinta dalla esigenza di cercare e giustificare una proporzione tra le prestazioni. Si sente il bisogno di trovare una *iustitia pretii* per contratti dove l'assetto non è di immediata percezione.²⁴⁸ In altre parole, la necessità di giustificare l'equilibrio in contratti dove una prestazione è certa mentre l'altra è legata a un evento che la caratterizzerà solo nel futuro genera l'idea di un prezzo dato al rischio (*periculum*) “che sarà l'elemento su cui verrà costruita la categoria unitaria dei contratti aleatori”.²⁴⁹

L'enucleazione originaria della categoria dei contratti aleatori è stata operata dal Pothier, che li definiva come quegli accordi “nei quali ciò che l'uno dà, o si obbliga di dare all'altro, è il prezzo di un rischio che egli ha addossato”.²⁵⁰ Questa prima enucleazione venne poi trasfusa nel *code* Napoléon del 1804 (art. 1104), e raccolta in molti codici europei negli anni successivi, compreso quello italiano del 1865 che dedicava ai contratti aleatori – tra gli altri – l'art. 1102: “È contratto di sorte o aleatorio, quando per ambedue i contraenti o per uno di essi il vantaggio dipende da un avvenimento incerto. Tali sono il contratto di

²⁴⁵ Sul punto cfr. G. Di Giandomenico - D. Riccio, *I contratti speciali, I contratti aleatori*, Torino, 2005, 11 s.

²⁴⁶ A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 28 ss.

²⁴⁷ Di Giandomenico – Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 14. Per una disamina del concetto di alea nel diritto romano, cfr. Boselli, *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, cit.; A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 25 ss.; G. Ridolfi, voce *Alea, Aleatorii (Contratti)*, in *Dig. It.*, Torino, 1929, 253 ss.

²⁴⁸ A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 31 ss.

²⁴⁹ A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 36 ss.

²⁵⁰ Riportato e tradotto da E. Gabrielli, voce *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1 ss.; Sul punto cfr. anche Di Giandomenico - Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 16; E. Gabrielli, *La risoluzione per eccessiva onerosità*, in *I contratti in generale, Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, II, a cura di E. Gabrielli, Torino, 1999, 1565, nota 14; dello stesso A., voce *Alea*, cit., 8; Balestra, *op. cit.*, 14 ss. Alcuni segnalano anche come la categoria era stata già accennata dal Domat e da Kopp, così G. Scalfi, voce *Alea*, in *Dig. Disc. Priv. Agg.*, I, 254; A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 45.

assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco, la scommessa e il contratto vitalizio".²⁵¹

Nel codice del 1942 viene rimossa questa definizione: la categoria dei contratti aleatori subisce infatti la scelta del legislatore di togliere dall'impianto codicistico la maggior parte delle definizioni.²⁵² Questo è il motivo per cui nel sistema odierno la categoria difetta di una descrizione compiuta e questi accordi emergono solamente in alcuni disposti, non correlati tra loro.

Sembra fondato ritenere che l'idea che prevalse tra i redattori del codice del 1942 era "eminentemente dogmatica, e peraltro pacifica": non si volle quindi definire la categoria ritenendo la natura dei contratti aleatori come "intuitiva".²⁵³

Con la nuova impostazione, e con l'introduzione di due nuovi istituti quali la rescissione per lesione e la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, i contratti aleatori entrano in una fase diversa. Da quella della loro affermazione nelle codificazioni del 1800 a quella di una loro elaborazione sistematica che si può (faticosamente) dedurre dal codice vigente, dove "le disposizioni sul contratto aleatorio, tranne che per l'*emptio spei*, sono tutte a contenuto negativo", nel senso che il legislatore indica quali meccanismi non si applicano alla categoria.²⁵⁴

Nel vigente codice gli articoli di riferimento sono: art. 1448, comma IV, c.c. che non ammette l'azione generale di rescissione per lesione per i contratti

²⁵¹ La norma si poneva decisamente sulla traccia della definizione del Pothier e del *code Napoléon*, concedendo poco spazio alla dottrina dell'epoca, che infatti vi dedicò limitata attenzione. Di Giandomenico – Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 22 ss. Sul punto cfr. anche Balestra, *op. cit.*, 32 ss. Osserva un altro Autore come forse, nella prospettiva di ricomprendere i contratti aleatori nella compravendita, la definizione dell'art. 1102 del codice del 1865, avulsa da una disciplina articolata, aveva lo scopo di indicare l'alea come elemento non "ostativo all'esistenza di una causa lecita per obbligarsi", A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 53.

²⁵² Rileva A. Gambino: "è noto come sia largamente auspicato che il legislatore rifugga, per quanto possibile, dall'attività definitoria, ritenuta compito esclusivo della dottrina. In linea generale, tale posizione è la conseguenza di una accresciuta consapevolezza dei limiti inerenti ad ogni tentativo di determinazione dei concetti", in *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 14.

²⁵³ Di Giandomenico-Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 60, nota 4.

²⁵⁴ Balestra, *op. cit.*, 46, ma in modo più ampio, 35 ss.

aleatori; art. 1467 c.c. che esclude al comma II la risoluzione per eccessiva onerosità “*se la sopravvenuta onerosità rientra nell’alea normale del contratto*” e l’art. 1469 c.c. che stabilisce che “*Le norme degli articoli precedenti non si applicano ai contratti aleatori per loro natura o per volontà delle parti*”. Questi, insieme all’art. 1472 c.c. (vendita di cosa futura), sono gli unici disposti di riferimento.

Manca una disciplina generale positiva, ma dagli articoli appena riportati emergono alcuni aspetti importanti: anzitutto un contratto è aleatorio per sua natura o per volontà delle parti; in quest’ultimo caso si avrà la stipulazione di contratti aleatori atipici perché non conosciuti dall’ordinamento o perché conosciuti con uno schema commutativo; in secondo luogo, le norme fanno emergere due idee: “[U]na positiva: si è in presenza di contratti il cui tipico connotato è l’esistenza di un rischio; ed una negativa: non si può trattare del generico rischio economico (alea) che caratterizza tutti i contratti ad esecuzione differita o continuata”.²⁵⁵

Le teorie che si sono misurate sul punto hanno esaltato di volta in volta diversi aspetti. Occorre esaminarle con ordine.

9. Segue: gli effetti dei contratti aleatori come criterio fondante la categoria.

Un primo insieme di teorie è basato sul c.d. criterio funzionale che utilizza come parametro per la individuazione del *genus* contratti aleatori il rapporto che scaturirà tra benefici e perdite in un singolo accordo. In pratica, si fonda la categoria sull’effetto finale che una parte ottiene.²⁵⁶

All’interno di questa teoria è possibile distinguere differenti impostazioni: sono certamente da ricondurre a essa la posizione c.d. filologica, quella storica e

²⁵⁵ A. Gambino, *L’assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 23

²⁵⁶ F. Santoro Passarelli, *Dottrine generali di diritto civile*, Napoli, 1983, 224.

quella della *commutatio* dei rischi, che sviluppa la definizione del Pothier e che quindi si avvicina molto a quella storica.

La posizione filologica della categoria dei contratti aleatori pone l'accento sul significato del termine "alea" e quindi inquadra questo tipo di accordi come contratti esposti a rischi; tali rischi causano forti incertezze per uno o entrambi i contraenti.

È chiaro però che il concetto di "contratti rischiosi" non può essere da solo sufficiente a delimitare la categoria in parola, poiché si ricomprendono nel *genus* contratti aleatori tutta una serie di accordi esposti a rischi per ragioni diverse, sia temporali (esecuzione differita o durata periodica o continuata),²⁵⁷ sia riconducibili ad avvenimenti imprevisi nel contratto (c.d. sopravvenienze).

Proprio questo ultimo aspetto rileva particolarmente: si è infatti notato che la posizione filologica tende a unificare tipi di accordi per cui sono previsti rimedi opposti. Il pensiero va alla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta (un tipo di sopravvenienza) che è istituito escluso per i contratti aleatori e, al contrario, applicato quale correttivo per evenienze occorse (rischi le cui conseguenze negative si sono materializzate) a contratti non aleatori.

Ne deriva che sostenere che i contratti aleatori sono contratti che espongono a un rischio farebbe rientrare nella categoria anche le sopravvenienze, così permettendo intollerabili aperture ad accordi che, quantomeno dal punto di vista dei rimedi, si collocano su opposti fronti.²⁵⁸ La teoria filologica non pare quindi condivisibile.

La posizione c.d. storica ruota intorno alla descrizione data dal codice previgente (art. 1102 codice del 1865) e assume a punto di partenza l'ultima definizione dei contratti aleatori nel nostro ordinamento. In sostanza, i passaggi attraverso cui la concezione di contratto aleatorio sarebbe rimasta pressoché immutata sono: i) la enucleazione da parte del Pothier; ii) la trasfusione della

²⁵⁷ Sul punto sono fondamentali le pagine di T. Ascarelli, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1958, I, 440 ss.

²⁵⁸ Di Giandomenico-Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 62 s.

definizione nell'art. 1104 *code civil*; iii) l'accoglimento della medesima nozione nel codice civile italiano del 1865; iv) la scelta di omettere una definizione, dandola come scontata, nel sistema designato del codice del '42.²⁵⁹

Anche questa teoria non pare accettabile. Anzitutto perché, basandosi sull'art. 1102 c.c. 1865 che definiva un accordo aleatorio “*quando per ambedue i contraenti o per uno di essi il vantaggio dipende da un avvenimento incerto*”, si espone al medesimo rilievo appena svolto per il criterio filologico: si traccia una categoria troppa incerta nei confini e si pone l'attenzione solo sulla oscillazione dei valori economici della/e prestazione/i.

Sempre all'interno della teoria funzionale si può poi individuare un'altra posizione: quella della *commutatio periculi*. Nell'ottica di questo studio, tale posizione merita particolare attenzione: spesso infatti i derivati e gli *swap* sono descritti come contratti (o strumenti) con i quali viene commercializzato un rischio (quello di credito negli *swap* creditizi, quello derivante dalla fluttuazione di interessi negli *irs*, quello di cambio nei *dcs* e così via). La teoria che vede i contratti aleatori come scambio di un rischio per un prezzo ha molti punti in comune con la teoria storica e infatti entrambe hanno uno stretto legame con la definizione offerta dal Pothier.

Nell'ottica degli studiosi che portano avanti l'idea di una “commercializzazione” del rischio “il dare non rappresenta [...] il mezzo giuridico mediante il quale si opera ed attua lo scambio, ma il risultato dello scambio stesso attuato mediante l'assunzione del rischio”.²⁶⁰ Questo significa che nella struttura dell'accordo si pone, alternativamente, il rischio come oggetto del contratto: “la voce “pericolo” è usata in materia di contratti d'assicurazione e di prestito a cambio marittimo [...], ove il rischio costituisce l'oggetto del contratto”;²⁶¹ oppure come aspetto qualificante la causa: “[L]a causa del

²⁵⁹ Di Giandomenico-Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 61.

²⁶⁰ Boselli, voce *Alea*, cit., 472.

²⁶¹ Gorla, *op. cit.*, 19. È chiaro che il riferimento era al codice previgente. Comunque il richiamo è rilevante, sia per l'autorevolezza dell'Autore, sia perché l'impostazione verrà

contratto aleatorio risiede nella assunzione del rischio che oblitera e fa scomparire, o assorbe, il gioco delle prestazioni”.²⁶²

A ben vedere, questa teoria appare fortemente influenzata dalla visione dei canonisti, cui abbiamo accennato poco sopra: giustificare la sperequazione dello scambio dei contratti aleatori con una assunzione del rischio contro il pagamento di una controprestazione permette infatti di comparare senza troppe difficoltà il contratto aleatorio a quello commutativo, giustificando l'esistenza della sperequazione.²⁶³ Il concetto di rischio, oltre che valore oggettivo, diventa una “specifica forma del danno”, potenziale minaccia su un patrimonio, facilmente misurabile e lo scambio è quindi una equivalenza del rischio tra le parti.²⁶⁴

L'ostacolo principale che incontrano i fautori di questa teoria è rappresentato dal fatto che l'adempimento della prestazione monetaria non è attuazione dello scambio, ma semplice risultato dello scambio stesso, con il risultato di uno snaturamento del concetto di adempimento.²⁶⁵ In altre parole, il pagamento non è teso alla estinzione della obbligazione, ma rappresenta una monetarizzazione della posizione assunta dalla parte che si accolla il rischio che in quest'ottica diventa un blocco reale e monolitico, pur se allo stato potenziale.

In modo suggestivo si è anzitutto notato come il rischio non è né un bene, né una entità “percepibile nella realtà, bensì il risultato di un giudizio per effetto del quale, sulla base di ciò che effettivamente esiste, si deduce la possibilità o la probabilità che un dato evento abbia a verificarsi”.²⁶⁶

svilupata dalla dottrina successiva dell'immediato dopoguerra. Sul punto cfr. anche E. Gabrielli, voce *Alea*, cit., 4 ss.

²⁶² R. Provinciali, *La compravendita di cosa futura come contratto aleatorio*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, 189 ss., 192.

²⁶³ Balestra, *op. cit.*, 64.

²⁶⁴ Santoro Passarelli, *op. cit.*, 221; Provinciali, *op. cit.*, 189.

²⁶⁵ Balestra, *op. cit.*, 62.

²⁶⁶ Balestra, *op. cit.*, 66.

Inoltre, se il rischio è l'oggetto del contratto e l'adempimento della obbligazione (pecuniaria) il mero risultato di tale scambio, si finisce per confondere il risultato pratico con il meccanismo giuridico.²⁶⁷

La teoria della *commutatio periculi* non può essere accettata nemmeno se si considera l'assunzione del rischio non come oggetto ma come funzione del contratto aleatorio. Infatti, in questo modo ci si troverebbe ad anestetizzare le diverse sfumature causali dei negozi aleatori (assicurazione, gioco e scommessa, *emptio spei*) appiattendolo la loro funzione economico sociale a una generica accettazione del rischio verso corrispettivo e trovandosi così a raggruppare una intera categoria sulla base di una causa omogenea, mentre è noto che la causa serve a definire i differenti tipi.²⁶⁸

Malgrado si ritenga questa impostazione utile a una descrizione del profilo finanziario dell'“equilibrio” dei contratti aleatori (è di immediata percezione l'idea di uno scambio rischio-prezzo), la teoria della *commutatio periculi* non è da sola idonea a fondare la categoria dei contratti aleatori, tanto che è stata in passato definita come una “metafora”²⁶⁹ o una “perifrasi”²⁷⁰ utili esclusivamente a ribadire la incertezza sul chi dovrà effettuare o sul quanto dell'ammontare della prestazione.

In una visione più generale, la teoria funzionale e tutte le ricostruzioni a essa riconducibili, non possono essere accolte stante la impossibilità di offrire contorni definiti. La ragione di tale indeterminatezza è data dall'eccessiva attenzione agli effetti incerti del contratto aleatorio. Come fondatamente osservato: “[S]ino a che si faccia riposare il concetto di aleatorietà esclusivamente su valutazioni di carattere economico, alle quali in definitiva il termine nel suo significato filologico si richiama (vantaggio o danno economico), è difficile pensare di poter giungere ad una precisazione della

²⁶⁷ Balestra, *op. cit.*, 62.

²⁶⁸ Balestra, *op. cit.*, 63 s.

²⁶⁹ G. Osti, voce *Contratto*, in *Noviss. Dig. It.*, IV, Torino, 1960, 462 ss., 496.

²⁷⁰ L. Buttarò, *Del giuoco e della scommessa*, art. 1933-1935, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna Roma, 1959, 95.

nozione giuridica dei contratti aleatori, tale da distinguere nettamente il fenomeno considerato dal legislatore rispetto al generico rischio economico contrattuale”.²⁷¹

Non può quindi considerarsi sufficiente “[...] definire il contratto aleatorio in base all’incertezza per le parti del risultato economico, positivo o negativo, di vantaggio o di svantaggio (incertezza risolta dal verificarsi, o meno, dell’evento aleatorio)”,²⁷² anche perché impiegare il concetto di incertezza significherebbe utilizzare un elemento prettamente metagiuridico, per fondare una categoria giuridica.²⁷³

È chiaro che se invece si ritenesse fondata la teoria funzionale, oppure la posizione a essa riconducibile come quella dei contratti aleatori come scambio di rischi, scambio che porta come effetto diretto la incertezza delle prestazioni, si sarebbe già in grado di rispondere con certezza alla domanda se i derivati, e in particolare gli *swap*, siano contratti aleatori. Le due concezioni di contratti aleatori nella teoria funzionale e categoria dei contratti derivati – categoria valida esclusivamente su un piano economico –, difatti, quasi coincidono: gli *swap*, come le opzioni e i *futures* traslano, verso corrispettivo, i vari tipi di rischi da una parte all’altra, permettendo la nascita di contratti nei quali non si conoscono le conseguenze dei rischi assunti da una o da entrambe le parti. Abbiamo però detto che questa teoria, pur se accettabile dal punto di vista economico, si espone a troppe, fondate, critiche. Inoltre, anche per richiamare un aspetto di quelli analizzati poco sopra, si ricorda che il ricostruzione scambio del rischio per

²⁷¹ A. Gambino, *L’assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., 23.

²⁷² G. Scalfi, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano-Varese, 1960, 143, precisamente, la critica alla posizione sopra assunta si sviluppa da 112 ss.

²⁷³ “Il risultato economico e la incertezza sul medesimo non sono nozioni giuridiche” e “non sono neppure costanti nei contratti tradizionalmente ritenuti aleatori”, così A. Pino, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1960, 1221 ss., 1233 s. Si noti che perfino la giuridicità dell’alea è messa in dubbio da alcuni autori, per i quali questo concetto non costituisce nemmeno un elemento giuridico, ma metagiuridico; per questa dottrina il rischio descriverebbe “un aspetto economico di taluni contratti ritenuti tradizionalmente aleatori, e neppure tutti”; Pino, 1250. Nello stesso senso, G. Benedetti, Introduzione al libro di G. Capaldo, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004, VII, che osserva come “dall’ordine giuridico non è dato desumere un preciso *statuto* che sorregga e legittimi un concetto di alea”.

denaro, come causa nei contratti aleatori non permetterebbe di distinguere un *future* da uno *swap*, dato che entrambi trasferiscono il rischio di svalutazione di merci sulla controparte.

È allora indispensabile continuare nella analisi dei contratti aleatori al fine di riuscire a individuare i giusti parametri che consentano una esatta definizione e permettano così di rispondere alla domanda se gli *swap* e gli altri contratti derivati possano essere considerati contratti aleatori.

10. Segue: l'alea come elemento modificativo della causa nei contratti aleatori.

La teoria che si contrappone a quella funzionale è la c.d. teoria strutturale che colloca il concetto di alea tra gli elementi essenziali del contratto. In passato, addirittura si leggeva l'alea, e l'avvenimento incerto, come due elementi distinti e ulteriori rispetto a quelli fondamentali nel singolo contratto.²⁷⁴ Si trattava di una posizione che forzava eccessivamente il dato normativo ma basata su una intuizione corretta: l'alea, intesa come incertezza nel futuro, è un elemento “in più” del vincolo, calato tra i componenti dell'accordo.

In questo senso, abbiamo un qualcosa di diverso rispetto agli altri contratti. Infatti, sottoforma di evento incerto, un determinato agente incide sulla esistenza o portata di una o di entrambe le prestazioni.

La teoria strutturale si fonda sull'insegnamento di autorevole dottrina secondo la quale l'alea modifica la causa del contratto. Esso è un agente che, dedotto nell'accordo, ne “colora e qualifica lo schema causale”,²⁷⁵ stravolgendo il rapporto sinallagmatico tra le prestazioni.

Le parti introducono nel contratto aleatorio, o utilizzano uno schema tipico in cui è già presente, un congegno atto a valutare quantitativamente una, o

²⁷⁴ C. Caravelli, voce *Alea*, in *Nuovo Dig. It.*, 1937, 308 ss.

²⁷⁵ Si tratta del passaggio più noto del contributo di Nicolò; *op. cit.*, 1030.

entrambe, le prestazioni determinandole nella loro “misura fisica” (che può anche arrivare a corrispondere a zero).²⁷⁶

Così: l’alea dei contratti aleatori è “un momento essenziale del sinallagma che lo condiziona *ab initio*, nel senso che necessariamente lo scambio tra le prestazioni contrapposte si pone come uno scambio tra una prestazione certa e una prestazione per sua natura incerta, determinabile successivamente al verificarsi di un evento futuro, oppure [...] come l’evento che *deve* determinare il soggetto in definitiva tenuto ad eseguire la prestazione”.²⁷⁷

L’alea definisce la misurazione “fisica”, e finanche l’esistenza se può arrivare anche a ridurre a zero l’ammontare di una obbligazione, della prestazione con tale forza da modificare la causa e quindi uno degli elementi essenziali del contratto.

È chiaro che non si è più in un ambito di descrizione “economica” degli effetti del contratto, ma si va a determinare un elemento fondamentale dell’accordo. Si parla in questo caso di alea giuridica, che si contrappone all’alea c.d. economica che è elemento che fa – diremmo “semplicemente” – oscillare il valore economico della prestazione senza modificare la causa del contratto. Mentre l’alea giuridica “incide sul complessivo equilibrio contrattuale” e si sostanzia in un evento incerto ma previsto nella struttura dell’accordo, l’alea economica “dà vita ai contratti ad alea normale”²⁷⁸ e riguarda le comuni fluttuazioni economiche del valore delle prestazioni, fluttuazioni dovute a eventi esterni al contratto e imprevedibili.

La distinzione, relativamente chiara in teoria, diventa “labile” sul piano pratico, come rilevato da autorevole dottrina, che prima osserva come “se pago tot euro oggi per avere diecimila dollari fra due anni, non c’è alea giuridica; ma

²⁷⁶ Di Giandomenico-Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 67.

²⁷⁷ Nicolò, *op. cit.*, 1029. Nello stesso senso, E. Gabrielli, *Alea e rischio nel contratto*, cit., 41; U. Salvestroni, *Nozioni generali di diritto civile*, Milano, 2005, 421.

²⁷⁸ Di Giandomenico-Riccio, *I contratti aleatori*, cit., 69.

se pago tot euro per avere tra due anni l'equivalente in euro di diecimila dollari c'è alea giuridica".²⁷⁹

Per caratterizzare un contratto aleatorio, vi deve essere quindi un evento che influisce sulla stessa causa del negozio. A seconda della portata di tale influenza, su una o su entrambe le prestazioni, ad esempio, si registra una presenza più o meno intensa di tale fattore. L'alea quindi "si ritrova con diversa efficacia e diversa intensità in vari tipi di contratti".²⁸⁰

Ad avviso di chi scrive, questa teoria pare condivisibile, poiché in grado di spiegare, pur con "la zona di ombra" data dalla fugace distinzione pratica tra alea giuridica e alea economica, i contratti aleatori come contratti la cui causa, oltre ad avere le caratteristiche presenti in tutti i contratti, ha una caratterizzazione in più, data dalla intrinseca esposizione di una o di entrambe le prestazioni a modifiche dovute a eventi futuri e incerti.

L'alea quindi è elemento che incide sulla struttura dell'accordo e più in particolare ne modifica la causa predisponendo lo scambio a sopravvivere alla esposizione di oscillazioni di valore di una o di entrambe le prestazioni. Questa peculiarità può essere presente in contratti aleatori per loro natura, oppure per volontà delle parti.

Quando valutare il momento in cui l'alea entra nel contratto inesorabilmente modificandone la struttura? Risponde a un principio logico valutare la incertezza delle prestazioni *ab initio* e mai *ex post*;²⁸¹ né tale principio può essere derogato: la rigida compartizione in cui devono stare i due momenti di valutazione è spiegata anche alla luce della esclusione, per i contratti aleatori, dei rimedi di risoluzione per eccessiva onerosità e della rescissione per lesione. Se si ammettesse infatti che un contratto aleatorio *ex ante* sia valutato tale *ex post*, quando l'alea su cui si voleva speculare o di cui ci si voleva tutelare è certo nella

²⁷⁹ R. Sacco, *Il contratto*, in R. Sacco – G. De Nova, *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, II, Torino, 2004, 478.

²⁸⁰ Scalfi, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., 115.

²⁸¹ Sacco, *Il contratto*, cit., 460, avverte come "[l]e due valutazioni non devono essere sovrapposte".

sua (o nella sua mancata) verifica, è chiaro che non vi sarebbe accordo aleatorio che non potrebbe essere risolto per eccessiva onerosità.

11. Gli *swap* come contratti aleatori per loro natura.

Prima di porsi il problema se gli *swap* possano essere ascritti alla categoria dei contratti aleatori così come sopra delineata, sembra necessaria una precisazione di metodo: anche se sopra abbiamo rilevato che i vari contratti *swap* sono divisibili in diverse tipologie, pare che la problematica inerente la loro aleatorietà sia argomento che può essere affrontato, pur se con richiami alle singole fattispecie, in modo unitario.

Si tratta infatti di una problematica che si pone in modo trasversale a tutte le ipotesi fino a ora analizzate.

Il problema non è solo teorico e anzi ha risvolti pratici di grandissimo rilievo. Più volte abbiamo ricordato che ai contratti aleatori non si applicano i rimedi della rescissione per lesione (*ex art. 1448*, quarto comma, c.c.) ma – soprattutto – quello della risoluzione per eccessiva onerosità (*ex art. 1469* c.c.). Ciò significa che qualsiasi sia la oscillazione di valore, la parte chiamata ad adempiere alla prestazione eccessivamente onerosa non può invocare la risoluzione e il conseguente scioglimento del vincolo. Al contrario, qualificando gli *swap* come contratti commutativi la stessa parte potrebbe invocare il rimedio di cui all'art. 1467 c.c.

Dalle diverse descrizioni fornite dei contratti *swap*, abbiamo rilevato come il tratto comune è dato dalla presenza nella struttura dell'accordo di meccanismi idonei a mutare la misura di una o di entrambe le prestazioni a seconda del mutamento di valore di un fattore esterno, fattore le cui sorti sfuggono al controllo delle parti.

Questa è una osservazione che prescinde dalla esistenza di un vero e proprio scambio, inteso come incrocio di pagamenti. Scambio che è assente nei *cds* e solo virtuale negli *swap* domestici.

L'incertezza della prestazione, nella sua esistenza e nella sua misura, incide sulla causa dei diversi tipi di *swap*, modificandone l'assetto commutativo; "l'aleatorietà contraddistingue dunque il contratto in parola in quanto la distribuzione della prestazione principale tra le parti contraenti, come anche la determinazione del suo ammontare, dipende dal verificarsi di un evento incerto e comunque in nessun modo influenzabile dalle parti",²⁸² e ancora: "[n]el contratto di *swap*, è incerto l'*an* o il *quantum* di almeno una delle prestazioni: la fluttuazione del parametro non incide sul valore intrinseco dell'oggetto della prestazione, ma, più radicalmente, incide sull'esistenza o sull'entità fisica di almeno una delle due prestazioni".²⁸³

Salvo casi isolati che vedremo tra poco, si può dire che la incertezza di una o di entrambe le prestazioni è un aspetto che permea tutte le ipotesi di *swap*, dalla prestazione cui è tenuto il *protection seller* nei *cds*, a quella della parte "svantaggiata" dal metodo di calcolo in un *dcs*, passando dai diversi *irs* o *cs*.

Anche la Corte Costituzionale, chiamata recentemente a decidere sulla legittimità delle disposizioni che vietavano agli enti pubblici di stipulare contratti derivati se non con fini di copertura, si è pronunciata *incidenter tantum* sulla natura di questi accordi, e più segnatamente, degli strumenti finanziari derivati. Per il giudice di legittimità si tratta di contratti aventi caratteristiche "fortemente aleatorie".

In particolare in uno dei passaggi centrali della sentenza del 10 febbraio 2010 si osserva come il legislatore abbia optato per la preclusione della stipulazione di

²⁸² Inzitari, *op. cit.*, 970.

²⁸³ Per gli *swap* in generale: Irrera, voce *Swaps*, cit., 319; Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 123 ss.; nel senso della aleatorietà del contratto di *swap* Gazzoni, *op. cit.*, 1326; in riferimento agli *irs*, Gilotta, *op. cit.*, 146 ss.; Inzitari, *op. cit.*, 968; E. Filograna, *Swaps abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2001, 2186 ss., 2190; Mori, *op. cit.*, 337 ss.

prodotti derivati per gli enti locali “tenuto conto della spiccata aleatorietà delle negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari [...] all’evidente scopo di evitare che possa essere messa in pericolo la disponibilità delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti per il raggiungimento di finalità di carattere, appunto, pubblico e dunque, di generale interesse per la collettività”.

Si potrebbe argomentare che la Corte Costituzionale non è nel nostro sistema l’organo preposto alla interpretazione dei contratti atipici e che essa riveste ben altre e più alte funzioni.

A ben vedere poi, il tenore della decisione permetterebbe anche di argomentare che i Giudici della Corte si riferissero esclusivamente all’alea economica, astenendosi così da una chiara presa di posizione sulla aleatorietà dei derivati e in particolare degli *swap*.

Non sembra però questo il profilo che qui deve essere esaltato e anzi appaiono di grande rilievo l’autorevolezza del giudice e la presa di coscienza, anche ai livelli più alti del nostro ordinamento, del forte rischio (di perdite) che connota questi accordi, rischio che non può non influire sulla causa dei diversi *swap*.

Anche la giurisprudenza maggioritaria, sia di merito che di legittimità, ha sempre letto i vari contratti *swap* come contratti aleatori, fossero essi *swap* domestici o *irs*.²⁸⁴

Ancora: si tratta di una impostazione da condividere considerato che in tutti questi accordi una prestazione è indicata nella sua misura fisica da un elemento di rischio previsto dalle parti che impatta sull’assetto del contratto.

L’alea nello *swap* può riguardare una o entrambe le prestazioni. Per quanto riguarda i derivati di credito, sembra possa affermarsi che si tratta di un alea unilaterale, essendo la prestazione del *protection buyer* certa e invece totalmente incerta quella del *protection seller* che dovrà adempiere alla propria solo nel

²⁸⁴ Cass. n. 10598 del 19/5/2005; Tribunale di Lanciano del 6/12/2005 in *Giur. comm.* 2007, 1, 131 ss.; sul punto anche A. Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss., 2228 s. Si omette qui di richiamare quella giurisprudenza che legge i contratti *swap* come scommesse, giurisprudenza che analizzeremo nel prosieguo. In quel caso, ovviamente si tratta sempre di contratti aleatori.

caso di accadimento di un evento – *rectius* dell’evento dedotto in contratto – legato al credito sottostante.

Riguardo ai *domestic swap* e agli *interest rate swap* che si eseguono sulla base di una clausola di compensazione, alcuni autori hanno osservato come questi accordi presentino una struttura aleatoria in cui entrambe le parti assumono determinate obbligazioni, ma solamente una sarà poi chiamata ad adempiere, corrispondendo la cifra a compensazione e quindi la somma derivante dal suo maggior dare dedotto il suo credito con la controparte.

Questa astratta soggezione di entrambe le parti si tramuta in un obbligo unilaterale di corresponsione.²⁸⁵ Tale obbligo onera concretamente solo una parte ma astrattamente vincola entrambi i soggetti – non si sa chi dovrà corrispondere la differenza perché non si conosce la portata delle oscillazioni di valore – e così, anche se in fase esecutiva la prestazione sarà unica, impedisce l’applicazione delle regole riguardanti i contratti unilaterali oppure i contratti gratuiti.²⁸⁶

Se la giurisprudenza e dottrina maggioritarie si sono espresse per la aleatorietà degli *swap*, va rilevato come alcuni autori abbiano invece optato per la commutatività di alcuni di questi.

Si muove dalla analisi dei contratti *irs* e *ircs* notando come questi accordi sono strutturati sulla base di scambi di flussi di cassa e quindi su di due prestazioni individuate da “indicatori finanziari, in ragione dei quali si determina la corresponsione dovuta da ciascuno”. Se così è, non si può parlare di evento futuro e incerto come invece si fa nei contratti aleatori,²⁸⁷ in questi scambi, infatti, le prestazioni non sono incerte nella loro esistenza e neppure nel loro

²⁸⁵ Sempre che si riconosca alla clausola di *netting* attitudine a modificare la struttura dell’accordo. Anche se è vero che in pratica alla scadenza prescelta una sola delle parti risulterà debitrice nei confronti dell’altra si è detto in più passaggi che vi è una sostanziale differenza tra la struttura dei *domestic swap* dove la prestazione è *ab origine* unica e quella degli *irs* dove opera la compensazione. La dualità delle prestazioni è provata dalla stessa previsione della compensazione: non si potrebbe parlare di essa se non vi fossero più rapporti (incrociati) creditore-debitore.

²⁸⁶ Inzitari, *op. cit.*, 971.

²⁸⁷ Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 191.

ammontare ma, pur oscillando nel valore, sono interdipendenti in un legame di natura commutativa.²⁸⁸

Nella stessa ottica, si è notato come le parti stabiliscono che entrambi i contraenti saranno reciprocamente obbligati e che essi, sulla base di previsioni conoscono anche l'ammontare delle prestazioni, che è determinato o, quantomeno, determinabile: "il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio, né si pone come causa dello scambio. Il rapporto tra l'entità del vantaggio (= scambio in sé) e la qualità del rischio è noto in partenza ad entrambe le parti".²⁸⁹ E così negli *swap* presi come riferimento sarebbe possibile registrare oscillazioni di valore delle prestazioni, ma né più né meno come in ogni contratto a termine.

L'incertezza – o alea – non sarebbe quindi in grado di incidere sul sinallagma dello scambio il quale riacquista la sua centralità relegando la oscillazione dei valori a fatto "accessorio" che non altera la commutatività dei due pagamenti e che è relegato all'ambito dell'alea economico.

A conferma di tale dottrina si ricorda come è pacifico che il mutuo a tasso variabile non è contratto aleatorio così come non lo è la permuta, contratto certamente commutativo, anche se il trasferimento di proprietà di uno dei due beni avviene in un momento successivo rispetto all'altro (100 kg di oro subito, contro 1.000 barili di petrolio in 100 rate annue) con possibilità quindi che le prestazioni abbiano valori diversi.

Il rischio non sarebbe quindi né l'oggetto di scambio, né inciderebbe sulla causa del contratto. Ulteriore "prova pratica" sarebbe offerta dal fatto che possono esistere *swap* nei quali il rischio è neutro in quanto "incide in maniera

²⁸⁸ Sul punto, Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 626 ss.

²⁸⁹ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 70; nel medesimo ambito, un altro autore che sostiene la non aleatorietà degli *swap* osserva come "il rischio delle variazioni dei tassi di cambio e di interesse non sembrerebbe essere l'oggetto né la causa dello scambio in quanto il rapporto tra il rischio di sopportare sacrifici e i vantaggi previsti sono determinabili fin dall'inizio del rapporto contrattuale", così Pagnoni, *op. cit.*, 1086.

identica (e cioè nella stessa misura e nello stesso senso) su entrambe le prestazioni”.²⁹⁰

In sintesi, tutte le posizioni sopra richiamate hanno in comune la esaltazione dell’aspetto commutativo dello scambio alla base dello schema *swap* ottenuto negli *irs* e sottolineano come: 1) il rischio non è l’oggetto del contratto; 2) il rischio è prevedibile e valutabile riguardo alle singole prestazioni; 3) essendo valutabile esso rimane esterno e relegato all’ambito economico.²⁹¹

Non si ritiene di dover rinnegare quanto detto sopra sulla natura aleatoria degli *swap* sulla base delle osservazioni appena riportate.

Con ordine: abbiamo rilevato che non è condivisibile la tesi per cui il rischio costituisce l’oggetto del contratto aleatorio, né il fatto che il rischio sia valutabile *ab initio* significa che le parti sanno quali eventi accadranno e in che misura essi si verificheranno.

Sicché la prevedibilità del rischio non è da sola sufficiente a rendere gli *swap* commutativi.

Quanto al fatto che il rischio rimanga sul piano economico è stato già sottolineato come il confine tra alea giuridico ed economico è labile. E forse sulla base di questa assai difficile distinzione si può anche ammettere che qualche *irs* presenti natura commutativa.

In altri termini, la risposta è nei meccanismi di calcolo dedotti nel contratto e quanto essi incidano sullo scambio di prestazioni. In fattispecie dove sono permesse solo oscillazioni minime - come potrebbe essere un *irs* di scambio fisso/variabile a durata pluriennale, dove le parti introducono una clausola in forza della quale esse non dovranno effettuare pagamenti se l’interesse variabile si distacca di oltre un punto percentuale dal tasso fisso - non si può parlare di contratto aleatorio, perché le due parti si impegnano a incrociare pagamenti con una tolleranza bassa alle oscillazioni e di fatto vogliono effettuare uno scambio

²⁹⁰ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 71.

²⁹¹ In questo senso anche Gioia, *op. cit.*, 2212.

con un rischio circoscritto, che fa rimanere quell'accordo nell'ambito della commutatività.²⁹²

Se però le parti stabiliscono che saranno comunque vincolate qualunque oscillazione di valore del sottostante, essendo così pronte ad adempiere a qualsiasi valore dell'obbligazione, allora è più arduo sostenere che il rischio non incida sulla causa e che tale contratto abbia natura commutativa.

In generale, si può quindi confermare la natura aleatoria dei contratti *swap*, anche se si avverte che una aprioristica classificazione può risultare fuorviante considerato che in alcuni casi, dove lo scambio di prestazioni è prolungato nel tempo sulla base di calcoli che prevedono contestualizzate oscillazioni di valore, è probabilmente possibile relegare l'alea all'ambito economico riconsegnando quegli accordi alla categoria dei contratti commutativi.

Una volta stabilito la aleatorietà degli *swap*, paiono necessarie due precisazioni fondamentali sul piano della esatta collocazione di questi accordi sul piano sistematico. Il primo è inerente al fatto che gli *swap* sono contratti aleatori non significa che essi non rientrino comunque nei contratti a prestazioni corrispettive.²⁹³

Il secondo aspetto, che è strettamente collegato al primo, è costituito dalla osservazione che trattandosi di contratti a prestazioni corrispettive, è possibile operare un giudizio *ex ante* sulla congruità dello scambio. Cosa succede però se tale congruità è del tutto assente?

Anzitutto va specificato che si deve momentaneamente lasciare da parte la contrattazione di strumenti finanziari derivati, poiché in quell'ambito vigono regole parzialmente diverse, che tendono a proteggere l'investitore, come testimonia il disposto di cui all'Allegato 3, reg. Consob 11522/1998 che stabiliva che “*alla stipula del contratto, il valore di uno swap è sempre nullo*”. E questo vuol dire che “i contraenti devono concordare sul fatto che la somma algebrica

²⁹² Questo pare essere anche l'orientamento di Mori, *op. cit.*, 338 s.

²⁹³ Roppo, *Il contratto*, cit., 445; Bianca, *op. cit.*, 491; in riferimento agli *swap* Gilotta, *op. cit.*, 149; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 97 s.

attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero: le parti stanno facendo “scommesse” sul futuro e, almeno in qualche momento, devono pur possedere le stesse informazioni e possibilità di guadagno”.²⁹⁴

Il problema è però inerente a *swap* stipulati tra parti che si suppone abbiano il medesimo potere contrattuale: esse sono completamente libere di fissare qualsivoglia scambio oppure devono osservare dei principi di “congruità oggettiva”? È valido un *irs* tra due parti nel quale una di queste si impegna a pagare il tasso fisso del 50% mentre l'altra quello di mercato variabile tra il 2-3%?²⁹⁵ Tenzialmente vige il principio di massima tutela nella autonomia privata, e quindi non si vedono ragioni ostative a un accordo in questo senso, salvo i limiti ben noti della mera apparenza o della nullità della causa.²⁹⁶

12. Altre possibili ricostruzioni: gli *swap* come contratti aleatori per volontà delle parti o contratti ad alea normale illimitata.

Abbiamo rilevato come i contratti *swap* sono per la maggior parte della dottrina, contratti naturalmente aleatori. Abbiamo poi rilevato come il problema, oltreché teorico, è importante anche e soprattutto alla luce delle preclusioni alla invocazione a risoluzione per eccessiva onerosità. Questo istituto non trova applicazione ai contratti aleatori per loro natura, per volontà delle parti, oppure se l'oscillazione di valore non supera l'alea normale del contratto.

Prima di chiedersi se l'alea che incide sui diversi tipi di *swap* possa portare a delle assimilazioni con i contratti di assicurazione o con le scommesse, pare opportuno domandarsi se comunque la risoluzione per eccessiva onerosità potrebbe rimanere esclusa anche attraverso diverse ricostruzioni, e così leggere i contratti *swap* in alternativa, come aleatori per volontà delle parti, oppure perché

²⁹⁴ Zamagni – Cedrini, *op. cit.*, 3.

²⁹⁵ Ipotizzando la non trovi applicazione il divieto di apposizione di tassi usurari.

²⁹⁶ Sul punto Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 60 ss.; Gilotta, *op. cit.*, 149.

caratterizzati da un'alea – stavolta meramente economico – convenzionale illimitato.²⁹⁷

Con ordine. Nei contratti aleatori per volontà delle parti i contraenti stabiliscono che il determinato contratto che stanno ponendo in essere sarà aleatorio. Ciò succede spesso anche nella stipulazione di alcuni *swap*.²⁹⁸

Per risolvere questo problema ci si può ancora attenere alle linee guida dettate dal Nicolò che si misurò sulla esatta individuazione di quale fosse l'oggetto del contratto aleatorio per volontà delle parti. Preliminarmente va notato che sulla possibilità che le parti possano apporre una clausola che muti la natura del contratto da commutativa ad aleatoria non vi sono dubbi, giusta l'autonomia privata i contraenti sono infatti liberi di stipulare contratti: i) aleatori per loro natura; ii) aleatori per volontà dei contraenti. Non basta però certo la mera dichiarazione, ma nel contratto ci deve effettivamente essere un *quid pluris* rispetto a uno schema commutativo "classico". In altri termini, non è sufficiente che le parti dichiarino di rendere una compravendita aleatoria se essa ha tutti gli elementi per essere commutativa, ma l'accordo deve contenere "elementi di aleatorietà" nello schema causale.²⁹⁹

Nicolò individua tre casi nei quali le parti creano un contratto imprimendo nel vincolo il rischio. In un primo caso vi sarebbe estensione di un determinato rischio a una prestazione, ampliando così convenzionalmente l'alea normale a ipotesi altrimenti estranee: è di immediata percezione che una clausola che esclude la responsabilità del debitore per colpa lieve, ad esempio, non è da sola atta a modificare la natura commutativa del contratto: in questo caso "le parti

²⁹⁷ Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 633.

²⁹⁸ Inzitari *op. cit.*, 969; Agostinelli, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, cit., 24, afferma che tali clausole hanno solo valenza interpretativa perché gli *swap* sono comunque aleatori per loro natura.

²⁹⁹ E. Gabrielli, voce *Alea*, cit., 2.

hanno voluto estendere l'ambito della alea normale di questo tipo di contratto".³⁰⁰

In un secondo caso, si sarebbe portati a ritenere che si sia in presenza di un contratto aleatorio per volontà delle parti se il rischio che una parte si assume investe tutta la prestazione e quindi esso sia insito nell'oggetto del contratto. L'evento futuro, come ad esempio la radicale esclusione della garanzia dei vizi nella vendita, si pone, sul piano della sua verifica, su un piano "eventuale e non necessario".³⁰¹ Si tratta di casi in cui entrambe le prestazioni sono certe, ma vi è un elemento che può portare a ridurre sensibilmente – finanche a fare scomparire – una delle due prestazioni.

Anche in tal caso non si ha un contratto aleatorio considerato che questa condizione di alea non è imprescindibile dal meccanismo contrattuale: "l'alea non si inserisce come un momento *necessario* e ineliminabile del sinallagma" ed esso "non caratterizza lo schema negoziale e può solo condizionare l'esistenza di una delle prestazioni contrapposte".³⁰²

Vi è poi un terzo caso in cui l'alea è invece essenziale ed è quello costituito dai contratti dove lo scambio di prestazioni è *ab initio* incerto nel senso che una prestazione può effettivamente esistere senza che l'altra parte sia tenuta ad alcuna controprestazione. "Le parti [...] sono consapevoli di far dipendere esclusivamente da un evento futuro la esistenza e la entità della prestazione medesima".³⁰³

È qui che si colloca il contratto aleatorio per volontà delle parti; ed è qui, se non si riconoscesse la aleatorietà degli *swap* per loro natura, che potrebbero comunque essere posti questi contratti, considerata la volontà esplicita, non solo nella clausola che lo dichiara, ma insita nello schema contrattuale valutato nel

³⁰⁰ Nicolò, *op. cit.*, 1027. Ovvero, lo sarebbe se si condividesse la teoria funzionale, per cui si ha contratto aleatorio ogni volta vi sia discrasia tra il valore iniziale e quello poi effettivo di una determinata prestazione. Tanto che, osserva sempre Nicolò, "sul piano pratico le conseguenze possono essere le stesse".

³⁰¹ Nicolò, *op. cit.*, 1028, *contra* Bianca, *op. cit.*, 464.

³⁰² Nicolò, *op. cit.*, 1029.

³⁰³ Nicolò, *op. cit.*, 1029; nello stesso senso, E. Gabrielli, voce *Alea*, cit., 2.

suo complesso, di legare una prestazione certa a una che, malgrado la sua incertezza sia nell'*an* sia nel *quantum*, permette la sopravvivenza del vincolo.

Che sia stabilito dalle parti con una clausola particolare, o che sia per sua natura non sembra sia possibile negare la natura aleatoria del contratto di *swap*. Se apposta, la clausola che stabilisce che il contratto è aleatorio, quando già naturalmente lo è, facilita il compito all'interprete sulla volontà delle parti. Perciò l'art. 1469 c.c. trova piena applicazione. Come in esso stabilito “[l]e norme degli articoli precedenti non si applicano ai contratti aleatori per loro natura o per volontà delle parti” e quindi agli *swap*, sia che siano contratti aleatori per loro natura, sia che lo siano per volontà delle parti, comunque non si applica il rimedio della eccessiva onerosità sopravvenuta.

Veniamo alla seconda ricostruzione accennata all'inizio del paragrafo: essa prende le mosse dalla lettura dell'art. 1467 c.c. che stabilisce che il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità non può essere invocato “*se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto*”.

Il concetto di alea normale non trova una definizione nel dato positivo e dalla lettera del codice si comprende solo che esso costituisce il limite alle oscillazioni del valore della prestazione contrattuale, limite, superato il quale entra in funzione il meccanismo della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. L'alea normale è un'idea che nel codice del 1942 era “assolutamente nuova”,³⁰⁴ e che si caratterizza “essenzialmente quale momento esterno alle determinazioni poste in essere dalle parti per dare una concreta realizzazione al loro assetto di interessi, perché a seguito della presenza di un simile tipo di alea si produce una vera e propria trasformazione causale del negozio”.³⁰⁵

³⁰⁴ Boselli, *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, cit., 771.

³⁰⁵ E. Gabrielli, *Alea e rischio nel contratto*, cit., 44; si osserva ancora in dottrina che l'art. 1467 tende a trasformare in nozione giuridica le più elementari operazioni del calcolo economico in termini di costo-benefici, designando con la formula dell'alea normale quel margine di incertezza dei danni e del profitto connessi al possibile variare delle circostanze dell'adempimento, che la legge non considera costituire una eccessività immediatamente apprezzabile come causa di risoluzione del contratto”, G. Alpa, M. Bessone, E. Roppo, *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Napoli, 1982, 390 s.

In altri termini, l'alea normale è il rischio "implicito" a ciascun contratto e la sua esatta individuazione è frutto "di una valutazione statistica sull'ordinario accadere dell'evento per il singolo tipo di contratto".³⁰⁶

È possibile rilevare che la presenza della figura dell'alea normale - e l'esclusione di una qualsiasi forma di tutela per un riassetto del rapporto contrattuale - costituisce la conferma che nei contratti aleatori vi è una significativa alterazione del sinallagma: se la legge infatti conferisce alle parti il potere di risolvere il contratto quando si sbilancia oltre un certo limite il valore di una prestazione alla luce della controprestazione, e dall'altro lato, avverte che questo rimedio non si applica ai contratti aleatori, vuol dire che riconosce l'assoluta sperequazione presente in questi ultimi.

Seguendo una definizione di quella dottrina che per prima ha enucleato la rilevanza causale dell'alea, la normalità di esso "non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificare la funzione del medesimo, ma rimane ad esso estrinseca", poiché legata alla fase esecutiva dell'accordo.³⁰⁷

Il problema in realtà riguarda la maggior parte dei contratti negoziati nel mercato finanziario dove l'aleatorietà, che incida sulla causa o meno, è comunque un elemento che caratterizza tutti gli accordi. Al riguardo, è significativa una decisione del Tribunale di Firenze di alcuni anni fa dove si osservava che un contratto *dont* aveva carattere aleatorio e che quindi non si poteva invocare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta e che comunque, "pur astraendo da una tale qualificazione, la situazione del mercato azionario non può mai determinare uno squilibrio delle prestazioni contrattuali idoneo a superare il limite dell'alea normale". In altri termini, non conta se è aleatorio o meno: le parti "giocando" in borsa stipulano contratti il valore delle

³⁰⁶ F. Gambino, *Normalità dell'alea e fatti di conoscenza*, Milano, 2001, 61.

³⁰⁷ Nicolò, *op. cit.*, 1026.

cui prestazioni è certamente sensibile a oscillazioni che rientrano sempre nell'alea normale.³⁰⁸

Seguendo questa impostazione, si arriverebbe alla esclusione del rimedio della eccessiva onerosità includendo le forti oscillazioni di valore nell'alea normale del contratto. La teoria ha trovato sostenitori anche in dottrina.³⁰⁹

Malgrado si ottenga il medesimo risultato pratico, quantomeno sotto il profilo della impossibilità delle parti di invocare il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, comunque la teoria dei contratti *swap* come contratti commutativi ad alea convenzionale illimitata non pare condivisibile, risultando preponderante la modificazione del profilo causale e quindi non sembrando necessario calare la medesima valutazione a livello prettamente esecutivo ed economico. Ma soprattutto perché – e in realtà potrebbe essere letto non come un ulteriore punto ma come il rovescio della medaglia – nei contratti commutativi ad alea illimitata le prestazioni sono del tutto determinate,³¹⁰ anche se sensibili a significative oscillazioni, mentre negli *swap* vi è una forte incertezza anche sulla esistenza di una o di entrambe le prestazioni, incertezza che incide sulla causa dell'accordo.

13. Contratti *swap* e assicurazione. Affinità e differenze.

Abbiamo osservato come gli *swap*, e in generale i derivati, siano contratti che le parti stipulano perseguendo finalità di speculazione oppure di copertura. Abbiamo poi notato che il rischio su cui le parti cercano di speculare, oppure che cercano di neutralizzare, si ripercuote sul contratto in maniera diversa che nei

³⁰⁸ Tribunale Firenze, 30 gennaio 1986, in *Giur. comm.*, 1988, II, 818. Sulla eccessiva onerosità e i contratti *dont*, si veda il parere di E. Gabrielli, *Contratti di put and call option, mutamento delle circostanze per regolazione del mercato ed eccessiva onerosità*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1151 ss.; nello stesso senso, Cass. n. 2338 del 25/2/1993; Cass. 4825 del 4/8/1988.

³⁰⁹ F. Rossi, *op. cit.*, 610 s.

³¹⁰ In questo senso Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 41.

contratti a prestazioni commutative, e sulla base di questa osservazione abbiamo affermato che tutti gli *swap*, salvo casi eccezionali, possono essere ricondotti alla categoria dei contratti aleatori per loro natura.

Abbiamo poi osservato come, anche se non fosse possibile ricondurre questi contratti alla categoria dei contratti naturalmente aleatori, molti degli *swap* potrebbero rientrare nella categoria dei contratti aleatori per volontà delle parti, giusta la clausola spesso apposta a questi negozi nella quale le parti dichiarano che l'accordo che stanno sottoscrivendo è aleatorio.

Infine, anche nella ulteriore ipotesi che nemmeno questa clausola fosse accettabile per mutare la commutatività in aleatorietà, abbiamo rilevato come gli *swap* possano essere considerati contratti ad alea normale illimitata per cui non è mai possibile invocare il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

Quel che è certo è che l'alea negli *swap* è presente in modo marcato. È spontaneo chiedersi allora se a questo tipo di accordi possano essere accostati altri contratti aleatori, come il contratto di assicurazione oppure, in ipotesi estrema, la scommessa.

Quanto alla assicurazione, è noto come questo sia un contratto tipico, previsto dal codice civile dove, all'art. 1882, si stabilisce che “[l]’*assicurazione è il contratto col quale l’assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l’assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana*”.

In prima battuta, è innegabile la similitudine tra gli *swap* e l'assicurazione. Segnatamente, l'accostamento che risulta più immediato è quello con i *credit default swap*, dove il *protection seller* si assume un rischio dietro pagamento di un prezzo, ma in una valutazione generica si possono riscontrare trasferimenti di rischi verso corrispettivo anche con gli schemi propri degli *irs* e degli *swap*

domestici e quindi si può affermare che tali accordi evocano finalità simili al contratto di assicurazione.

Quanto arriva in profondità questa similitudine? Si potrebbe anzitutto rilevare che nel contratto di assicurazione vi deve per forza essere una parte “qualificata” nel senso che questo deve essere necessariamente stipulato con una compagnia di assicurazioni, che attraverso la ripetizione seriale di molti contratti – singolarmente presi come aleatori – ottiene l’annullamento del rischio. Tale eccezione è superata attraverso un accostamento degli intermediari finanziari (banche) alle compagnia assicurative. Anche gli intermediari infatti possono stipulare *swap* di segno opposto di modo di annullare il rischio cui sono esposte, ferma la aleatorietà dei singoli contratti.³¹¹

Ma anche se un accostamento tra intermediari e compagnia di assicurazione è possibile in via generale, nello specifico vi è una differenza sostanziale data dal fatto che mentre nell’assicurazione l’assicurato paga il premio per essere tenuto indenne, nella negoziazione di *swap*, oltre alla provvigione fissa da dare all’intermediario, il cliente può finire per essere la parte tenuta a corrispondere somme non fisse (come il premio) ma variabili.³¹²

Non pare condivisibile invece la tesi di chi pone la differenza tra assicurazione e *swap* nel fatto che con la prima l’assicuratore si assume il rischio che il danno si produca come conseguenza di un sinistro, mentre negli *swap* si vuole trasferire solo la incidenza negativa di un evento, ma non necessariamente quelle di un sinistro.³¹³ Comunque sia infatti l’accadimento si traduce in un nocumento patrimoniale per l’assicurato oppure per una delle parti dello *swap*, nocumento cui si vuol porre rimedio attraverso la previsione di un risarcimento. Per cui la differenza, anche se in teoria corretta, non ha risvolti pratici di grande significato.

³¹¹ Sul punto in modo ampio, Inzitari, *op. cit.*, 974 ss.; Gazzoni, *op. cit.*, 1327; Gilotta, *op. cit.*, 140.

³¹² Gazzoni, *op. cit.*, 1328.

³¹³ Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, cit., 919 s.

Se è innegabile che da un punto di vista “tecnico-economico”³¹⁴ l’assicurazione e lo *swap* combaciano per la loro comune attitudine a offrire copertura da rischi, non vi sono con i diversi tipi di *swap* particolari affinità dal punto di vista schematico: né negli *irs* o negli *ircs*, né tantomeno nei *domestic swap* è corrisposta una somma paragonabile al premio assicurativo. Anzi, come poco sopra rilevato, non è neanche detto che sia l’intermediario la parte tenuta alla prestazione indefinita, mentre nella assicurazione tale prestazione è sempre a carico della compagnia assicuratrice.³¹⁵

Non solo, mentre nell’assicurazione è presente un premio da pagare dall’assicurato all’assicuratore, in astratto - e cioè prima che accada l’evento che rende le prestazioni aleatorie - negli *swap* l’assunzione delle due obbligazioni rappresenta uno scambio “a somma zero”.³¹⁶

Diverso discorso può essere fatto per i *cds* nei quali il compratore di protezione paga un prezzo fisso mentre il *protection seller* si assume il rischio della insolvenza di un debito. Se ci si limitasse a questa descrizione *cds* e assicurazione collimerebbero. Gli autori che si sono occupati dell’argomento però esaltano alcune differenze: anzitutto la possibilità preclusa nella assicurazione, di stipulare un *cds* senza essere parte del rapporto obbligatorio sul quale si sta “cercando protezione”, o meglio sul quale si sta prevedendo che il debitore adempirà. In questo caso si parla di *naked cds*.³¹⁷ Inoltre un derivato di credito, cui i *cds* indiscutibilmente appartengono, può essere venduto più volte malgrado l’esistenza di una sola obbligazione.³¹⁸

Si tratta tutti di rilievi fondati che permettono un accostamento degli *swap* alle assicurazioni solo sul piano descrittivo e che non corrispondono a nessuna individuazione di profili comuni sul piano del diritto sostanziale.

³¹⁴ Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, cit., 2424.

³¹⁵ Sul punto Irrera, voce *Swaps*, cit., 319; nello stesso senso V. Sangiovanni, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1139.

³¹⁶ Gilotta, *op. cit.*, 140 s.

³¹⁷ Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 403; Pagnoni, *op. cit.*, 1083.

³¹⁸ E. Barcellona, *op. cit.*, 660 che osserva anche che come ulteriore differenza il derivato di credito può anche essere contenuto in una *security*.

14. Contratti *swap* e scommessa. Paragone possibile?

Continuiamo nella valutazione della incidenza dell'alea negli *swap* e su possibili accostamenti ad altri contratti aleatori. Al paragrafo precedente abbiamo rilevato come, dal punto di vista economico, alcuni di questi contratti richiamano la figura del contratto di assicurazione; l'accostamento nasce dalla comune finalità di copertura che questi negozi possono condividere di fronte a un rischio cui i contraenti sono esposti.

Abbiamo però anche ricordato in più passaggi che i derivati possono anche essere stipulati con fini speculativi e quindi in assenza di una iniziale esposizione delle parti a rischi. In questa ipotesi, uno o entrambi i contraenti cercano di ottenere un beneficio assumendosi un rischio che originariamente non correivano.³¹⁹

Proprio la preesistenza di una esposizione dei contraenti a rischi richiama una differenza, interna alla categoria dei contratti aleatori, diffusa nella dottrina: “quando il rischio esiste *in rerum natura* ed il suo verificarsi è destinato a influire direttamente sul patrimonio di determinate persone, il contratto concluso per eliminare o ridurre le conseguenze pregiudizievoli dell'avverarsi di quel determinato evento (assicurazione), ovvero per sostituire a una situazione di incertezza la sicurezza del conseguimento di una prestazione preventivamente predeterminata (rendita vitalizia, *emptio spei*), è pienamente tutelato, in quanto diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela, e proprio perché sono tali il premunirsi contro il pericolo di un danno eventuale, il garantirsi i mezzi necessari per il soddisfacimento di determinati bisogni, o l'evitare le incertezze insite in ogni processo produttivo.

³¹⁹ Sul punto Inzitari, *op. cit.*, 977 ss.

Altrettanto non si può dire allorché il rischio viene creato artificialmente dalle parti, dato che l'affidare alla sorte il conseguimento di un determinato guadagno è socialmente improduttivo, quando non è addirittura dannoso".³²⁰

Anche se il richiamo è a una dottrina di circa mezzo secolo fa, esso è sempre attuale. Abbiamo rilevato che lo *swap* stipulato per la copertura dei rischi è solo economicamente assimilabile alla assicurazione; si tratta ora di vedere cosa succede se le parti si assumono un rischio cui non erano esposte. Detto in altri termini, se si stipulano *swap* speculativi si stipulano delle scommesse?

Fin da subito, si deve rilevare che il paragone è abbastanza diffuso nel linguaggio comune e ancora di più lo è negli ultimi anni, periodo in cui i derivati sono balzati agli onori della cronaca perché ritenuti causa di molte delle crisi verificatesi nel mercato finanziario.

A prescindere però dal gergo comune, si deve operare un approccio molto prudente al problema, soprattutto perché la soluzione di esso non ha risvolti solo sul piano descrittivo ma è anzi carica di significato considerato che potrebbe portare alla applicazione di norme diverse.³²¹ Su tutto: se si qualificano gli *swap* come scommesse, trova applicazione l'art. 1933 c.c., che stabilisce: "Non

³²⁰ Buttarò, *op. cit.*, 19 s.; più recentemente F. Reali, *Alea, commutatività e scommessa: il ruolo assunto dal "rischio" e le scommesse atipiche*, in *Contratto e impresa*, 956 ss., 961 s. che osserva "nei contratti aleatori il rischio è elemento preesistente la stipulazione del contratto, connaturato a una determinata situazione di fatto, ed esso è semplicemente ripartito tra le parti secondo il verificarsi o meno di eventi futuri e incerti; ne è esempio il contratto d'assicurazione contro gli infortuni.

Se invece il rischio è creato artificiosamente dalle parti, le quali decidono di affidarsi a un evento futuro e incerto onde stabilire se il vantaggio economico finale – normalmente predeterminato – sia di spettanza dell'una o dell'altra parte, allora saremo di fronte a un gioco o a una scommessa, a seconda che l'atteggiarsi di codesto evento sia in qualche modo condizionato dall'abilità dei contraenti o meno". Sul punto cfr. anche Gilotta, *op. cit.*, 153.

³²¹ Oltre ai contributi citati nel paragrafo si segnalano G. Gabrielli, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse*, in *Contratto e impresa*, 2009, 1133 ss., 1135 s.; Perrone, *Commento a Tribunale di Milano, Ordinanze del 21.02.1995 e 11.05.1995*, cit., 447; Bochicchio, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, cit., 595; Irrera, voce *Swaps*, cit., 317; Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, cit., 397; A. Antonucci, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, II, 204 ss., 208.

competete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o scommessa non proibiti.

Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace”.

Così, paragonando gli *swap* alle scommesse si privano i crediti scaturenti da questi accordi di azionabilità, quantomeno in determinati ambiti dove non trova applicazione l'art. 23, comma V, tuf, disposto che sancisce la inapplicabilità della eccezione di gioco e scommessa ai contratti finanziari e quindi anche agli strumenti finanziari derivati.

Convieni, per chiarezza, precisare ancora che il riferimento è esclusivamente agli *swap* con fini speculativi, poiché quelli a fini di copertura hanno, per dottrina e giurisprudenza unanime, una causa meritevole di tutela. Questa distinzione, facile sul piano teorico, risulta assai difficile dal punto di vista pratico, sia perché è arduo trovare situazioni “pure” dove un unico intento delle parti è comune e chiaro, sia perché è principio fondamentale del diritto dei contratti che i motivi per cui le parti stipulano un contratto non rilevano.

Anche poi ammettendo che sia possibile individuare una volontà speculativa scevra da altre finalità, non è affatto scontato assimilare *tout court* le speculazioni alle scommesse. Il problema è antico ed era già stato affrontato negli anni cinquanta del secolo scorso da Tullio Ascarelli; a fronte di quella dottrina che parificava le figure della operazione speculativa e del gioco e la scommessa, l'Autore osservava come l'“[i]ntento speculativo (e cioè lucrare su una differenza di corsi tra il momento dell'acquisto e un momento successivo) v'è in ogni acquisto che non sia per consumo ed in ogni acquisto perdita o guadagno dipendono dalle future oscillazioni di mercato del bene; può essere diversa l'importanza nei singoli casi di detto motivo, ma non è certo possibile ipotizzare acquisto per rivendere (e nemmeno a rigore, per investire) senza

l'intento di lucrare la differenza".³²² In altri termini, occorre cautela nell'accostamento poiché il metro di giudizio "intento speculativo" è innato nella maggior parte dei contratti.

Forse il parametro diventa maggiormente definito se si parla di contratti esclusivamente speculativi, vale a dire accordi dove l'unico intento che muove il contraente è quello di ottenere un guadagno, ponendo in essere una operazione ad alto grado di aleatorietà. Come però rilevato dallo stesso Ascarelli, si tratta di una distinzione assai difficile perché tesa a ricostruire una volontà comune alla maggior parte dei contratti e che poi si sviluppa nella sfera interna del soggetto.

Rilevate le difficoltà pratiche per la individuazione di una volontà speculativa pura, e ipotizzando che mera speculazione e scommessa coincidano perfettamente, si deve anche notare come – sempre in riferimento alla volontà delle parti – nelle speculazioni manchi l'intento ludico o di sfida presente nelle scommesse, per cui le due figure non sarebbero comunque assimilabili.³²³

La tesi è condivisibile e in punto di volontà dei soggetti traccia una netta differenza tra le due figure. Netta differenza, però, ancora, ardua da provare, considerata la quasi totale impossibilità per l'interprete di fare emergere gli intenti delle parti nei diversi contratti.

Così in generale si può affermare che se le diverse differenziazioni inerenti alla volontà dei soggetti appaiono dettate da logiche condivisibili, sul piano pratico tali differenziazioni sono pressoché invisibili. Anzitutto non è facile scindere l'intento speculativo da altri intenti; secondariamente è difficile nella pratica dividere tra intento ludico e di ricerca di un guadagno.

³²² Ascarelli, *op. cit.*, 437.

³²³ Per Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., due sarebbero le principali differenze: anzitutto negli *swap* manca l'intento ludico; secondariamente non si tratta di somme indicati con mero arbitrio ma calcolate su riferimenti precisi, 128 s.; Lembo, *op. cit.*, 366; F. Capriglione, *I prodotti "derivati" strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1995, I, 359 ss., 365.

Conviene allora volgere l'attenzione alla struttura degli accordi di *swap* e delle scommesse, optando così per quello che è il procedimento condiviso dalla maggioranza della dottrina che si è occupata del problema.³²⁴

È facile rilevare che strutturalmente i diversi tipi di *swap* e di scommesse possono avere molti punti di contatto.³²⁵ Si pensi alle fattispecie già analizzate nel presente lavoro: nei *naked cds*, cioè negli *swap* su credito in cui nessuno dei due contraenti è parte nel rapporto giuridico che si vuol “garantire”, il *protection buyer* “compra protezione” contro l'inadempimento di un debito a cui è del tutto estraneo; si potrebbe affermare che egli “scommette” sull'evento inadempimento del debitore del rapporto su cui si è “garantito”.

Oppure negli *irs*, una parte può vincolarsi a pagare una prestazione calcolata a tasso fisso contro una prestazione calcolata a tasso variabile. Si potrebbe affermare che la stipulazione di un *irs* si sostanzia in una scommessa dove le parti puntano sul rialzo o sulla diminuzione del tasso di interessi.

Da ultimo, e questa pare la fattispecie che strutturalmente più si avvicina a un tipo di scommessa, il *domestic currency swap*, dove le parti vogliono solo il pagamento della differenza, può essere letto come l'accordo in base al quale entrambi i contraenti scommettono sul rialzo del valore di diverse valute. In particolare, in commento a questi ultimi accordi si deve rilevare come essi condividano con alcune scommesse una “duplicità di promesse” e una “successiva unilateralità dell'adempimento”,³²⁶ tanto che alcuni autori in questo caso parlano di un contratto “strutturalmente identico alla scommessa”.³²⁷

³²⁴ *Ex multis* Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 27 che osserva come si debba analizzare la struttura e invoca “la verifica – a livello della operazione finanziaria e delle sue regole – delle modalità di realizzazione della gestione del rischio e dell'irrelevanza, sul piano del meccanismo operativo, delle diverse finalità che determinano i contraenti”.

³²⁵ “Non sempre la struttura degli *swaps* in parola coincide con quella propria della scommessa”, A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1995, 82 ss., 84.

³²⁶ Gazzoni, *op. cit.*, 1328.

³²⁷ Ferrario, *op. cit.*, 263; sul punto anche Perrone, che osserva come lo *swap* (riferendosi così ai *domestic* e agli *interest rate*) presentino tratti propri della scommessa: dal punto di vista

Ancora un esempio: Tizio e Caio deducono nel *dcs* due formule diverse (rispetto al solito nozionale) che rispecchiano due differenti oscillazioni del valore di una valuta straniera; chi “perde” paga la differenza.

Se vi è piena assimilazione strutturale di alcuni *swap* ad alcuni tipi di scommesse significa che per le obbligazioni nascenti da questi tipi di contratto può valere la regola di cui all’art. 1933 c.c. e così tale impostazione comporta la non azionabilità del credito. L’idea ha trovato, invero abbastanza sporadicamente, anche sbocco nella giurisprudenza. Già nel 1993, alle prime comparse sul panorama giurisprudenziale degli *swap*, il tribunale di Milano stabiliva che il *domestic currency swap* stipulato con finalità esclusivamente speculative era soggetto alla eccezione di gioco di cui all’art. 1933 c.c.³²⁸ e circa un anno dopo, sempre il medesimo tribunale negava potere di azione al creditore in un *interest rate swap* sulla base del medesimo fondamento.³²⁹

Tale indirizzo è da ritenere minoritario, anche se si segnala un relativamente recente *obiter dictum* del tribunale di Lanciano nel quale il giudice, pur optando per la piena tutela di *swap* negoziati con fini di copertura, faceva intendere che diverso, opposto, rilievo poteva farsi nel caso di *swap* meramente speculativi.³³⁰

Le decisioni appena richiamate, e in particolare i due provvedimenti del giudice di Milano, postulavano che gli *swap* non potessero essere considerati dei valori mobiliari (all’epoca vigeva la l. 1/1991 che non parlava di strumenti finanziari). Se infatti così fosse stato, avrebbe trovato applicazione l’art. all’art.

strutturale “l’evento cui le prestazioni contrattuali sono subordinate viene ad incidere sulla sfera patrimoniale delle parti solo in virtù della conclusione del contratto”; dal punto di vista funzionale “il contratto realizza indubbiamente l’interesse delle parti a conseguire un vantaggio patrimoniale come mero esito della sorte”, in *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, cit., 85.

³²⁸ Tribunale di Milano, 24/11/1993, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1995, II, 80, con nota di Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, cit.

³²⁹ Tribunale di Milano, 26/05/1994, in *Giur. comm.*, 1996, I, 50 ss. con nota di M. Angeretti, *Swap transactions ed eccezione di gioco*.

³³⁰ Tribunale di Lanciano: “[i]l contratto di “*Interest Rate Swap*”, sottoscritto da un imprenditore in relazione ad un mutuo a tassi variabili da questi stipulato, è negozio aleatorio dotato di una funzione assicurativa che impedisce di ritenerlo privo di causa. Viceversa, se stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori di tale funzione legata all’attività imprenditoriale, risulta assimilabile alla scommessa”, cit., con nota di Gilotta, cit., sul punto spec. 150 s.

23, IV comma della l. 1/1991, che vietava la possibilità di invocare l'eccezione di gioco e scommessa per i contratti stipulati nell'ambito finanziario.

Si tratta di un precetto che ha sempre accompagnato le norme di regolazione dei mercati finanziari, nella l. 1/1991, nel Decreto Eurosim (art. 18, IV comma) e oggi nell'art. 23 comma V, tuf che così dispone: “*Nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile*”.

Logico che la disposizione può risultare “superflua” nel caso in cui si ritenga comunque sempre distinguibili *swap* e scommessa, mentre fornisce un argomento decisivo nel caso in cui si riconosca qualche punto di contatto tra le diverse fattispecie. Certamente, l'esigenza sentita dal legislatore di specificare che non si può applicare l'eccezione di gioco e scommessa pare costituire un punto a favore di chi legge possibili sovrapposizioni tra *swap*, e scommesse.³³¹

La scelta di sancire a livello legislativo l'impossibilità di invocare l'art. 1933 c.c. pare ancora più opportuna sulla base dei rilievi di chi ha osservato come l'applicazione dell'eccezione di gioco porterebbe a un vero e proprio *caos* dal punto di vista pratico. Si è infatti notato come la tutela approntata alle obbligazioni nascenti dalle scommesse non è del tutto assente, ma solo (fortemente) attenuata. Da esse nascono crediti non azionabili, ma se adempiuti spontaneamente, non ripetibili.

Se si applicasse questo principio agli *swap*, i cui diversi pagamenti sono spesso suddivisi in rate, si potrebbe assistere a situazioni dove la parte che invoca l'eccezione di cui all'art. 1933 c.c. non potrebbe vedersi restituire le somme già pagate.

Così si assisterebbe a una tutela ben diversa, e inferiore, rispetto a quella che si ha (previa domanda di restituzione) in caso di nullità del contratto.³³²

³³¹ Gilotta, *op. cit.*, 157 s.

³³² Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto swap*, cit., 15 ss.; l'A. parla di effetti economici “temibili e dirompenti”.

In realtà, sempre in riferimento agli *swap* trattati sul mercato mobiliare, si può ottenere piena tutela anche sulla base di un'altra ricostruzione: è noto che l'intermediario finanziario svolge un ruolo socialmente rilevante di contribuzione allo sviluppo del mercato. Se così è, i negozi stipulati nell'ambito della attività di intermediazione sono sempre da considerare meritevoli di tutela, a prescindere dalla volontà del cliente.³³³ Quindi, il fatto che un soggetto sia autorizzato a svolgere una attività meritevole, e forse più correttamente, il fatto che quel negozio rientri in una attività meritevole, preclude la possibilità di invocare l'eccezione di gioco e scommessa. In quest'ottica sarebbe possibile una analogia con l'art. 1935 c.c. che disciplina le scommesse autorizzate.³³⁴ Si tratterebbe infatti del medesimo *modus operandi* del legislatore: dare una tutela minore a determinati negozi scommesse e *swap* a meno che non si tratti di un ambito che si ritiene degno di essere protetto.

Si è anche aggiunto che la contrattazione di strumenti finanziari derivati sul c.d. mercato finanziario secondario è utile per comprendere l'andamento del mercato aumentando quindi l'efficienza di questo.³³⁵ Anche da un punto di vista macro economico, quindi, vi sarebbe una diffusa meritevolezza degli strumenti finanziari derivati.

Ci si è poi chiesti se l'intento speculativo debba essere perseguito da una o da entrambe le parti. Oltre alla già richiamata analogia con l'art. 1935 c.c., alcuni in dottrina hanno invocato anche un possibile accostamento con l'art. 1934 c.c.³³⁶ Se così fosse, il giudice potrebbe anche ridurre l'importo della scommessa. Si

³³³ Ferrario, *op. cit.*, 260; nello stesso senso Angeretti, *op. cit.*, 57; articolata la tesi di Bochicchio che critica fortemente la tesi della qualificazione dello *swap* come scommessa, sia per le incertezze sistematiche per gli intermediari e per chi si relaziona con loro, sia perché si aprirebbe la strada a moralismi dati dalla ricerca delle intenzioni dei soggetti, sia, infine, perché "l'eventuale intento speculativo è irrilevante, *rectius*, quale caratteristica essenziale dei contratti di borsa, passa in secondo piano rispetto alla funzione economico-sociale di investimento finanziario", *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, cit., 597.

³³⁴ Angeretti, *op. cit.*, 57; Cossu, *op. cit.*, 169 che rimarca la similitudine con l'art. 1935 c.c.

³³⁵ Preite, *op. cit.*, 176; nello stesso senso Gilotta, *op. cit.*, 154 s.

³³⁶ Ferrario, *op. cit.*, 263 s.

tratta di uno spunto suggestivo ma, pare, di difficile applicazione considerato che le cifre nascenti dai diversi *swap* sono frutto di strutturati calcoli e non mero arbitrio di scommettitori.

Direi che il rilievo comune a queste ipotesi è dato dal fatto che tutte postulano una identità di struttura tra scommesse e *swap*: si ammette che gli *swap* siano scommesse, anche se si impedisce a chi opera in un determinato ambito di invocare la eccezione di cui all'art. 1933 c.c.

Resta allora da vedere cosa succede in un sistema nel quale non sussiste il divieto per le parti di invocare l'eccezione di gioco e scommessa. Per fare ciò, è sufficiente volgere lo sguardo all'ambito esterno al mercato finanziario. Cosa succede se le parti stipulano uno *swap* tra soggetti non qualificati?

Anche fuori dall'ambito finanziario alcuni autori hanno individuato differenze tra *swap* e scommesse. Tra le altre, si ricorda una posizione che legge la differenza tra le due fattispecie nella creazione di nuova ricchezza. In questo senso si segnala un lodo arbitrale che osserva come lo *swap* “sia produttivo di nuova ricchezza e perciò estraneo al giuoco e alla scommessa che si limitano a trasferire da un contraente all'altro una ricchezza già esistente, con una alea esterna e incontrollabile e cioè, con un rischio non connesso ad alcuna valutazione di convenienza”;³³⁷ in questa ottica, “[p]uò dirsi pertanto che il contratto di *swap*, al contrario delle scommesse, produce ricchezza e rientra comunque, ossia a prescindere dai “motivi” che i singoli contraenti intendano perseguire nell'area del “lavoro”, piuttosto che in quella del passatempo”.³³⁸ Quindi, la differenza riposerebbe proprio nella diversa utilità sia per il soggetto sia sociale.

Al di là delle distinzioni che possono essere effettuate in teoria, il problema rimane aperto. Da una parte è da riconoscere una impossibilità di distinguere la struttura, ad esempio, di un *domestic swap* da una scommessa, dall'altra si

³³⁷ Lodo arbitrale del 19/7/1996, cit.

³³⁸ Preite, *op. cit.*, 174.

intuisce la profonda differenza del ruolo che questi due contratti hanno, differenza che però rischia di rimanere nella sfera privata e quindi priva di qualsiasi ripercussione sulla struttura del contratto.³³⁹

Quindi, al di là delle differenze che di volta in volta si possono individuare e tentando di tirare le fila del discorso, sembra si possa considerare alcuni punti come indiscutibili:

- le strutture di alcuni *swap* e di alcune scommesse possono coincidere;
- nell'ambito del mercato finanziario non è possibile invocare l'eccezione di gioco e scommessa stante la operatività dell'art. 23 comma V tuf; al di fuori del mercato, e quindi ipotizzando una contrattazione di *swap* tra privati, la sostanziale identità tra alcuni di questi contratti e alcune scommesse può portare alla invocazione da parte del soggetto chiamato ad adempiere alla sua obbligazione, della eccezione di cui all'art. 1933 c.c.³⁴⁰

15. Sulla rilevanza dei motivi e sulla causa concreta negli *swap*.

Abbiamo osservato nei paragrafi precedenti che tutti gli *swap*, a prescindere dal tipo, hanno l'attitudine a essere assimilati, sul piano della funzione economica, alla assicurazione e alcuni, per struttura, alla scommessa.

Questa distinzione muta la disciplina da applicare?

Anzitutto si può rispondere con certezza che essa ha rilievo per i prodotti finanziari derivati stipulati da enti pubblici. Come già segnalato, infatti, tali enti

³³⁹ In tema cfr. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, 13, nota 29; G. Gabrielli, *op. cit.*, *passim*.

³⁴⁰ In questo senso, *ex multis*, Costi-Enriques, *op. cit.*, 366, nota 157 che affermano che gli *swap* sarebbero scommesse se stipulate fuori dall'ambito del tuf; nello stesso senso, Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, cit. 324; Cossu – Spada, *op. cit.*, 416; Gilotta, *op. cit.*, 155 ss., spec. 158; per Inzitari invece la speculazione ha valore sociale e quindi è comunque sempre meritevole di tutela, *op. cit.*, 979 ss.; così anche per Riccio, *Eccessiva onerosità*, cit., 621.

possono stipulare esclusivamente derivati con finalità di copertura, pena la nullità del contratto.³⁴¹

È un divieto particolare dettato dal legislatore per evitare che soggetti che perseguono determinate funzioni si esponano a rischi inutili. Il divieto però è dato dalla natura dei contraenti e non sembra avere influenza sul contratto stesso.

Passiamo agli altri casi: è possibile che di fronte a uno *swap* l'interprete vada a sindacare sulle finalità perseguite dalle parti? Se la risposta è positiva, quali sono le conseguenze?

Non si tratta di un problema prettamente teorico ma la domanda sorge da una effettiva esigenza sorta nella pratica: è successo che prodotti derivati presentati come strumenti tesi alla copertura di un determinato rischio, si sono rilevati invece fortemente speculativi soprattutto per l'investitore.

Al di là del problema di giudicare la responsabilità per la condotta dell'intermediario finanziario che ha omesso di informare l'investitore sulla reale natura di questi accordi, si deve mantenere l'attenzione agli aspetti inerenti la struttura del contratto.

In generale vige la impossibilità di dare rilievo ai motivi per cui le parti stipulano un determinato contratto, quindi è irrilevante che le parti perseguissero fini di copertura o di speculazione.

Si tratta di un principio comune del diritto privato che non può essere messo in discussione, per cui l'interprete cui si pone davanti il semplice "oggetto" costituito dal contratto, o meglio, dallo strumento finanziario derivato contenente

³⁴¹ In questo senso, Tribunale di Pescara, 12 aprile 2010: "Dalla disciplina che regola l'utilizzo di strumenti derivati da parte degli enti locali di cui all'art. 2 d.lgs. n. 267/2000 è possibile enucleare il principio secondo il quale l'utilizzo di detti strumenti, peraltro tassativamente indicati, è ammesso al solo fine di copertura dell'indebitamento ed a condizione che vengano rispettati precisi limiti tesi a contenerne il rischio. [...] È vietato il contratto relativo a strumenti finanziari derivati concluso da un ente pubblico in violazione dei limiti fissati dall'art. 41 della L. n. 448/2001 e del D.M. n. 389/2003 dell'erogazione di sconto e premio di liquidità e che si ponga in contrasto con la finalità di contenimento dell'indebitamento e protezione dal rischio di rialzo dei tassi; parimenti vietato quindi nullo è il contratto di swap che, ponendosi in contrasto con norme imperative, non abbia lo scopo di controllare il rischio relativo all'indebitamento effettivamente contratto", in *www.ilcaso.it*.

lo *swap*, non è in grado di dare rilevanza alle ragioni per cui era stato stipulato quel negozio.

Inoltre, almeno nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, anche se si riuscisse a provare che l'intermediario e l'investitore volevano esclusivamente scommettere, comunque, si applicherebbe l'art. 23 comma V tuf per cui sarebbe impossibile per le parti invocare la eccezione di cui all'art. 1933 c.c.

Al di fuori dell'ambito finanziario occorre verificare: se le parti hanno posto in essere uno *swap* di copertura oppure per un'altra ragione che riescono a fare emergere chiaramente dall'accordo allora il negozio difficilmente potrà essere valutato come non meritevole di tutela. Se però i contraenti tacciono non deducendo niente nel contratto, l'interprete chiamato a decidere potrebbe dichiarare lo *swap* come non meritevole di tutela, essendo le strutture di alcuni tipi di questi contratti e alcuni tipi di scommesse praticamente identiche.

Questa impostazione che in sostanza matura sulla base dell'insegnamento classico del diritto privato della irrilevanza dei motivi è stata in parte posta in discussione da alcuni recenti decisioni: negli ultimi anni, infatti, si è iniziato a registrare un mutamento di indirizzo fondato sulla concezione di causa concreta.³⁴²

A titolo di esempio, scrive il tribunale di Bari in una recente decisione avente a oggetto una controversia nella quale l'investitore lamentava una discrasia tra la causa concreta del contratto di *swap* rispetto alle finalità che si era dichiarato di voler perseguire nella fase precontrattuale: “la violazione delle regole di comportamento [...] si è tradotta in una deviazione della causa rispondente alla suddetta tipicità sociale, in quanto lo schema causale è stato adoperato dalla banca per finalità non ad esso coerenti”. Riscontrata così la “mancanza di

³⁴² Roppo definisce la causa concreta come: “ragione che concretamente giustifica il particolare contratto in esame, alla luce delle specificità rilevanti che lo connotano”, *Il contratto*, cit., 364; per una ricostruzione unitaria del concetto di causa, G. Conte, *Commento* sub artt. 1343-1345, in *Codice Civile Commentato, Libro IV*, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Torino, 2005, 468 ss.

copertura del rischio sottostante” si è stabilito che nel caso di specie non era stata raggiunta la funzione dell’*irs* stipulato dalle parti.

Osserva la corte che se lo scopo pratico del negozio è “la sintesi [...] degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato” un contratto di *swap* nato per coprire determinati rischi non può contenere formule che non siano adatte allo scopo. In questa ottica, mancherebbe la causa concreta del contratto e l’accordo sarebbe da considerarsi nullo.³⁴³

In questo modo l’impossibilità di fare emergere i motivi per cui le parti hanno stipulato un contratto di *swap* può essere “aggirata” qualificando lo stesso fenomeno ricerca di copertura o di guadagno come “*funzione* concreta oggettivamente svolta dal negozio”; così, anche se la struttura contrattuale non fa trasparire le ragioni che spingono le parti, attraverso la valorizzazione della causa concreta del negozio si riesce a giudicare la discrasia tra volontà di un segno (copertura) e funzione del negozio di segno opposto (speculazione).³⁴⁴

In generale, non vi è una soluzione univoca al problema. La prima impostazione che si arresta alla insindacabilità dei motivi sembra tendenzialmente ancora valida. L’interprete cui è sottoposto un contratto non può verificare quale fosse l’intento delle parti, se esso non traspare dal contratto stesso e quindi in definitiva, se non impatta su altri elementi.

Quanto alla seconda impostazione, che legge nella possibilità di sindacare sulla causa concreta, essa, ci pare, debba essere valutata caso per caso e questo proprio perché essa è la specifica funzione ricercata dai contraenti.³⁴⁵

È chiaro però che vi devono essere univoci indizi che permettono al giudice di verificarne la presenza, per cui non si ritiene sufficiente, ad esempio, che basti la pre-esposizione di una delle parti a un rischio. Questo infatti è solo un fatto che non prova, a esempio, quale atteggiamento poteva aver deciso di assumere la

³⁴³ Nello stesso senso, Tribunale di Lanciano, cit.

³⁴⁴ Gilotta, *op. cit.*, 151 ss.

³⁴⁵ In questo senso, Bontempi, *op. cit.*, 353.

parte rispetto a esso: potrebbe infatti succedere che un investitore già esposto a rischi decida di correrne di più gravi, speculando, e così cercando di risanare velocemente la propria posizione. E ciò sarebbe assolutamente lecito, fintanto che lo speculatore sia posto in grado di capire la portata delle proprie azioni e le conseguenze degli investimenti posti in essere.

È solo lo studio del singolo caso concreto che può permettere all'interprete di sindacare se vi sia o meno la causa concreta del negozio. Sul piano teorico rimane la polifunzionalità degli *swap* che possono, indifferentemente, essere stipulati per fini di copertura o di speculazione, senza che tali fini siano visibili dalla struttura del negozio.³⁴⁶

Non c'è dubbio che alcuni dissesti finanziari siano stati causati da *swap*, o in generale da derivati, presentati per ciò che non erano. Ma ciò non può non causare una reazione "istintiva" da parte dell'ordinamento che permetta in modo astratto e generale di spingersi oltre il limite solitamente apposto nel sindacare sulla validità di un negozio.

³⁴⁶ "Ci sembra, in proposito, che la causa del contratto di *swap* possa essere unitariamente ricostruita e intesa a prescindere dalle diverse funzioni che sostanzialmente la stipulazione assolve, che degradano al rango di motivi, moventi del soggetto agente. Così, in particolare, non è dato di articolare la stipulazione in tanti sottotipi quante sono le finalità perseguite con il contratto: in particolare di distinguere, sul piano causale, tra uno *swap* con funzione speculativa ed uno *swap* con funzione di copertura dei rischi di cambio", Cossu, *op. cit.*, 170 s. *contra* de Iuliis, *op. cit.*, 407. Sul punto si segnala altresì una interessante sentenza del Tribunale di Novara n. 23 del 1/8/2007 che detta i caratteri che deve avere uno *swap* non speculativo: "Affinché le operazioni di *interest rate swap* e, più in generale, quelle in strumenti finanziari derivati, possano essere considerate come assistite da funzione di copertura di specifici rischi (su tasso o cambio) e non meramente speculative, occorre, secondo le prescrizioni Consob (Comunicazione DI/99013791 del 26.2.1999) che esse: a) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre operazioni detenute dal cliente (cd. posizioni base); b) vi sia elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico – finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, ecc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a la fine; c) le condizioni di cui al punto *sub* a e *sub* b risultino documentalmente da evidenze interne degli intermediarie siano approvate dalla funzione di controllo interno. L'intermediario, nella valutazione dell'idoneità dell'operazione in derivati, nonché della correlazione fra copertura e strumento finanziario, deve agire secondo la diligenza propria del settore", in www.filodiritto.com/index.php?azione=visualizza&iddoc=2121.

Nasce quindi qualche dubbio nella introduzione, da alcuni ventilata, pur se *de jure condendo*,³⁴⁷ di una preclusione alla stipulazione di *swap* speculativi anche per i privati, poiché tale divieto inciderebbe eccessivamente sulla sfera privata degli investitori.

16. Analisi della forma e dell'oggetto nei contratti *swap*. Alcuni possibili profili di invalidità.

Ci avviamo alla conclusione di questo capitolo riservando alcune brevi osservazioni a due elementi essenziali dei diversi tipi di *swap* e segnatamente l'oggetto e la forma dei *dcs* e degli *irs*.

In generale, possiamo affermare che la disciplina muta a seconda del soggetto che stipula questi contratti. Se si tratta di soggetti "privati" (non intermediari e investitori ma soggetti aventi pari potere contrattuale, quantomeno agli occhi della legge) trovano applicazione le regole generali dettate dal codice civile.

Per quanto riguarda la forma, se il contratto *swap* è stipulato al di fuori dell'ambito di applicazione delineato dal tuf, si avrà allora piena libertà e il contratto potrà essere considerato valido anche se stipulato in forma orale.³⁴⁸

Il principio in realtà ha risvolti pratici di poco rilievo, non solo perché di solito questi contratti non sono stipulati tra soggetti che non rivestono la qualifica di intermediario e investitore, ma anche perché è evidente la difficoltà di fermare oralmente le complicate formule che solitamente caratterizzano un contratto di *swap*. Quanto ai requisiti di forma dettati per gli strumenti finanziari derivati, si rimanda l'analisi di tale profilo al prossimo capitolo.

Anche per l'oggetto vale in parte quanto scritto finora. La disciplina infatti oscilla tra regole dettate dal mercato finanziario e regole comuni dettate dal codice civile. A differenza del requisito della forma, che si atteggia ugualmente

³⁴⁷ G. Gabrielli, *op. cit.*, 1136.

³⁴⁸ S. Pagliantini, *La forma del contratto: appunti per una voce*, in *Studi senesi*, 2004, 102 ss., 108 ss.

nonostante il tipo di *swap*, si deve anche osservare che l'oggetto muta a seconda del tipo di contratto (ad esempio un *irs* o di un *dcs*).

Abbiamo già scritto di due caratteristiche fondamentali delle prestazioni nascenti dai derivati: i) una o entrambe le prestazioni sono legate a elementi (sottostanti) che ne permettono una oscillazione di valore; ii) proprio per permettere tale oscillazione, una o entrambe le prestazioni sono a esecuzione differita.

Oltre a questi due aspetti, e volgendo l'attenzione ai diversi tipi di *swap*, possiamo osservare come, per quanto riguarda gli *irs* l'oggetto è costituito da due prestazioni, solitamente una di portata certa e l'altra invece di incerta definizione.

Per quanto riguarda gli *swap* domestici, invece, l'impostazione muta sensibilmente perché la prestazione nascente dal contratto è unica ed è data da formule che mirano a ottenere come risultato finale una differenza di valore. In altri termini, a differenza degli *irs* non esistono due prestazioni, eventualmente da compensare in fase esecutiva, ma il contratto è pensato per rispecchiare differenze di valori da tramutare nella corresponsione di un'unica somma. Le parti vogliono far nascere esclusivamente una prestazione cui sarà tenuto il contraente svantaggiato dalle oscillazioni, ad esempio, di cambio.

Al di fuori delle regole del tuf, si devono applicare quelle generali del codice civile.³⁴⁹ Per cui le parti devono stipulare un negozio che abbia un oggetto lecito e determinabile. Deve cioè contenere tutti i requisiti per permettere la esatta individuazione del flusso, o dei flussi, di cassa che una delle parti corrisponderà all'altra (*dcs*) o che si scambieranno (*irs*).

³⁴⁹ Sulla determinatezza di un oggetto di uno strumento finanziario derivato contenente uno *swap*, si segnala come “Non può ritenersi indeterminato l'oggetto del contratto di convertible *swap* ove il contratto quadro ne definisca, in termini generali, il significato ed il contratto avente ad oggetto lo specifico strumento finanziario ne indichi l'importo di riferimento, la data iniziale e quella finale, i tassi applicati ed il contenuto delle reciproche obbligazioni assunte dalle parti”, così Tribunale di Torino, 30/11/2009, in www.ilcaso.it.

Su di un piano generale, abbiamo osservato anche che lo scopo di questi accordi è la gestione del rischio. Segnatamente si stipula uno *swap* per proteggersi da un rischio o per speculare su di esso. In questa incertezza riposa il valore delle prestazioni future sicché i derivati sono contratti naturalmente aleatori.

Ma cosa succede se l'alea che dovrebbe esporre entrambe le parti a determinati rischi è invece strutturato in maniera tale per cui una sola parte si assume la maggioranza dei rischi?

Il problema lo abbiamo in parte affrontato in precedenza e abbiamo riportato quella dottrina e giurisprudenza che di fronte a una discrasia tra l'assetto contrattuale e ciò che le parti volevano solleva dubbi sulla validità della causa concreta dell'accordo. Altre decisioni danno una lettura in parte diversa, e pur rilevando la nullità della causa segnalano anche che essa nasce dalla sperequazione tra le due prestazioni oggetto del contratto. Si tratta di un altro profilo del medesimo problema. La causa concreta è viziata poiché l'oggetto – ancora, inteso come insieme delle prestazioni – presenta una distribuzione non corrispondente al reale intento delle parti.³⁵⁰

Teoricamente, sarebbe “necessario che il meccanismo aleatorio sia equilibrato e razionale e quindi che l'assunzione del rischio sia a fronte di possibilità lucrative che derivano oggettivamente dal rischio, senza alcuna sperequazione”.³⁵¹

Venendo poi all'oggetto degli *swap* intesi quali strumenti finanziari derivati, ad essi vanno applicate tutta una serie di regole affinché il contenuto del contratto sia chiaro e comprensibile. Siamo nell'ambito della trasparenza dell'oggetto del

³⁵⁰ Nel caso di specie, l'alea del contratto posto in essere tra le parti permeava esclusivamente una prestazione e non entrambe, trasformandosi da alea bilaterale a unilaterale. Così un accordo che in teoria doveva aiutare a gestire i rischi, provvedendo alla redistribuzione di essi su entrambe le parti si rilevava in realtà come pendente esclusivamente sull'investitore. Tribunale di Brindisi, 18/7/2007, in *www.ilcaso.it*; con nota di V. Sangiovanni, *Il caso “My Way” e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. Merito*, 2009, 1516;

³⁵¹ F. Bochicchio, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, 304 ss., 324.

contratto. Il problema della trasparenza si pone in modo trasversale a tutti i prodotti finanziari, ma in particolare vale per i prodotti derivati, che solitamente contengono formule tecniche di particolare difficoltà.

Osserva correttamente il tribunale di Brindisi che le regole contenute nel tuf “impongono all'istituto di credito uno specifico obbligo di informazione circa le caratteristiche fondamentali del contratto. Precisamente, incombe sul proponente l'investimento uno specifico obbligo (art. 21 lett. *a* TUF) di diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse del cliente, obbligo che impone in particolare all'operatore finanziario un'azione tesa alla garanzia della massima informazione (art. 21 lett. *b* TUF) nei confronti del risparmiatore.

Ed è appena il caso di precisare che trattasi di obblighi a contenuto più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.), gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale. La qual cosa deriva anzitutto dalla particolare natura dei contratti in esame, i quali presentano un elevato grado di rischio, ed espongono pertanto il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale da lui investito. In secondo luogo, non va trascurato che l'aderente all'investimento è spesso un soggetto privo delle cognizioni tecniche necessarie per operare in un settore altamente specializzato, quale quello del mercato dei valori mobiliari. Per tal ragione, deve ritenersi *condicio sine qua non* della validità del contratto la circostanza che, in sede di stipula dell'accordo negoziale, il risparmiatore abbia avuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. La qual cosa è tanto più vera se si considera che - a differenza di quanto accade in un normale schema negoziale, ove di norma non compaiono terzi garanti che vigilano *ab origine* sulla regolarità dell'accordo - l'attività del proponente l'investimento non è libera, ma è a sua volta soggetta a vigilanza da parte di soggetti terzi rispetto al singolo contratto, e segnatamente della CONSOB e della Banca d'Italia (artt. 5 e ss. TUF)”.³⁵²

³⁵² Tribunale di Brindisi, 18/07/2007, cit.

La somma di obblighi pendenti sugli intermediari, quindi, non è limitata agli obblighi di condotta ma ha ripercussioni anche sull'oggetto del contratto che deve essere formulato in modo chiaro e comprensibile permettendo così agli investitori di comprendere esattamente gli obblighi che si stanno assumendo.³⁵³

³⁵³ Tra i vari, generali, obblighi di trasparenza, si ricorda l'art. 6 comma 3, tuf e, in riferimento ai requisiti che il contratto deve avere, gli artt. 37 e 38 reg. Consob 16190/2007.

Cap. III. La collocazione di strumenti finanziari derivati.

1. Il ruolo dell'intermediario finanziario nella collocazione di strumenti finanziari derivati.

Gli *swap* si sviluppano e vivono principalmente nel mercato finanziario. Essi sono strumenti, o prodotti, finanziari derivati, categorie che costituiscono l'oggetto della attività di investimento nel mercato mobiliare. I principali attori in tale attività sono gli intermediari (banche).

Il ruolo che essi hanno nella contrattazione di strumenti finanziari derivati è decisivo: chi vuole stipulare uno *swap*, o un altro derivato, ha necessità di trovare una controparte che abbia, rispetto a un rischio, un interesse specularmente opposto. Il che è nella pratica assai difficoltoso.

Nell'esempio degli *irs*, dove una parte vuole percepire un interesse fisso rispetto a una determinata somma, si tratterebbe di cercare un soggetto che aspira a contrarre uno *swap* a tasso variabile. Si aggiunga poi che anche qualora fosse possibile trovare facilmente una controparte, le formule per ottenere uno scambio non sarebbero di facile individuazione.

Il ruolo degli intermediari è fondamentale proprio in questa ottica: mettere in contatto investitori portatori di interessi diversi e contrapposti. Nell'ottica dei derivati, questo scambio permette alle parti di gestire i rischi cui sono esposte e rispetto ai quali si pongono in maniera speculare.³⁵⁴ L'attività degli intermediari è suddivisa in due ipotesi: nella prima, l'intermediario trova la controparte per la stipulazione del contratto di *swap*; nella seconda è egli stesso che si pone come controparte a ogni singolo contratto.

In quest'ultimo caso, assai più comune, l'intermediario stipula più derivati di segno opposto con più controparti, creandosi così un patrimonio (portafoglio)

³⁵⁴ Inzitari, *op. cit.*, 959 s.; de Iuliis, *op. cit.*, 395 ss.; Angeretti, *op. cit.*, 52; Gilotta, *op. cit.*, 137; F. Boichichio, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, cit., 322.

dove la varietà dei rischi assunti permette una sostanziale “immunità” dagli stessi. Variando il rischio, gli intermediari riescono a controllarlo a livello di massa.

Nel paragrafo dedicato alle differenze tra *swap* e assicurazione abbiamo osservato come la logica nella amministrazione del portafoglio sia identica dal punto di vista delle leggi economiche che governano la gestione del patrimonio dell’intermediario e della compagnia di assicurazione, ma ben diversa dal punto di vista sistematico.³⁵⁵

La disciplina della intermediazione è molto complessa. Di fronte a tale complessità si impone una delimitazione, sia riguardo al settore, si analizzerà esclusivamente la collocazione presso gli investitori e non in generale del ruolo degli intermediari nel mercato finanziario mobiliare, sia in relazione a un oggetto specifico, esclusivamente la collocazione di strumenti finanziari derivati e non la collocazione di tutti i prodotti finanziari.

Si potrebbe ulteriormente delimitare il campo agli *swap*, ma si tratterebbe di una restrizione superflua perché gli obblighi per gli intermediari nella collocazione di strumenti finanziari derivati sono i medesimi per tutti i tipi di derivati.

Il ruolo dell’intermediario è talmente insito nello *swap*, che parte della dottrina osserva come una prestazione nascente da tale contratto è la commissione che l’investitore deve corrispondere alla banca.³⁵⁶

Questa osservazione non pare condivisibile: è vero che nella pratica la commissione per l’intermediario è prevista nel medesimo contratto, ed è vero

³⁵⁵ Infatti, mentre l’intermediario funge da controparte ponendosi in posizioni di volta in volta uguali e opposte rispetto all’evento e così rispondendo all’esigenza di porre in contatto parti che altrimenti non potrebbero trovare un interlocutore su quel determinato rischio, la compagnia di assicurazione non supplisce con la varietà del suo patrimonio ad una carenza nella reperibilità di controparte, ma mira solo ad aumentare il suo parco clienti di modo da poter sopportare le conseguenze economiche dei diversi sinistri che potranno accadere. Detto in altri termini, mentre l’esportatore che trovasse da solo un importatore con un interesse uguale, ma disegno opposto, potrebbe comunque stipulare un *irs* anche senza intermediario finanziario, un soggetto che ha interesse ha stipulare una assicurazione lo può fare esclusivamente con una compagnia.

³⁵⁶ Inzitari, *op. cit.*, 969.

anche che essa può essere “nascosta”, vale a dire prevista come ammontare che il cliente deve corrispondere alla banca, ma non dichiarata come tale. Ma anche se questa è la pratica, quantomeno astrattamente, pare possibile ricondurre la commissione al corrispettivo per il contratto di mandato che intercorre tra investitore e intermediario e non come prestazione insita nella struttura dello *swap*.

Nell’ambito della attività finanziarie sono sorte diverse problematiche collegate al collocamento di strumenti finanziari derivati. Per inquadrare correttamente il fenomeno sembra anzitutto possibile segnalare come l’attività di collocazione di questi strumenti sia riconducibile alla “esplosione” di offerte di moderni prodotti finanziari.

Il fenomeno in Italia è noto: dall’inizio degli anni novanta del secolo scorso si è assistito al mutamento del mercato che da una offerta di tipi di investimento relativamente esigua, è passato a presentare un panorama assai variegato, pieno di opportunità, ma anche di insidie. Correttamente si è osservato come ““il popolo dei BOT” è stato di forza traghettato nell’universo degli strumenti finanziari, rispetto ai quali va faticosamente maturando la debita cautela”.³⁵⁷

Questo mutamento del tipo di offerta nel mercato finanziario italiano ha portato ad alcune disfunzioni e spesso il collocamento di alcuni strumenti non sembra avere obbedito a regole di adeguatezza rispetto alle reali esigenze degli investitori.

2. La normativa vigente sino al 2007 e la giurisprudenza formatasi sull’applicazione dell’art. 31 reg. Consob n. 11522/1998.

Più volte abbiamo ricordato come la disciplina sui servizi di investimento sia stata profondamente modificata dalla direttiva MiFID e dai provvedimenti

³⁵⁷ Antonucci, *op. cit.*, 208; Piras, *op. cit.*, 2231.

adottati in sua attuazione. Prima di passare allo studio della disciplina vigente è utile procedere alla analisi delle regole in vigore fino al 2007.

Non è solo un esercizio teorico, per almeno due ragioni: la prima è che ancora oggi la maggior parte dei contenziosi tra investitori e intermediari richiede l'applicazione delle regole in vigore fino al 1° novembre 2007, la seconda è che molte delle norme di riferimento sono rimaste inalterate.³⁵⁸

Il previgente sistema era delineato dal tuf (in particolare dagli artt. 21-25) e dal regolamento Consob n. 11522 del 1 luglio 1998 (artt. 25-70). Quest'ultimo era stato emanato in base all'art. 6, comma 2, tuf, che dava, e tutt'ora dà, alla Autorità, il potere di disciplinare molti profili dell'attività di intermediazione e, in particolare, le informazioni necessarie da fornire all'investitore *“tenuto conto delle differenti esigenze degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi”*.

Lo schema di riferimento obbediva proprio a questo principio: più alto il livello di preparazione del cliente nella materia degli investimenti finanziari, minori le tutele di cui questi godeva.

Come ovvio, in forza del medesimo principio, l'intermediario che si trovava di fronte a un investitore non adeguatamente preparato era obbligato a rispettare tutta una serie di comportamenti mirati a rendere edotto il cliente del contenuto dell'investimento che stava per porre in atto.

Si trattava di una lunga serie di obblighi, sia generali, sia riferiti agli strumenti finanziari derivati: il contratto doveva essere posto in essere per iscritto (art. 23 tuf), l'intermediario doveva consegnare un prospetto sulla esposizione ai rischi negli investimenti di strumenti finanziari derivati (art. 28, comma 1, lettera *b*) reg. 11522/1998),³⁵⁹ in pendenza di rapporto qualora si fosse registrata *“una*

³⁵⁸ Bontempi, *op. cit.*, 349.

³⁵⁹ Sul punto, interessante una recente decisione del Tribunale di Salerno n 1732 del 22/7/2010, in forza della quale *“le norme di cui all'art. 28 regolamento Consob n. 11522/1998 sui doveri, posti a carico dell'istituto di credito, di informativa dell'investitore affinché effettui scelte consapevoli e di comunicazione per iscritto di perdite che superino il 50% del capitale*

perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni" gli intermediari, ex art. 28, comma 3, reg. 11522/1998, avevano il dovere di informare di avvenute perdite verificatesi nell'ambito di "*operazioni in strumenti derivati*" predisposte con finalità di coperture, l'art. 37 comma 1, lettera *d*) imponeva la necessità di segnalare all'investitore la possibilità di impiegare i derivati di copertura per altri fini, cioè per fini speculativi.³⁶⁰

Da un punto di vista pratico, nel rapporto tra intermediario e investitore, il primo presentava (e presenta) al secondo un modello contrattuale, solitamente il modello della ABI del c.d. contratto quadro o *master agreement*, che è l'accordo che contiene una lunga serie di condizioni per disciplinare il rapporto futuro tra le due parti. Le clausole in esso contenute sono diverse; per richiamare quelle più importanti per i fini che ci occupano: la eventuale particolare qualifica dell'investitore (facoltativa) e la forma che i successivi singoli ordini esecutivi devono rivestire.³⁶¹

Su questo ultimo punto torneremo tra breve, qui preme segnalare che i singoli ordini non sono meri atti di esecuzione del contratto quadro, ma pare preferibile considerarli veri e propri contratti il cui perfezionamento può avvenire anche attraverso il meccanismo sancito dall'art. 1327 c.c.³⁶² Tale impostazione appare

hanno natura imperativa sicché esse, seppur non previste, vanno inserite automaticamente nel contratto stipulato tra l'istituto e l'investitore", in *www.ilcaso.it*.

³⁶⁰ Su questi aspetti, cfr. L. Picardi, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, II, 363 ss.

³⁶¹ Si tratta di un contratto normativo, intendendo con esso il contratto "con cui le parti definiscono clausole di futuri accordi", sul punto, Roppo, *Il contratto*, cit., 526 ss.; de Iuliis, *op. cit.*, 393 s.

³⁶² Questa sembra essere la giurisprudenza maggioritaria: Tribunale di Ferrara, 19/8/2009; Tribunale di Piacenza 28/7/2009; Tribunale di Saluzzo, 28/4/2009; *contra* alcune, non condivisibili, decisioni qualificano i singoli ordini in alternativa come mere dichiarazioni di volontà o come ordini impartiti al mandatario (intermediario); così Tribunale di Parma, 21/3/2007; Tribunale di Catania, 21/10/2005, tutte le decisioni si trovano sul sito *www.ilcaso.it*; in dottrina. osserva V. Roppo in commento a una decisione del Tribunale di Venezia (n. 2654 del 22/11/2004): "solo il primo [il contratto quadro n.d.r.] rientra fra i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, di cui parla l'art. 23, comma 1°, t.u.f. (il servizio essendo appunto quello di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordine su strumenti finanziari): e il contratto quadro fra banca e cliente risultava regolarmente concluso per iscritto. Il vincolo

preferibile anche nell'ottica degli *swap*. Il contratto quadro stabilisce regole generali per la gestione del rapporto tra intermediario e investitore, ma sono i singoli ordini che possono essere considerati gli "effettivi" contratti *swap*, così come abbiamo cercato di delinearli nei primi due capitoli.

In generale, possiamo affermare che la condotta dell'intermediario prima della sottoscrizione del contratto quadro era (ed è) improntata a cercare di far comprendere all'investitore non qualificato che tipi di investimenti poteva (può) sottoscrivere.

Tale risultato è perseguito dalla legge con la imposizione di numerosi obblighi di diverso tipo, più stringenti per l'intermediario con un investitore inesperto e assai meno vincolanti con soggetti di pari grado di esperienza.

In altri termini, la disciplina del mercato finanziario è permeata di tutta una serie di norme "paternalistiche", pensate "in modo da assicurare all'investitore un grado di informazione sui prodotti finanziari più intenso rispetto a quello assicurato dalle norme di diritto comune".³⁶³

Se questa è l'impostazione di base, viene da chiedersi come mai nel caso dei derivati si è assistito alla sottoscrizione da parte di piccole e medie società (generalmente poco esperte di investimenti complessi) di accordi strutturati in modo assai articolato, senza che tale attività fosse circondata delle garanzie dettate dalla legge.

Nella prassi, si è infatti assistito a un aggiramento delle norme poste a tutela del sottoscrittore inesperto, grazie alla abitudine, sviluppatasi nel rapporto tra intermediari e clienti, di allegare alla sottoscrizione dei contratti quadro o dei

legale di forma scritta non vale invece per i singoli contratti di acquisto a valle, in relazione ai quali la forma (più in generale la modalità) della conclusione è quella prevista in via pattizia dallo stesso contratto quadro: ordine di acquisto del cliente, da inoltrare alla banca con la sottoscrizione di apposito modulo d'ordine, o anche per comunicazione telefonica (soggetta a registrazione), a cui fa seguito l'esecuzione dell'ordine stesso da parte della banca, secondo lo schema – non esplicitato, ma facilmente riconoscibile – dell'art. 1327 c.c.", *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, 896 ss., 898 s.

³⁶³ Così F. Sartori, *Gli Swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it.

singoli prodotti finanziari le c.d. dichiarazioni autoreferenziali, dichiarazioni rese in applicazione dell'art. 31 reg. Consob 11522/1998.

Come abbiamo rilevato, è utile ripercorrere la problematica anche se il disposto è ora abrogato, e ciò perché esso trova ancora applicazione per una lunga serie di contratti stipulati durante la sua vigenza, contratti che non è detto che a oggi abbiano esaurito i loro effetti. Infatti i derivati hanno spesso durata pluriennale e sempre prestazioni differite nel tempo.

L'art. 31 reg. Consob 11522/1998 individuava chi potesse essere considerato "operatore qualificato" e quindi chi potesse essere considerato in condizione di sostanziale parità con l'intermediario.³⁶⁴ In particolare, nel comma secondo si trovava sancito: *"Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante"*.

Il disposto individuava tre categorie di "operatori qualificati": i) persone e società da considerare esperte sulla base della specifica attività esercitata; ii)

³⁶⁴ La qualifica di operatore qualificato permetteva all'intermediario, in forza del comma 1 dell'art. 31 in commento "A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62".

persone fisiche che documentassero il possesso di tali requisiti; iii) società e persone giuridiche che attestassero per iscritto il possesso di specifiche competenze ed esperienze nell'ambito finanziaria.

Nella pratica, è successo che soggetti in realtà inesperti, rappresentanti legali di piccole e medie imprese, abbiano firmato la dichiarazione con cui autocertificavano il possesso di specifica competenza ed esperienza, con ciò permettendo la disattivazione di tutti i congegni posti a loro tutela e dando agli intermediari (le banche) - ormai "solo" tenuti agli obblighi di buona fede e correttezza del codice civile e quelli indicati dall'art. 21 tuf (intitolato "*Criteri generali*") che imponevano comportamenti di "*diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*" - la possibilità di sottoscrivere con dei clienti inesperti contratti derivati che implicavano alti, spesso altissimi, rischi di perdita per questi ultimi, senza dover osservare, ad esempio, le norme di adeguatezza o di forma. Si tratta della nota questione del contenzioso sulla dichiarazione di "operatore qualificato".

Il fenomeno è anche stato oggetto di una inchiesta parlamentare ed è stato così efficacemente riassunto dal Direttore Generale della Consob: "...nel rilasciare le attestazioni che consentivano agli intermediari di classificarli come investitori qualificati o professionali, imprese ed Enti locali hanno di fatto accettato di ricevere un più basso livello di tutela rispetto a quello che la disciplina riserva alla clientela cosiddetta *retail* (famiglie, persone fisiche, etc.)".³⁶⁵

Quando si sono verificate le perdite, spesso ingenti a causa dell'effetto leva, si è assistito a una moltiplicazione del contenzioso che è spesso stato definito come su "i derivati", ma che in realtà tocca solo in parte tale categoria e ruota più che

³⁶⁵ Audizione del 30.10.2007, del Direttore Generale della Consob, Massimo Tezzon presso la VI commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari "derivati"*, 6 s., in www.consob.it/main/consob/comunicati_interventi/audizioni/audizioni.html?queryid=audizioni&resultmethod=audizioni&search=1&symlink=/main/consob/comunicati_interventi/audizioni/index.html.

altro intorno alla esatta applicazione dell'art. 31 reg. Consob 1522/1998 e la responsabilità degli intermediari.

Infatti, pochi giudici si spingono alla ricerca della struttura dei contratti insiti negli strumenti finanziari derivati; né in realtà ne sentono la necessità, vertendo raramente la causa sugli obblighi nascenti dal contratto ed essendo le doglianze solitamente incentrate sulla violazione di obblighi informativi e di forma.

Le difese degli investitori miravano a ottenere una pronuncia di invalidità della dichiarazione *ex art. 31*, comma secondo, reg. Consob 11522/1998, ottenuta la quale, potevano invocare il mancato rispetto della forma scritta, la non adeguatezza dell'investimento rispetto alla qualifica del cliente e/o la mancata osservanza degli obblighi di informazione da parte degli intermediari.³⁶⁶

La giurisprudenza ha fornito diverse interpretazioni sulla dichiarazione del rappresentante legale di essere operatore qualificato, riassumibili principalmente sotto due, opposte, posizioni.

Nella prima, che ha i suoi *leading case* in alcune decisioni del tribunale di Milano e perciò è detta "ambrosiana", la dichiarazione del rappresentante legale della società di possedere una competenza specifica è da sola sufficiente a fare scattare nei suoi confronti la presunzione assoluta di essere un esperto investitore e perciò un operatore qualificato. Con l'ovvia conseguenza che lo strumento derivato, pur se presentato senza le garanzie dovute al cliente *retail*, è validamente sottoscritto.

³⁶⁶ Si tratta di un problema di grande momento per il diritto civile: quello riguardante le invalidità e i rimedi applicabili per violazione degli obblighi informativi. L'esplosione del contenzioso sulla attività di intermediazione che ha investito i giudici di merito ha prodotto richieste e soluzioni delle più varie. Non è questa la sede per operare anche solo una breve disamina dei vari rimedi invocati e del loro fondamento giuridico. *Ex multis*, si rimanda a Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit.; dello stesso A. con G. Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 25 ss.; D. Maffeis, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. driv.*, 2009, 67 ss.; G. Vettori, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 241 ss.; G. D'Amico, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 37 ss.; L. Di Donna, *Gli obblighi informativi precontrattuali*, Milano, 2008.

Dal punto di vista processuale la dichiarazione ha piena valenza confessoria, per cui non è nemmeno ammessa prova contraria. Nell'ottica degli obblighi comportamentali pendenti in capo all'intermediario, la presentazione della dichiarazione è da solo idonea a far cessare ogni dovere di ulteriore indagine.³⁶⁷ Non apparirebbe infatti ragionevole, a fronte di una dichiarazione in tal senso, oberare di ulteriori obblighi gli intermediari.³⁶⁸

Basta la dichiarazione del rappresentante legale per esonerare l'intermediario finanziario dall'onere di verificare se la società possieda la competenza e l'esperienza richieste. In questo senso, il Tribunale di Milano, pur conscio delle conseguenze, nota come “è evidente il limite della disposizione normativa di cui all'art. 31 reg. Consob n. 11522/98 nella parte in cui affida ad una dichiarazione autoreferenziale la individuazione di un “operatore qualificato”, soprattutto ove si consideri che da tale qualificazione discendono conseguenze relevantissime sul piano delle norme di protezione dell'investitore; nondimeno non appare ragionevole ipotizzare che l'accertamento in concreto di un requisito dai così incerti confini (essere la controparte contrattuale “in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”) debba essere rimesso alla banca piuttosto che al prudente apprezzamento del legale rappresentante della società (soggetto che, in quanto investito del potere di rappresentanza della persona giuridica è, per legge, idoneo ad impegnarne la volontà) il quale potrà essere chiamato a rispondere nei confronti della società da lui amministrata ove abbia reso dichiarazioni false ovvero negligenemente

³⁶⁷ Osserva la corte di appello di Milano: “Il tenore letterale dell'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998 e la differente disciplina ivi prevista per le persone fisiche e le società e persone giuridiche, non rientranti nella categoria di coloro che si presumono operatori qualificati “in forza della specifica attività esercitata”, esclude che anche per le società e le persone giuridiche il possesso dei requisiti che legittimano il “titolo” di operatore qualificato debba essere documentato. Va escluso altresì che gli intermediari finanziari abbiano l'obbligo di verificare l'effettiva sussistenza del possesso della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante di una società o di una persona”, decisione del 12 ottobre 2007, in *Corriere del merito*, 2007, 1401; nello stesso senso, Tribunale di Forlì, 11/7/2008, in www.ilcaso.it.

³⁶⁸ F. Bruno, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in www.ilcaso.it, 9.

stimato sussistenti requisiti di professionalità e competenza in capo all'ente che rappresenta".³⁶⁹ Tra le altre cose, quindi, i giudici milanesi spostano anche il campo di comparazione da un problema di rapporto tra intermediario e cliente a quello tra rappresentante legale della società e società stessa. Altro rilievo che va a favore di tale impostazione è dato dalla constatazione che a livello di costi "sociali", l'imporre una indagine approfondita anche sulle conoscenze di chi già "spontaneamente" si dichiara investitore esperto, obererebbe eccessivamente l'intermediario in termine di spese e di tempo; così alzando le spese nei servizi di intermediazione.

Si tratta di una lettura dell'art. 31 reg. Consob 11522/98 che ha trovato spazio sia in dottrina sia in giurisprudenza.³⁷⁰

A essa si oppone una seconda posizione secondo la quale l'intermediario deve recepire la dichiarazione del cliente solo dopo una effettiva indagine della esistenza di una vera e propria competenza ed esperienza in materia. In quest'ottica viene operata una scissione tra la dichiarazione, definita "di scienza" e l'effettivo possesso di preparazione da parte del rappresentante legale dell'azienda.

Tra le tante decisioni di merito,³⁷¹ scrive il giudice di primo grado di Torino "[a]ll'effetto di assegnare una società o una persona giuridica alla categoria degli "operatori qualificati" definita dall'art. 31, comma 2, del regolamento Consob intermediari n. 11522/1998, non è sufficiente la dichiarazione autoreferenziale resa dal legale rappresentante di essa. È invece necessario che concorrano l'effettivo possesso (da parte della società o della persona giuridica) del requisito

³⁶⁹ Così Tribunale di Milano, 2 aprile 2004, in *www.ilcaso.it*.

³⁷⁰ In questo senso: Tribunale Milano, 3/4/2004; Appello Milano, 12/10/2007; Tribunale Forlì, 11/7/2008; Tribunale Venezia 25/10/2007; Tribunale Milano, 2/4/2004; Tribunale Milano, 20/7/2006; Tribunale Isernia, 22/5/2005; Tribunale Rimini, 25/3/2005; Tribunale Milano, 6/4/2005; Tribunale Mantova, 12/7/2004 e 12/7/2004. In dottrina cfr. G. Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, 2009, Bologna, 2009, 50 ss.; sulla stessa linea: Bruno, *op. cit.*, 9.

³⁷¹ Le decisioni in questo senso sono numerose: Tribunale di Torino, sentenze nn. 5928 e 5930 del 20 luglio 2007, *www.ilsole24ore.com*; Tribunale di Udine, 13/4/2010, in *www.ilcaso.it*.

di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari voluto dalla norma e l'espressa dichiarazione, resa per iscritto dal legale rappresentante, che attesti tale possesso. Siffatta dichiarazione può assumere valenza confessoria e sollevare l'intermediario da ogni onere probatorio relativo all'effettiva esistenza del requisito predetto a condizione che essa non sia indeterminata ma contenga l'elencazione di fatti (non di opinioni) effettivamente indicativi di tale competenza ed esperienza. Altrimenti rimane un'autoproclamazione irrilevante al fine della qualificazione del cliente come "operatore qualificato" quando esso non risulti in possesso del requisito di competenza ed esperienza predetto, cosicché l'intermediario è tenuto a osservare tutte le regole di comportamento dettate per i rapporti con operatori non qualificati".³⁷²

Alla base di queste decisioni vi è anche il rilievo per cui se la legge impone degli obblighi di verifica di determinate qualità di un soggetto (investitore) non può ammettere che tale soggetto sia colui il quale può evitare che tali verifiche siano eseguite. Il rilievo pare corretto, considerando anche che i controlli sono pensati non nell'interesse del singolo ma comune.

Seguendo tale impostazione la Consob era arrivata anche a multare una banca usa alla pratica di non provvedere "[al]l'adozione di alcuno specifico accorgimento procedurale atto a verificare il possesso da parte della clientela dei requisiti richiesti dall'art. 31 del regolamento 11522/98, di tal che la veste di operatore qualificato era connessa - con ogni relativo effetto - alla sola dichiarazione per iscritto del legale rappresentante della società (soluzione di per sé non ammissibile, stante la sofisticazione dei prodotti finanziari negoziati, la cui gestione, nemmeno immune da profili di azzardo, doveva comportare ogni opportuno controllo preliminare della clientela)".³⁷³

³⁷² Così Tribunale di Torino, sentenza n. 5928 cit.; del medesimo Tribunale, cfr. sentenza del 18/7/2007, in *NGCC*, I, 2008, 337 ss. con nota di Bontempi, cit.

³⁷³ Tale sanzione era stata confermata dalla corte di appello di Venezia; Corte appello Venezia 16 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*.

Questa impostazione, forse, forza il dato letterale per ricercare una *ratio* omogenea dell'intero art. 31 reg. Consob 11522/1998, ma certamente risponde a criteri di giustizia sostanziale, anche considerato il fatto che, nella maggior parte dei casi, ci si trovava di fronte a fogli predisposti dalla banca che proponeva la sottoscrizione del prodotto finanziario derivato,³⁷⁴ anche a clienti che la banca stessa sapeva, spesso per rapporti di collaborazione che duravano da molti anni, non essere esperti in materia finanziaria.

Mentre la interpretazione "ambrosiana" dell'art. 31, secondo comma, reg. 11522/1998 è certamente condivisibile dal punto di vista letterale, pare lo sia meno a livello di interpretazione sistematica, poiché finisce per fondare una delle tre categorie – quella di operatore qualificato perché così autodefinitosi – individuate dal disposto in commento su una *ratio* che è in forte contrasto con quelle, diremmo oggettive, che invece muovono le altre due ipotesi individuate nel medesimo disposto, ovvero le persone giuridiche che svolgono un ruolo nel mercato finanziario e le persone fisiche di cui sia attestata la preparazione in materia, sulla base della attività svolta in passato. Peraltro, si noti che anche qualora il sottoscrittore della dichiarazione pensasse realmente di essere un esperto, comunque si tratterebbe di una sua opinione e quindi non di un riscontro oggettivo.

In generale, non è condivisibile che lo stesso articolo preveda tre categorie di cui due sono da considerare competenti nell'ambito di investimenti in strumenti finanziari per l'attività svolta e documentata e la terza perché dice di esserlo; "[l]a sostanza della previsione regolamentare non risiede, pertanto, nel fatto che il legale rappresentante abbia dichiarato che la società è operatore qualificato,

³⁷⁴S. Meucci, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in *Obbligazioni e Contratti*, 2008, 341 ss., 344.

quanto nel fatto che la società sia realmente in possesso di quelle competenze e qualità”.³⁷⁵

Su questo contrasto sviluppatosi in seno alla giurisprudenza di merito è intervenuta la suprema corte. In realtà il principio formulato riguardava non l’art. 31 del reg. Consob finora in commento, ma il suo “predecessore”, ovvero l’art. 13 del regolamento Consob del 2 luglio 1991, n. 5387, che conteneva il medesimo principio. Per la cassazione la dichiarazione “esonera l’intermediario dal verificare l’effettiva esperienza dichiarata nel senso che, in mancanza di elementi contrari già in suo possesso, la semplice dichiarazione in questione, pur non costituendo dichiarazione confessoria in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non alla affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo, esonera l’intermediario dalle verifiche sul punto. Tale dichiarazione, inoltre, in difetto di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata e di ulteriori riscontri, può costituire argomento di prova che il giudice - nell’esercizio del discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti - può porre a fondamento della propria decisione anche come unica fonte di prova per quanto riguarda la sussistenza in capo all’investitore della sua natura di operatore qualificato e la diligenza prestata dall’intermediario”.³⁷⁶

Pur riconoscendo rilievo alla dichiarazione dell’investitore, la suprema corte pone essa in secondo piano rispetto all’obbligo dell’intermediario di verificare l’esatta esistenza dei requisiti richiesti. Nell’ottica processuale la dichiarazione

³⁷⁵ Così B. Inzitari, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, www.ilcaso.it, 9.

³⁷⁶ Cass. 26/5/2009, n. 12138, in www.ilcaso.it/finanziario/mdf-2-3.php e in *Contratti*, 2009, con nota di F. Auteliano, *Il contratto di investimento dell’operatore qualificato*, 874 ss.; commento anche G. La Rocca, *Gli “operatori qualificati” in Cassazione*, in www.ilcaso.it.

rilasciata dall'investitore di essere un operatore qualificato non ha valore confessorio, né negoziale ed è liberamente valutata dal giudice.³⁷⁷

Essa perciò costituisce argomento di prova *ex art. 116 c.p.c.* L'investitore che ha firmato tale dichiarazione dovrà superare tale presunzione provando di non essere un operatore qualificato e che l'intermediario ne era a conoscenza.

Scardinata così la posizione che riconosceva l'autosufficienza della dichiarazione per essere considerato operatore qualificato, la cassazione di fatto dà credito a quella giurisprudenza di merito che indicava come necessario anche una effettiva verifica del possesso dei requisiti "proclamati".

Come ulteriore argomento può aggiungersi poi che oggi le modifiche effettuate in forza della MiFID, impongono all'intermediario una reale investigazione dell'effettivo possesso da parte del cliente della competenza dichiarata.³⁷⁸

3. I necessari requisiti di forma degli strumenti finanziari derivati e segnatamente degli *swap*.

Nel secondo capitolo abbiamo rilevato come in un'ottica di diritto comune che prescinde dallo studio dei derivati nel tuf non si possano indicare particolari requisiti di forma per i contratti *swap*; tra soggetti senza particolari qualifiche la forma del contratto è libera, e quindi teoricamente il contratto potrebbe anche essere stipulato in forma orale.

³⁷⁷ Si è osservato che tale impostazione comunque lascia all'investitore un compito assai difficile costituito dal provare un fatto negativo. L'investitore deve infatti provare che l'intermediario non conosceva la reale preparazione dell'investitore, Auteliano, *op. cit.*, 884. Sul punto, pare rilevante anche Cass. n. 17340 del 25/6/2008; in tale decisione la Suprema Corte non ha ritenuto sufficiente per considerare come qualificato un investitore il fatto che questi avesse una pregressa esperienza; con nota adesiva, M. Marinucci, *Obbligo informativo nei confronti dell'investitore e precedenti acquisti di titoli a rischio da parte del medesimo*, in *NGCC*, I, 2009, 28 ss.

³⁷⁸ In particolare all'Allegato 3 del reg. Consob 16190/2007; sulla possibilità di effettuare una interpretazione del regolamento 11522/1998 alla luce della successiva direttiva MiFID e delle sue leggi di attuazione, cfr. G. Salatino, *Contratti di swap. Dall' "operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni autoreferenziali*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2009, 201 ss., 216 ss.

Si sottolinea che si tratta di un rilievo che non tiene conto di due aspetti pratici: il primo è dato dal fatto che la maggior parte degli *swap* contiene formule che, da un punto di vista pratico, non sono agevolmente richiamabili in forma orale e il secondo è che la stragrande maggioranza degli *swap* sono negoziati tra intermediari e investitori per cui sottostanno alle regole scandite dal tuf.

Proprio a queste regole occorre allora volgere l'attenzione. Per quanto riguarda gli *swap* negoziati nei mercati finanziari, ma la regola vale per tutti gli strumenti finanziari derivati e in modo ancor più ampio per tutti i contratti relativi a prestazioni di investimento, trova applicazione l'art. 23, comma I: “*1. I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*”.

Dalla lettura del disposto si evincono tre elementi fondamentali: è necessaria una forma *ab substantiam*, un esemplare va consegnato all'investitore e la mancanza di forma porta alla nullità.

Il requisito della forma *ab substantiam* è ribadito all'art. 37, comma I, reg. Consob 16190/2007³⁷⁹ e lo era nell'art. 30, comma I, reg. 11522/1998.

³⁷⁹ Art. 37, “Contratti”: “*1. Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente.*

2. Il contratto: a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate;

b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;

c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni;

d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta;

e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali

Fondamentale risulta essere anche l'art. 38, reg. 16190/2007 perché indica quali sono i contenuti necessari per un contratto di investimento.³⁸⁰ Si parla in questo caso di forma-contenuto “sintagma che sta ad indicare la rilevanza della forma non già come autonomo requisito di validità dell'atto bensì come *vestmentum* vincolato dal “corredo di dati ed elementi da inserire””.³⁸¹

Il principio della forma scritta stabilito sia a livello primario che secondario vale per tutti i contratti di investimento e quindi anche per quelli in strumenti derivati. La *ratio* di tali disposizioni riposa nelle tutele che il requisito della forma garantisce: con esso si può assicurare la corretta fornitura di informazioni

superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente;

f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52;

g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti;

h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio;

i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico.

3. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano al servizio accessorio di concessione di finanziamenti agli investitori”.

³⁸⁰ Art. 38: “Contratti relativi alla gestione di portafogli” “1. In aggiunta a quanto stabilito dall'art. 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli:

a) indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti;

b) indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità;

c) indica se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva;

d) fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente;

e) indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega;

f) indica il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente.

2. Ai fini di cui al comma 1, lettera a), il contratto specifica la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili; o di procedere a vendite allo scoperto, acquisti tramite somme di denaro prese a prestito, operazioni di finanziamento tramite titoli o qualsiasi operazione che implichi pagamenti di margini, deposito di garanzie o rischio di cambio”.

³⁸¹ Pagliantini, *op. cit.*, 114.

all'investitore e una maggior sicurezza sul fatto che questi si sia soffermato a meditare sui diversi profili del prodotto che sta sottoscrivendo.³⁸²

L'imposizione di una determinata forma, che era già presente nella l. 1/1991 (art. 6),³⁸³ oltre a provvedere a una tutela del singolo contraente sembra dettata per tutelare un interesse generale al regolare e corretto svolgimento delle attività di mercato.³⁸⁴

L'elevato formalismo non attiene solo alle modalità di stipulazione dei contratti, ma anche al loro contenuto. Tali obblighi si fanno più stringenti in materia di derivati, considerato che si impone agli intermediari di specificare se è data loro la possibilità “*di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili*” (art. 38, comma 2, reg. 16190/2007).

L'art. 23, comma I, tuf indica come requisito la forma scritta del contratto quadro a pena di nullità. Può far valere tale nullità solo il cliente,³⁸⁵ si tratta di

³⁸² Sul punto, F. Romeo, *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *NGCC*, 2010, 647 ss., *spec.* 655 ss.; Sangiovanni, che osserva “[l]a forma scritta assicura anzitutto la trasmissione di certe informazioni. Le circostanze di cui si dà atto nel testo scritto del contratto sono a conoscenza di entrambe le parti che lo sottoscrivono. Tanto più esteso è il contratto, tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che vengono comunicati. Tanto più ampio è l'obbligo risultante da legge e da regolamento d'inserire nel testo contrattuale certe informazioni (= prescrizione del contenuto minimo del contratto d'intermediazione finanziaria), tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che giungono al cliente. Sotto questo profilo la forma scritta svolge una funzione di protezione informativa dell'investitore che, di regola, è il soggetto debole del rapporto contrattuale. Mettere nero su bianco significa per il cliente conoscere prima, e con certezza, le condizioni che regoleranno il rapporto”, *I contratti di swap*, cit., 1133 ss., 1141; sulla forma dei contratti derivati, cfr. de Iuliis, *op. cit.*, 401 s.; Girino, *I contratti derivati*, cit., 2010, 329 ss.

³⁸³ Sulle decisioni in materia di forma dei contratti *swap* nella vigenza della l. 1/1991, cfr. Piras, *op. cit.*, 2230.

³⁸⁴ Cossu, *op. cit.*, 176 ss.; dello stesso A., *Contratti di gestione di portafoglio di investimento*, *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 567 ss., *spec.* 637 ss.

³⁸⁵ In questo senso, la Suprema Corte ha stabilito che “Ai sensi dell'art. 23 t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, approvato con il d.lg. 58/1998, i contratti-quadro o normativi relativi alla prestazione dei servizi di investimento, tra cui rientrano quelli aventi a oggetto la negoziazione di strumenti finanziari derivati, devono essere redatti per iscritto, a pena di nullità che può essere fatta valere soltanto dal cliente”, così Cass. n. 17341 del 25/6/2008; nello stesso senso anche Tribunale di Arezzo, 17/4/2007, in *www.ilcaso.it*.

una nullità di protezione, ma alcuni in dottrina e in giurisprudenza o invocano la modifica *de jure condendo* e quindi il mutamento della sanzione in annullabilità,³⁸⁶ oppure ammettono la possibilità di convertire tale negozio nullo.³⁸⁷

Le regole che abbiamo brevemente passato in rassegna permettono di stabilire che gli strumenti finanziari derivati, che sono anche contratti *swap* stipulati all'interno dei mercati finanziari, devono necessariamente rivestire la forma scritta *ab substantiam*.

Questo principio generale, pensato per tutelare l'investitore, considerata la parte debole nel rapporto con l'intermediario, è stato oggetto di molte decisioni e contributi, che hanno evidenziato una serie di punti critici dal punto di vista applicativo su cui è opportuno soffermarci brevemente.

4. Alcune questioni inerenti i contenziosi tra investitori e intermediari.

Le problematiche che appaiono più controverse sono quelle inerenti alla violazione del principio della forma del contratto quadro e agli effetti che ha la eventuale dichiarazione di nullità di tale contratto sui singoli ordini.

Dallo studio delle diverse decisioni emerge che spesso gli investitori invocano la nullità del contratto quadro per mancata contestuale sottoscrizione dell'investitore e dell'intermediario. Nella pratica, infatti, succede spesso che all'investitore sia fatto sottoscrivere un contratto quadro, ma che la persona abilitata a firmare quale procuratore della banca non firmi il medesimo

³⁸⁶ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2010, 331.

³⁸⁷ In giurisprudenza, “[i]l contratto nullo *ex art. 23 t.u.f.* disposizione che prevede una c.d. nullità di protezione - può essere convalidato per volontà espressa o tacita da parte dell'unico soggetto legittimato a far valere la nullità (nel caso di specie, la richiesta di volersi avvalere di un contratto quadro nullo *ex art. 23 t.u.f.* pur contestando alcuni selezionati titoli perché "andati male" - equivale a convalida tacita del contratto stesso)”, Tribunale di Verona, n. 2226 del 1/10/2009; *contra* Tribunale di Forlì, 3/3/2009, in www.ilcaso.it. Sul punto, S. Pagliantini, *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, 143 ss.

documento. Insorta la controversia viene invocata, ovviamente dall'investitore, la nullità del contratto quadro per mancata sottoscrizione.

La situazione di partenza è quindi così delineata: l'investitore cita l'intermediario invocando la nullità del contratto quadro per mancata sua sottoscrizione. A fronte di una azione così definita, solitamente l'intermediario si costituisce in giudizio producendo o dichiarazioni dell'investitore di aver ricevuto il contratto quadro oppure la copia in suo possesso firmata dall'investitore.

Quanto alla prima condotta, non pare sia possibile superare il requisito della forma scritta *ab substantiam*, nemmeno dalla produzione di un documento di valenza confessoria.³⁸⁸ E alcune decisioni sottolineano come non valga nemmeno l'apposizione di una "convalida firma" da parte della banca poiché tale convalida prova il fatto che la banca conosce la identità di chi ha firmato (la provenienza), ma non prova certo la manifestazione di volontà della banca.³⁸⁹

Quanto alla seconda condotta, il problema va scomposto alla luce dei diversi accadimenti sul piano temporale. In teoria, l'intermediario che produce in giudizio la sua copia firmata, accetta il contratto in quel momento e quindi il contratto di investimento si perfeziona dal giorno in cui l'accettazione (vale a dire la copia conforme prodotta in giudizio dalla banca) giunge a conoscenza dell'offerente.³⁹⁰ In altre parole, il *master agreement* si perfeziona quando l'investitore sta già richiedendo la dichiarazione di nullità del contratto.

E questo è proprio il rilievo operato in alcune decisioni, dove si interpreta la richiesta di nullità come un ritiro dell'offerta da parte dell'investitore, per cui anche se l'intermediario accettasse la proposta producendo in giudizio l'accordo

³⁸⁸ Tribunale di Mondovì, 9/11/2010, in www.ilcaso.it.

³⁸⁹ In questo senso, Tribunale di Alba, 2/11/2010 e Tribunale di Taranto, 8/1/2008, in www.ilcaso.it.

³⁹⁰ In questo senso, Tribunale di Bari, 15/7/2010, cit.; Tribunale di Torino, 5/2/2010, in www.ilcaso.it. Il problema è di più ampia portata: si tratta della formazione giudiziale dei contratti solenni, sul punto, Pagliantini, *La forma del contratto: appunti per una voce*, cit., 142 ss.

firmato, il contratto non potrebbe dirsi perfezionato poiché la richiesta di dichiarazione di nullità deve essere letta (anche) come ritiro dell'offerta.³⁹¹

Questa tesi può essere considerata condivisibile, se l'investitore effettivamente invoca la nullità dell'accordo quadro. Non lo è quando si è in presenza di una domanda di annullabilità o di risoluzione poiché tali domande postulano la venuta a esistenza di un contratto. In quest'ultimo caso però soccorre il dato temporale in favore dell'investitore, poiché il perfezionamento del contratto quadro avviene durante il giudizio instaurato dall'investitore e quindi successivamente a quando tutti gli ordini di esecuzione del contratto quadro (ancora inesistente) sono già stati eseguiti. Da questa ricostruzione deriva che i singoli ordini sono stati posti in essere in un momento in cui non c'era un accordo normativo di riferimento; per cui anch'essi sono a loro volta nulli.

Sul piano pratico, comunque l'investitore riceve tutela perché il danno patrimoniale è verosimilmente causato dalla esecuzione dei singoli ordini e non dalla mancata sottoscrizione contrattuale dell'accordo quadro.

In un'ottica di insieme, l'indirizzo giurisprudenziale maggioritario sembra interpretare in maniera scrupolosa il principio della forma *ab substantiam* del contratto quadro, contratto che di fatto si può definire esistente solo in presenza di un documento firmato da entrambe le parti e consegnato al cliente.³⁹²

Peraltro, nel caso di mancata sottoscrizione contestuale non si potrebbe nemmeno parlare di una vera e propria patologia della forma del contratto, poiché l'accordo non si è nemmeno perfezionato e quindi si è in una fase precedente.³⁹³

³⁹¹ Tribunale di Alba, 2/11/2010, cit.; nello stesso senso Tribunale di Torino, 29/9/2010, in www.ilcaso.it.

³⁹² Si noti che la legge parla di esemplare e non di copia, solo il primo a rilevanza, mentre la seconda non sarebbe rilevante ai sensi degli art. 23 tuf e 37 reg. Consob 16190/2007; sul punto R. Razzante, *I contratti di negoziazione e di raccolta degli ordini*, in *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 971, nota 15 e ivi riferimenti.

³⁹³ In giurisprudenza, da ultimo, Tribunale di Mondovì, 9/11/2010: “ La forma scritta per il contratto di investimento prevista all'art. 23 t.u.f. è rispettata solo qualora il documento contenga la sottoscrizione del cliente e della banca; in caso di mancata sottoscrizione da parte

Quanto poi alla mancata consegna, ci si è chiesti in dottrina e in giurisprudenza se la violazione di tale obbligo potesse, al pari del mancato rispetto degli obblighi di forma, portare alla nullità del contratto. La lettera del tuf nulla dice al riguardo. Nel silenzio della legge sul punto, si ritiene preferibile leggere la violazione di tale obbligo come portatrice di responsabilità in capo all'intermediario, ma non della nullità dell'accordo.³⁹⁴

Un secondo ordine di problemi, strettamente correlato, riguarda i singoli ordini. Come è stato chiaramente riassunto in dottrina: “[l]e premesse sono semplici.

Nel contratto di negoziazione, l'esecuzione di ciascuna operazione di investimento deve essere preceduta da uno specifico ordine del cliente.

Se l'ordine non sussiste, l'acquisto degli strumenti finanziari è nullo e la banca deve restituire al cliente la somma investita”.³⁹⁵

Il primo problema è se il requisito della forma scritta debba riguardare solo il contratto quadro oppure anche i singoli ordini. A riguardo, l'art. 37, comma 2, lett. c) del reg. 16190/2007 sancisce che nel contratto quadro siano indicate “le

del legale rappresentante della banca si è in presenza di una proposta contrattuale non accettata e non di un contratto”, in *www.ilcaso.it*.

³⁹⁴ Romeo, *op. cit.*, 656; Tribunale di Bergamo, 27/4/2009, , in *www.ilcaso.it*; *contra* A.A. Dolmetta, *Strutture rimediali per la violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, in *www.ilcaso.it*, che osserva: “Sia il T.U.f. (art. 23 comma 1), che il T.U.b. (art. 117, commi da 1 a 3) dispongono che «i contratti sono stipulati per iscritto e un esemplare è consegnato al cliente». Il testo normativo prosegue poi stabilendo che la Consob e – rispettivamente - il CICR possono, per dati motivi, prevedere la stipulazione in «altra forma» dei contratti. Ora, nessuna ragione può autorizzare a considerare la locuzione «altra forma» come riferibile solo a un pezzo del dettato precedente: si tratterebbe, indubbiamente, di uno smembramento gratuito; per sua propria natura, invero, l'«altra forma» è nozione che viene a misurarsi e a dimensionarsi sull'unitaria previsione formulata dalla parte precedente del testo normativo. A chiudere il cerchio del discorso sta, poi, l'ultima parte della disposizione: «nel caso di inosservanza della forma prescritta il contratto è nullo», dove la «forma prescritta» altro non può essere – evidentemente – che quella indicata dai due precedenti tronconi della regola (fenomeno di attrazione della consegna nell'orbita della forma).

Ora, lo svolgimento di un simile ragionamento consente di potere affermare con una qualche tranquillità che, nei detti casi, l'inosservanza dell'obbligo di fattispecie costituito dalla consegna di un esemplare del testo contrattuale comporta la nullità della fattispecie”.

³⁹⁵ D. Maffei, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *www.ilcaso.it*.

modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni". Inoltre sia il reg. Consob 11522/1998 (artt. 27 e 60) sia il reg. Consob 16190/2007 (con l'art. 57 che ha portata generale) contenevano e contengono l'obbligo per l'intermediario di conservare le registrazioni degli ordini telefonici impartiti dall'investitore. A questo si aggiunga che, oggi, l'intermediario può ricevere ordini che hanno provenienza certa (oltre al già citato ordine telefonico registrato, anche il documento digitale con firma certificata).

Parte della giurisprudenza tende a interpretare queste norme, ma soprattutto il principio della necessaria forma scritta *ex art. 23 tuf*, in maniera molto ampia e rigorosa. In questa ottica, ogni ordine dovrebbe avere forma scritta oppure essere registrato telefonicamente.³⁹⁶

Sommessamente ritengo questa interpretazione non condivisibile perché espande eccessivamente il precetto dettato solo per la forma del contratto quadro. Anche attraverso discutibili paragoni, ad esempio tra forma scritta e conservazione di una copia della registrazione della telefonata, così, forse, in parte sovrapponendo metodi di archiviazione con requisiti di forma.³⁹⁷ Non solo, pare che seguendo l'impostazione in commento si disattenda la lettera del tuf e si frustri in maniera eccessiva l'autonomia privata, cui, proprio in quest'ambito, la legge stessa delega in modo esplicito (le parti possono stabilire altre modalità di perfezionamento degli ordini).³⁹⁸

³⁹⁶ Tribunale di Genova, 26/6/2006 e Tribunale di Torino, 26/5/2005, in *www.ilcaso.it*. Questa impostazione è stata anche confermata dalla Cassazione. Il riferimento è alle sentenze nn. 19024 del 29/9/2005 e 11945 del 7/9/2001. *Contra* sembra porsi Cass. n. 17347 del 25/6/2008.

³⁹⁷ Sul punto, di recente, D.I. Pace, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010, I, 118 ss., 123 ss.

³⁹⁸ V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss., 503; Romeo, *op. cit.*, 658. In questo senso, "Nella vigenza del precedente regolamento e versione del tuf: l'art. 23 d.lg. n. 58 del 1998, nel prevedere che il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve essere redatto per iscritto a pena di nullità, si riferisce al solo contratto quadro o "master agreement", che si traduce nel conferimento di un incarico gestorio e che quindi disciplina in via generale le modalità di espletamento dell'incarico. Da quest'ultimo devono essere tenuti distinti gli ordini di borsa relativi alle singole operazioni, i quali costituiscono solo un momento esecutivo del contratto, successivo alla stipula di quest'ultimo. Questi ordini, che in assenza di previsioni sarebbero

Appare più condivisibile ritenere che per i singoli ordini non sia necessaria la forma scritta *ab substantiam*, se ovviamente così non prescritto dal contratto quadro. In questo ultimo caso infatti trova applicazione l'art. 1352 c.c.: “*Se le parti hanno convenuto per iscritto di adottare una determinata forma per la futura conclusione di un contratto, si presume che la forma sia stata voluta per la validità di questo*”.

Il secondo problema che riguarda i singoli ordini è inerente alle conseguenze della dichiarazione di nullità di un contratto quadro e in particolare quale effetto abbia tale dichiarazione di invalidità su ciascun investimento posto in essere in vigenza dell'accordo quadro.

La prima risposta che si può dare potrebbe essere che tutti gli accordi posti in essere in esecuzione a un contratto nullo sono a loro volta da dichiararsi tali. Razionalmente, infatti, se viene meno il contratto quadro che sostiene tutti gli ordini impartiti dalla banca dall'investitore, tutti ciò che è stato posto in essere sulla base di un negozio nullo dovrebbe seguire la medesima sorte.

La giurisprudenza però esegue due importanti differenziazioni: nella prima si nota che non possono essere travolti quegli ordini che, anche se recanti tali nomi, hanno tutti i requisiti per essere a loro volta considerati contratti quadro e di esecuzione allo stesso tempo. È ovvio che tali ordini devono necessariamente comunque contenere tutte le informazioni prescritte dalla legge nel contratto quadro.³⁹⁹

L'impostazione è condivisibile e non sembra turbare eccessivamente la *ratio* che muove il tuf. Ovviamente nella valutazione sul fatto che sia un contratto quadro e non un singolo ordine non si dovrà tenere conto del nome dato dalle parti al negozio, ma al suo effettivo contenuto.

soggetti anch'essi alla regola di “default” della forma scritta, possono tuttavia essere impartiti in forma diversa, secondo quanto stabilito dallo stesso contratto quadro” così Tribunale di Monza, 17/7/2004; nello stesso senso, Tribunale di Milano, 15/3/2006 e 26/4/2007, 25/7/2005, Tribunale di Genova 2/8/2005, in *www.ilcaso.it*.

³⁹⁹ In questo senso si segnalano due decisioni del Tribunale di Forlì, 7/4/2009 e 12/9/2008.

Più problematica appare invece la seconda questione: cosa succede se l'investitore non invoca la nullità di tutti gli ordini ma solo di quelli rivelatisi svantaggiosi per lui? Se la nullità del contratto quadro travolge automaticamente tutti gli ordini, *nulla quaestio*. La pronuncia che accoglie la domanda dell'investitore in tal senso disporrà delle diverse restituzioni delle somme corrisposte dalla banca o da essa trattenuta.

Ma dato che si tratta di una nullità rilevabile solo su istanza di parte può succedere che il cliente invochi la violazione del requisito di forma solo per determinati contratti.

A sommo avviso di chi scrive si tratta di una deviazione di una tutela che non può essere accettata, essendo altri i rimedi predisposti dall'ordinamento, quali, per esempio il risarcimento del danno per l'intermediario che ha fatto stipulare contratti nulli. Non certo permettere a una parte, pur se quella che gode di maggior tutela, di ottenere del guadagno da una circostanza patologica per la quale, anche se in minima parte, può aver contribuito.

La giurisprudenza sembra orientata alla necessaria richiesta da parte dell'investitore di dichiarare la nullità anche del singolo ordine, precludendo quindi al giudice o anche all'intermediario la richiesta di dichiarazione di nullità di tutti i contratti di esecuzione posti in essere in pendenza del rapporto tra banca e cliente sulla base di un *master agreement* nullo.⁴⁰⁰ In questo modo quindi, alcune decisioni di merito tracciano un sistema nelle pieghe del quale l'investitore che invochi la nullità del contratto quadro ha gioco facile a “prendere solo il buono” di un rapporto il cui atto iniziale sarebbe nullo.

Concludendo sulla forma: sembra possibile affermare che il meccanismo, nel suo complesso, prevede un doppio binario: 1) rigore formale per il contratto

⁴⁰⁰ Tribunale di Milano 11/4/2008, Tribunale di Torino 12/2/2007; *contra* Tribunale di Mantova 22/3/2007; in *www.ilcaso.it*. Critica questa posizione Pagliantini, che rileva come nella giurisprudenza italiana non vi siano “limiti non scritti al prodursi della nullità: nel senso che non riconosce alla buona fede il significato di eccezione impeditiva dell'operare di norme imperative aventi ad oggetto interessi indisponibili”, *Autonomia privata e divieto di convalida di contratto nullo*, cit., 143 ss.

d'intermediazione finanziaria (o contratto quadro); 2) (possibile) flessibilità per quanto riguarda gli ordini.

Tale flessibilità se da un lato rischia di sacrificare la certezza del rapporto (anche se sono consentiti controlli *ex post* della effettuazione dell'ordine), dall'altra permette una riduzione di costi e una maggiore praticità.

Pur ritenendo corretta l'impostazione, si segnala che la pericolosità dei derivati e degli *swap* "il cui apprezzamento da parte dell'investitore è ostacolato dalla loro complessità",⁴⁰¹ rischia di facilitare la stipulazione di contratti che invece necessiterebbero lunghe riflessioni da parte dell'investitore. È chiaro però che è un problema che può essere risolto dalla predisposizione di un dettagliato, chiaro e comprensibile *master agreement*.

In un'ottica di insieme, non può che essere vista positivamente una crescita della offerta di prodotti agli investitori. Ciò vale anche per i derivati negoziati con piccole e medie imprese nel mercato *OTC*. Va certamente però rilevata anche la patologia del fenomeno: si è assistito a una collocazione sul mercato di prodotti derivati, magari presentati agli investitori come strumenti utili alla copertura dai rischi di oscillazione ma in realtà assai speculativi.⁴⁰² Nella pratica, gli investitori che stipulavano derivati principalmente perseguendo intenti assicurativi, di fatto sottoscrivevano contratti con assetti tali da causare ingenti perdite, perché non contenenti formule corrispondenti alla copertura che si voleva ottenere.

Preme sottolineare che si tratta di alcuni investitori e di alcune banche, il che significa che non tutti gli intermediari si sono comportati slealmente così come non tutti gli investitori sono innocentemente "caduti" in una "trappola speculativa". Si deve però anche notare che il contenzioso sul punto è abbastanza ampio. Comparando tale ampiezza alla luce del rilievo appena eseguito, si può

⁴⁰¹ Cfr. allegato 3, parte B, reg. 11522/1998.

⁴⁰² Ironicamente osserva De Nova che tale è stata la prassi di negoziare strumenti derivati anche quando non necessario che più che *Over The Counter*, *OTC* significherebbe "Ora Ti Colloco", *op. cit.*, 108.

dire che il moltiplicarsi del contenzioso tra investitori e intermediari deve essere letto sia alla luce di un “malcostume” di alcuni intermediari di presentare un prodotto per quel che esso non era, ma anche tenendo conto della speranza, per chi aveva tentato speculazioni non andate a buon fine, di non dover sopportare le conseguenze di tale fallimento, così cercando di scaricare solo sulle banche i cattivi investimenti.⁴⁰³

5. Gli obblighi degli intermediari nella negoziazione di strumenti finanziari derivati.

Più volte abbiamo detto che la MiFID ha modificato in modo importante tutto l’assetto finanziario dell’attività di investimento. A oggi i principali riferimenti sono contenuti negli artt. 21 e 23 tuf e negli artt. 26-57 del reg. Consob 16190/2007.

Abbiamo già ricordato gli obblighi di forma. Occorre ora richiamare, pur se brevemente, gli altri aspetti riguardanti la collocazione di strumenti finanziari derivati stipulati con intermediari.

Trovano anzitutto applicazione gli obblighi generali di informazione e trasparenza che hanno sempre accompagnato la normativa in tema di intermediazione finanziaria. Oggi essi sono contenuti all’art. 21 tuf, che stabilisce: *“Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati;*

b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;

⁴⁰³ Nello stesso senso, Girino, *I contratti derivati*, 2010, cit., 310.

d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”.

Oltre alla conferma della imposizione di obblighi di comportamento, pare utile segnalare anche la necessaria acquisizione da parte dell'intermediario di informazioni sul cliente e di tenere quest'ultimo sempre informato.

Se questi sono i principi generali cui si ispira il tuf, è il regolamento Consob che enuclea il contenuto della maggior parte degli obblighi astrattamente previsti a livello primario. Anzitutto l'art. 27 reg. Consob 16190/2007 indica quale debbano essere le qualità del contenuto (chiaro e comprensibile) sia la forma (scritta, anche in modello standardizzato),⁴⁰⁴ secondariamente, e in una visione più generale, pare possibile individuare particolari obblighi più stringenti, per gli intermediari che vogliano negoziare strumenti finanziari derivati.

In particolare l'art. 37, comma II, reg. Consob. 16190/2007 stabilisce alla lettera e) che il contratto quadro deve indicare e disciplinare *“nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente”*. È chiaro che tale obbligo può, e deve, essere riferito anche agli strumenti finanziari derivati dove l'effetto leva può causare perdite ben superiori alla somma investita.

Per il resto, gli obblighi di condotta degli intermediari sono i medesimi per tutti i prodotti finanziari.⁴⁰⁵ Essi mutano a seconda della qualifica del cliente, se professionale o meno, ma non rispetto al prodotto.

⁴⁰⁴ M. Cian, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2009, 1197 ss., 1199.

⁴⁰⁵ Si tali obblighi, la letteratura è pressoché sconfinata. *Ex multis*, V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, cit., 485 ss.; Cian, *op. cit.*, 1197 ss.; con particolare attenzione alla lettura civilistica dei contratti di investimento, D. Maffei, *op. cit.*, *passim*, 67 ss.; Romeo, *op. cit.*, *passim*; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.; A. Niuotta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il*

Se mai, alcuni autori rilevano particolari vincoli nascenti dalla già richiamata delibera della Consob n. 9019104 del 2.3.2009 sui prodotti illiquidi.⁴⁰⁶ In tale raccomandazione la Consob detta un articolato schema di obblighi nella vendita di questi prodotti, nei quali, come segnalato, entrano a pieno titolo anche gli *swap*. In particolare, tali obblighi sono stati così riassunti: “a) massima attenzione al tema della trasparenza sia in fase precontrattuale che successivamente al compimento dell’operazione;

b) scomposizione (c.d. *unbuilding*) delle diverse componenti che concorrono alla formazione dell’esborso finale per il cliente, distinguendo il *fair value* dai costi;

c) comunicazione specifica di informazioni in merito alle difficoltà di smobilizzo con la precisazione, se del caso, che “l’unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo”, precisando regole di *pricing*;

d) confronti con prodotti semplici e comunicazione di risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità del rischio);

e) esplicitazione, nella rendicontazione periodica, del *fair value* del prodotto e delle presumibili condizioni di smobilizzo;

f) impiego di metodologie riconosciute e diffuse sul mercato per l’apprezzamento del *fair value*;

g) guida *ex ante* della discrezionalità degli operatori nella fissazione delle condizioni possibilmente mediante confronto con *provider* esterni;

h) predefinizione del livello di *mark up*;

d. lgs. N. 164/2007), in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2009, I, 807 ss.

⁴⁰⁶ Cfr. § 6, cap. I.

i) idoneità del sistema informativo aziendale a consentire una agevole e precisa ricostruzione *ex post* dell'attività svolta in punto di condizioni, parametri e maggiorazioni".⁴⁰⁷

Con questi obblighi di comportamento più vincolanti, la Consob mira a rimuovere quella opacità creatasi su prodotti di difficile comprensione che precedentemente era possibile trattare in modo pressoché identico a qualsiasi strumento finanziario e che invece possono rivelarsi portatori di forti perdite sia per la loro struttura (e in particolare per la leva finanziaria), sia per la impossibilità per l'investitore di ricollocarli sul mercato.

È chiaro che queste regole obbligano l'intermediario a una condotta tale per cui l'investitore sarà posto in condizioni di conoscere in modo esatto quali siano i valori "oggettivi" dello strumento finanziario derivato che sta acquistando.⁴⁰⁸

Si sono richiamati, pur se per cenni, quelli che devono essere i profili "oggettivi" nella negoziazione di strumenti finanziari derivati. In sintesi, dal punto di vista di normativa secondaria, poco cambia tra strumenti finanziari e strumenti finanziari derivati. E ciò se non si considera vincolante, come astrattamente non è, la raccomandazione Consob sui prodotti illiquidi.

6. La pratica della rinegoziazione e della corresponsione del c.d. *up front* da parte dell'intermediario.

Il presente paragrafo prende spunto da una pratica comune nei rapporti aventi a oggetto *swap* stipulati tra intermediari e investitori. Si tratta di una fattispecie che si è ripetuta spesso nella pratica e spesso è stata dedotta in contenzioso.

⁴⁰⁷ Girino, *I contratti derivati*, cit., 2010, 344 s.

⁴⁰⁸ Girino rileva da una parte che si tratta comunque di una raccomandazione e non di una imposizione e dall'altra, come col tempo, la possibilità di rifarsi a *rating* di altre aziende private rischi di creare un vero e proprio "cartello" tra i diversi intermediari, *I contratti derivati*, cit., 2010, 346.

Stipulato uno *swap* con prestazioni periodiche e continuate nel tempo, può accadere che l'investitore maturi un debito con la banca di un certo ammontare. Su iniziativa della banca o dell'investitore, con lo scopo di evitare di far fronte a tale perdita, presumibilmente in aumento, le due parti decidono di "rimodulare" lo *swap* originario e ne negoziano un altro, a condizioni diverse, ponendo fine al primo rapporto contrattuale. Nella maggior parte dei casi il nuovo accordo avrà un assetto ancor più aleatorio per l'investitore che così tenta di "rientrare" dalle sue esposizioni.

Contestualmente alla risoluzione consensuale anticipata dello *swap* originario e la stipulazione del nuovo *swap* – ma può essere anche un altro tipo di strumento finanziario derivato – la banca "chiude" la posizione debitoria dell'investitore nascente dal primo accordo. Materialmente in due modi, o versa la somma di denaro sul conto dell'investitore oppure semplicemente cancella la rata.

La pratica di stipulare un nuovo strumento finanziario derivato a nuove condizioni è conosciuta come la rinegoziazione o rimodulazione degli *swap*; quella di corrispondere o "abbonare" determinate cifre all'investitore nel contesto della nuova contrattazione è conosciuta come l'*up front*. I due aspetti del fenomeno devono preliminarmente essere trattati separatamente.

Tra le diverse ragioni per cui le parti pongono in essere al rinegoziazione, tre appaiono le più comuni:

"a. il contratto non serve più perché ad esempio il rischio che si voleva neutralizzare è venuto meno o si sono creati i presupposti per considerarlo meno rilevante che in precedenza oppure

b. il valore del contratto assume una dimensione (negativa) per cui si vuole evitare che la stessa si espliciti in tutta la sua evidenza alla scadenza

c. il mercato, durante la vita del contratto, offre nuove e più interessanti opportunità".⁴⁰⁹

⁴⁰⁹ Lembo, *op. cit.*, 358 s.

L'ipotesi *sub b.* pare essere la più comune. Certamente (e logicamente) è quella che più spesso emerge dal contenzioso.

Con la rinegoziazione o si possono allungare i tempi di durata del contratto o cambiare il sottostante oppure aumentare il nozionale o l'effetto leva.⁴¹⁰

In sostanza, si pone in essere un altro derivato che ha come presupposto lo *swap* originario e, molto spesso, la perdita da esso maturata.

La rinegoziazione è un fenomeno che può essere anche letto alla luce del problema della illiquidità dei derivati: se infatti uno *swap* causa determinate perdite per l'investitore, pone questi in una situazione che può essere risolta – nella impossibilità di rivendere lo strumento – esclusivamente con la rinegoziazione.⁴¹¹

Nella pratica, è in quest'ambito che si è manifestato più spesso il fenomeno della presentazione di un prodotto speculativo come di copertura, fenomeno cui abbiamo accennato in più passaggi. L'investitore, a volte del tutto inconsapevole, stipulava *swap* con leve finanziarie sempre più ampie per cercare di rientrare con le perdite (se si passa il paragone con la scommessa: è la stessa "logica" che muove il giocatore in perdita a scommettere il doppio della posta ogni volta che perde per tentare di recuperare tutto in una sola giocata).

In questo senso, è interessante una decisione del Tribunale di Vicenza che osserva come alcuni contratti *swap* siano stati stipulati in modo tale che "lo spostamento del rischio contrattuale relativo ad un determinato derivato su di un derivato stipulato in epoca successiva ed in sostituzione del precedente, del quale posticipa la perdita individuando una nuova scadenza: aumenta così l'esposizione al rischio e si riduce proporzionalmente l'adeguatezza dell'operazione rispetto al cliente.

⁴¹⁰ Lembo, *op. cit.*, 358 s.

⁴¹¹ In questo senso anche Tribunale di Udine del 13/4/2010, "La stipula di contratti derivati over the counter (otc) deve essere valutata con particolare attenzione a causa della loro difficile credibilità che, a fronte di una evoluzione negativa, costringe il cliente alla rinegoziazione" cit.

I nuovi derivati, lungi dall'aver natura assicurativa come dovrebbero, determinano invece un eccesso di copertura, nel senso che il cliente viene esposto ad un rischio superiore a quello che si vuole neutralizzare e non si riscontrano i presupposti per correlare i contratti ad effettive posizioni detenute dal cliente stesso, dunque gli SWAP non coprivano affatto un rischio, bensì lo generavano [...].

La rinegoziazione dei derivati, com'è avvenuto nel caso di specie, aggrava la natura puramente speculativa degli SWAP [...].

Essa, infatti, si sostanzia in una operazione che tende a posticipare la sopportazione di una perdita, confidando in eventi futuri che in qualche modo possono neutralizzarle o ridurla”.⁴¹²

La decisione riassume bene come si può assistere a un uso scorretto della rinegoziazione di strumenti derivati. Se da un lato si lascia una “speranza” all'investitore di recuperare la perdita, dall'altra lo si espone a rischi sempre più alti.

Dal punto di vista processuale, però, vorrei sottolineare che in caso di rimodulazione con uno *swap* speculativo anziché di copertura, è più agevole per l'investitore dare prova della assenza di una causa concreta, considerato che è più facile provare la situazione pregressa e quindi, per esempio, di fronte a uno *swap* estremamente speculativo, provare che esso era in realtà posto in essere o per coprirsi dai rischi, o con il fine di recuperare la perdita.

Dal punto di vista civilistico la rinegoziazione si sostanzia in un nuovo contratto con il quale le parti risolvono il derivato originario e pongono in essere un nuovo accordo.

In dottrina il nuovo contratto è stato accostato alla novazione oggettiva.⁴¹³ Il paragone pare condivisibile: la novazione è infatti “il contratto con il quale le parti del rapporto sostituiscono all'obbligazione originaria, che di conseguenza si

⁴¹² Tribunale di Vicenza, 29/1/2009, in *www.ilcaso.it*.

⁴¹³ De Nova, *op. cit.*, 110 s.

estingue, una nuova obbligazione con oggetto o titolo diverso”.⁴¹⁴ Tale qualifica non sembra sollevare particolari problemi. Invece pare più difficoltosa la qualificazione della risoluzione dello *swap* originario e una sua correlazione con la pratica del *mark to market*.

A fronte della prospettiva di corrispondere una rata – magari assai gravosa – di uno *swap*, l’investitore chiede, o magari è sollecitato dallo stesso intermediario a chiedere, una rimodulazione. La banca a questo punto, opera una valutazione del costo di quel determinato contratto, dando anche una stima per il futuro. Si tratta in sostanza di una quotazione del valore del derivato da quel momento fino al momento di quella sarebbe stata la fine naturale del contratto.

Proviamo a chiarire con un esempio: un *dcs*, stipulato nel 2008, di durata quinquennale, che prevede la corresponsione della differenza tra euro dollaro potrebbe far maturare per l’investitore che ha confidato sul deprezzamento dell’euro una forte perdita, considerato che il costo del dollaro rispetto all’euro è andato in senso opposto. L’investitore che si trova nella impossibilità di rivendere lo strumento (nessuno comprerebbe un prodotto che implica un assetto di cambio più svantaggioso di quello reale) si può rivolgere alla banca chiedendo di rinegoziare quel derivato a condizioni diverse, pur di non vedere maturare determinate perdite. La banca provvede allora a calcolare quale, secondo la sua aspettativa, sarà la somma per cui è disposta a risolvere quel contratto e stipularne un altro a condizioni diverse. Nell’ipotesi appena fatta, la banca dà la valutazione di quello che sarà l’andamento del cambio euro dollaro fino al 2013.

Individuata la cifra l’investitore può rimanere vincolato al contratto adempiendo alle prestazioni che di volta in volta matureranno, oppure pagare la cifra individuata nel *mark to market* e terminare il rapporto contrattuale. Infine, e qui entra in gioco la rinegoziazione, trattare su tale cifra anche a condizione di rinegoziare un nuovo *swap*, magari anche meno vantaggioso, pur che le sia scontata la imminente gravosa rata. In quest’ultimo caso, se la parte stipula un

⁴¹⁴ Gazzoni, *op. cit.*, 595.

altro *swap* la somma di partenza dovrà essere “a somma zero” e quindi in sostanza si dovrà ripartire, pur se con parametri diversi, da una situazione di parità tra le parti.

Come si può qualificare l’attività di *mark to market*? In sé è un’attività del tutto lecita: si tratta della quotazione che la banca dà di quello che è e che sarà il valore del contratto per la sua durata. Qualche dubbio nasce se si pensa che tale determinazione è impiegata per individuare il contenuto del nuovo contratto. E ancora più dubbi solleva il fatto che tale possibilità può essere contenuta nei contratti quadro. In realtà, il fenomeno della determinazione del contenuto del contratto da parte di un unico soggetto non è sconosciuta nel nostro ordinamento, che però solitamente la delega a un terzo e anche qualora ammette che una delle parti abbia la possibilità di determinare alcuni aspetti, detta regole per cui tale determinazione non sia fatta in modo arbitrario ma sempre attraverso canoni precisi di cui è possibile ottenere un riscontro.

A questo proposito, osserva autorevole dottrina che nel *mark to market* “non c’è qualcosa di esistente”, poiché la banca “formula una ipotesi di saldo debito/credito come se in quel momento si chiudesse un rapporto, cioè c’è una stima e una attività previsionale, tanto che la comunicazione del *mark to market* è accompagnata da tutti i possibili *disclaimer*”.⁴¹⁵

È una osservazione condivisibile: il contratto come incontro di volontà non può essere determinato in un aspetto così importante dal mero arbitrio di uno dei contraenti, la banca, che definisce secondo i suoi calcoli quale è il prezzo per risolvere quel contratto. Desterebbe qualche sospetto di invalidità una clausola apposta in qualsiasi contratto che stabilisce che un cliente può recedere dal contratto con la banca per la cifra che la banca determinerà.

Si tratta tuttavia di un rilievo che rischia di rimanere su di un piano astratto: in concreto la cifra individuata dal *mark to market* può essere presentata come contenuta in una offerta che l’investitore propone alla banca, oppure come una

⁴¹⁵ De Nova, *op. cit.*, 109 s.

cifra individuata di comune accordo per le parti per risolvere il contratto. In quei casi è più difficoltoso, se non impossibile, provare che in realtà tale somma sia stata determinata a ufficio esclusivo della banca.

Si aggiunga poi una ulteriore condotta illecita da parte delle banche nella attività di *mark to market* ovvero quella di calcolare in essa commissioni nascoste. Anche questa condotta sarebbe solo astrattamente censurabile, ma diventa un grave illecito - contrattuale e non - qualora la cifra indicata nel *mark to market* serva a individuare l'*up front*.⁴¹⁶

Al momento del passaggio tra lo scioglimento dello *swap* originario e la stipulazione del nuovo contratto l'investitore deve corrispondere la somma individuata dal *mark to market*. Tale somma è fornita dalla banca stessa che o l'abbona, rimettendo così il debito, o materialmente la versa sul conto.

In realtà l'*up front* può anche essere di importo superiore e quindi, quanto meno nell'ottica della vita del nuovo *swap*, costituisce una cifra percepita dall'investitore.⁴¹⁷

Occorre soffermarsi su quale sia la esatta qualifica della corresponsione da parte della banca all'investitore. Per ora solo pochi contributi in dottrina e giurisprudenza si sono soffermati sul punto nonostante sia un problema di grande

⁴¹⁶ Osserva il Tribunale di Bologna, del 14/12/2009, in *www.ilcaso.it*: “Sotto altro (ma concorrente) profilo, il tema dell'*up front* è strettamente correlato a quello delle cosiddette “commissioni implicite” incassate dalla banca, stimabili nella differenza tra il *mark to market* (ossia il valore di mercato del contratto stimato attualizzando i flussi di cassa attesi) dei pagamenti dell'Ente ed il *mark to market* dei pagamenti in capo alla Banca. L'omessa (o la non integrale) corresponsione dell'*up front* da parte degli intermediari finanziari (spesso in misura ben superiore alla copertura dei costi di produzione del derivato) pone, con tutta evidenza, delicate questioni, non soltanto afferenti il diritto finanziario (*in primis*, ancora: obblighi di consulenza fedele ed obblighi di trasparenza nell'interesse del cliente), ma anche di rilevanza penale (è notizia di pubblico dominio quella per cui alcune Procure della Repubblica abbiano da tempo avviato indagini, ipotizzando la sussistenza di reati di truffa contrattuale aggravata a carico di diversi alti funzionari di Istituti di credito, imputazioni correlate all'applicazione, da parte delle Banche, di svariati milioni di Euro di “commissioni implicite” gravanti gli IRS sottoscritti da Comuni italiani)”.

⁴¹⁷ Questo sembra essere il caso di molti derivati contrattati tra intermediari ed enti locali. Venivano corrisposti forti somme di *up front* nel contesto di negoziazioni con derivati spesso svantaggiosi per gli enti locali, ma che nella gestione a breve termine costituivano un palliativo per il bilancio dell'ente.

rilievo. Preme una chiarificazione: lo studio dell'*up front* consta dell'analisi di due passaggi di denaro. Il primo è quello che l'investitore consegna al momento della chiusura del primo *swap*.

Questo passaggio sembra possa essere qualificato come una multa penitenziale; più difficile chiamarla "penale", anche se il termine è diffuso in riferimento a queste operazioni oppure qualificarla come una somma di denaro corrisposta al momento della risoluzione; la risoluzione in sé non genera passaggi di denaro.

Il secondo passaggio è quello nel quale la banca fornisce all'investitore casi per dare a questo la possibilità di pagare (anzi, di pagarla!). Di più.

Abbiamo rilevato come il nuovo *swap*, come tutti gli *swap* e in particolare quelli stipulati nel mercato finanziario, deve necessariamente partire da un assetto "a somma zero". È uno scambio per il futuro a determinati parametri. In questo senso, si ricorda l'Allegato 3 reg. Consob 11522/1998 (§ 4, parte B), per cui, pur essendoci un po' di "gioco" nella previsione degli scambi futuri, il contratto principia con una situazione di parità nella quale le parti per il futuro prevedono ciascuna un tasso diverso. In quest'ottica, il pagamento dell'*up front* può anche essere letto come una sorta di "indennità" per la stipulazione di uno *swap non par* e quindi di partenza non uguale a zero. In questo caso infatti "l'equilibrio finanziario delle condizioni di partenza sarebbe ristabilito "attraverso il pagamento di una somma di denaro" da parte del contraente "avvantaggiato" al contraente "svantaggiato" e "tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*".⁴¹⁸

Mentre questa impostazione convince nell'ottica di una spiegazione economica del fenomeno, essa crea qualche problema nel ricondurla a sistema

⁴¹⁸ "In altre parole, ciò significa che i contraenti devono concordare sul fatto che la somma algebrica attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero: le parti stanno facendo "scommesse" sul futuro e, almeno in qualche momento, devono pur possedere le stesse informazioni e possibilità di guadagno", così Zamagni – Cedrini, *op. cit.*, 3 ss.

del diritto privato. Non si comprende infatti come poter qualificare una somma di denaro che una parte riceve per stipulare un contratto svantaggioso. In questo caso potrebbero essere sollevati dei dubbi di meritevolezza della causa di un tale accordo.

Da un punto di vista oggettivo, l'*up front* è il pagamento di una somma di denaro da parte della banca all'investitore. Pare corretto qualificare tale pagamento come un finanziamento. Il denaro passa sempre con una giustificazione causale; per esclusione, non esiste alcuna altra giustificazione se non il finanziamento nel passaggio qualificato come *up front*.

Non si può infatti ascrivere la corresponsione di tale somma alle obbligazioni nascenti da *dcs* e dagli *irs*, poiché questi sono contratti di scambio che devono iniziare a somma zero. Così un pagamento di una somma iniziale di una parte all'altra non può certo qualificarsi come nascente da tali accordi. Detto in altri termini, "l'*up front*, in sé, nulla ha che vedere con il perfezionamento di un contratto derivato".⁴¹⁹

La qualifica di finanziamento allora diventa quasi "naturale" nel senso che tale pagamento non potrebbe essere altro. Dubbi però possono nascere dal fatto che spesso l'*up front* difetta da un effettivo passaggio di denaro, ma semplicemente, a fronte della rinegoziazione dello *swap* originario, la banca cancella il debito dell'investitore maturato nella vigenza del primo *swap* stipulato. In questo caso è più difficoltoso parlare di finanziamento, o di mutuo, poiché senza la *datio*, l'operazione difetta di un vero e proprio perfezionamento del contratto.

In questa variante saremmo di fronte a una remissione del debito, con questa intendendo non un contratto ma il contenuto di un atto unilaterale recettizio. Ovviamente è necessario che tale prestazione abbia comunque un riscontro

⁴¹⁹ Lembo, *op. cit.*, 361.

causale altrimenti esponendosi a rilievi su una sua nullità per mancanza di causa.⁴²⁰

Cercando di riassumere quanto finora detto sul fenomeno della rinegoziazione, sembra si possa suddividere il problema in uno schema che consta di più voci:

i) scioglimento dello *swap* originario: per esso possono essere previste varie formule. Se l'investitore corrisponde una determinata somma essa può essere qualificata come multa penitenziale; se non è corrisposta alcuna somma si tratta di risoluzione per mutuo consenso;

ii) *mark to market*: attività di per sé lecita con la quale la banca opera una stima di quello che sarà il prezzo dello strumento finanziario fino alla sua scadenza. La patologia del fenomeno vede il calcolo di commissioni occulte o l'esclusivo utilizzo del *mark to market* per determinare un profilo del contratto, in questo modo delineando una situazione nella quale una parte, arbitrariamente, decide il contenuto del contratto;

iii) *up front*: somma versata all'investitore da parte della banca in concomitanza con la stipulazione del nuovo derivato. Considerato che tale somma non può essere ascritta allo schema causale dello *swap*, essa può essere considerata un finanziamento che la banca riconosce all'investitore. Se però la banca materialmente non versa la somma, si può parlare di remissione del debito, atto unilaterale il cui elemento causale deve essere ricercato altrove. Nella impossibilità tecnica di ascriverlo allo *swap*, diventa assai difficoltoso trovare una giustificazione di tale azione da parte della banca.

⁴²⁰ Lembo, *op.cit.*, 361 s.

Bibliografia.

R. Agostinelli, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, 10 ss.;

R. Agostinelli, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1991, II, 437 ss.;

R. Agostinelli, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1997, I, 112 ss.;

G. Alpa, M. Bessone, E. Roppo, *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Napoli, 1982;

G. Alpa, voce *Rischio*, (*dir. vig.*), in *Enc. Dir.*, XL, Milano, 1989, 1146 ss.;

G. Alpa, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, 321 ss.;

M. Angeretti, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 50 ss.;

A. Antonucci, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati dalle banche* in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, II, 204 ss.;

D. Arditti, *Derivatives*, Boston, 1996;

T. Ascarelli, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1958, I, 440 ss.;

F. Auteliano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contratti*, 2009, 874 ss.;

L. Balestra, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000;

Banca d'Italia, *Lo sviluppo dei prodotti derivati nella realtà italiana*, Roma, Ottobre 1995;

E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2009, 652 ss.;

- R. Basso, *Commento ad art. 1, commi 2, 3, e 4*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria, Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano 1998;
- G. Benedetti, Introduzione al libro G. Capaldo, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004;
- P. Bernardini, *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir. comm. int.*, 1989, 3 ss.;
- P. L. Bernstein, *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*, New York, 1996;
- M. Bessone, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1975;
- C. M. Bianca, *Diritto Civile, Il contratto*, III, Milano, 1987;
- L. Bianchi D'Espinosa, *I contratti di borsa, il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu – F. Messineo, Milano, 1969;
- Black's Law Dictionary, voce *Swap*, Westlaw, 2009;
- S. Bo – C. Vecchio, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997;
- F. Bochiccio, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 593 ss.;
- F. Bochiccio, *Gli strumenti finanziari: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, 304 ss.;
- M. Bologni, *Swap, le grandi banche nel mirino*, in *la Repubblica* del 22/10/2010;
- P. Bontempi, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 337 ss.;
- A. Boselli, *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, 769 ss.;
- A. Boselli, voce *Alea*, in *Nov. Dig. It.*, Torino, 1968, 468 ss.;

- F. Bruno, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *www.ilcaso.it*;
- L. Buttarò, *Del giuoco e della scommessa*, art. 1933-1935, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna Roma, 1959;
- G.F. Campobasso, *Commento all'art. 1*, in “D. Lg. 23 Febbraio 1998 n°58. *Commentario al TUF*” a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002;
- G. Capaldo, *Contratti di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587 ss.;
- G. Capaldo, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999;
- F. Capriglione, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1991, I, 792 ss.;
- F. Capriglione, *I prodotti “derivati” strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1995, I, 359 ss.;
- F. Capriglione, “*Prodotti*” di un sistema finanziario evoluto. *Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, 20 ss.;
- F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007;
- C. Caravelli, voce *Alea*, in *Nuovo dig. it.*, 1937, 307 ss.
- S. M. Carbone, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 1 ss.;
- A.M. Carozzi, voce *Swap*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX, Banca, borsa e titoli di credito, Torino, 2004, 468 ss.;
- G. Catalano, “*Swaps*”: *pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, 310 ss.;
- R. Cavallo Borgia, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 393 ss.;

R. Cavallo Borgia, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, T. III, Torino, 1995-1997, 2395 ss.;

E. Chancellor, *Un mondo di bolle*, Roma, 2000;

M. Cian, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2009, 1197 ss.;

R. Clarizia, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 119 ss.;

G. Conte, *Commento sub artt. 1343 1345*, in *Codice Civile Commentato, Libro IV*, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Torino, 2005;

C.Conti, *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001;

M. Cossu, *Contratti di gestione di portafoglio di investimento*, *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 567 ss.;

M. Cossu, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi noti sul collegamento negoziale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, II, 168 ss.;

M. Cossu – Spada, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2010, 401 ss.;

R. Costi – L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, VIII, Padova, 2004;

R. Costi, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, 769 ss.;

G. D'Amico, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 37 ss.;

A. Damodaran, *Investment Philosophies*, Wiley Finance, 2003;

P. De Biasi, *Strumenti ben temperati, alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000;

G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, 2010;

C.M. de Iuliis, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2004, 391 ss.;

L. Di Donna, *Gli obblighi informativi precontrattuali*, Milano, 2008;

G. Di Giandomenico - D. Riccio, *I contratti speciali, I contratti aleatori*, Torino, 2005;

A.A. Dolmetta, *Strutture rimediali per la violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, in www.ilcaso.it;

A.A. Dolmetta - U. Minneci, voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Enc. Giur. del Sole 24 ore*, 2007;

M. Draghi, *Introductory Remarks*, in *Money, Derivatives and Growth, Fifth Colloquium*, Fondazione Cesifin, 2007;

G. Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, 2009, Bologna, 2009

G. Ferrarini, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 27 ss.;

M. Ferrario, *Domestic currency swap fini speculativi e scommessa*, in *Contratti*, 2000, 255 ss.;

E. Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, 399 ss.;

E. Ferrero, *Contratto differenziale*, in *Contratto e impresa*, 1992, 475 ss.;

P. Ferro Luzzi, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, I, 407;

P. Ferro Luzzi, *Attività e “prodotti” finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 133 ss.;

E. Filograna, *Swaps abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2001, 2186 ss.;

G. Gabrielli, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse*, in *Contratto e Impresa*, 2009, 1133 ss.;

- E. Gabrielli, *La risoluzione per eccessiva onerosità*, in *I contratti in generale, Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, II, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2006;
- E. Gabrielli, voce *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1 ss.;
- E. Gabrielli, *Alea e rischio nel contratto*, *Studi*, Napoli, 1997;
- E. Gabrielli, *Contratti di put and call option, mutamento delle circostanze per regolazione del mercato ed eccessiva onerosità*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1151 ss.;
- E. Gabrielli – G. Lener, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed Enrico Gabrielli, I, Torino, 2004, 5 ss.;
- G. Galasso, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, 1269 ss.;
- F. Galgano, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005;
- F. Galgano, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2009;
- F. Galgano, *Titoli di credito*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2010;
- A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964;
- F. Gambino, *Normalità dell'alea e fatti di conoscenza*, Milano, 2001;
- F. Gazzoni, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2008;
- E. Geretto, *Gli strumenti derivati: utilizzi per gli investitori e le imprese*, Torino, 2008;
- A. Giampieri, voce *Rischio contrattuale*, in *Dig. Disc. Priv.*, XVIII, Torino, 1998, 17 ss.;
- S. Gilotta, *In tema di Interest Rate Swap*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2007, 134 ss.;
- G. Gioia, *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, II, 2209 ss.;
- E. Girino, *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, in *Contratti*, 2000, 786 ss.;

- E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2001 e II edizione 2010;
- G. Gitti - F. Delfini, *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 471 ss.;
- G. Gorla, *Del rischio e del pericolo nelle obbligazioni*, Padova, 1934;
- M. Grazia, *I contratti derivati tra atipicità ed autoregolamentazione, alcune considerazioni sui limiti dell'autonomia contrattuale nei credit derivatives*, in *Diritto e Formazione*, 2005, 1324 ss.;
- P. Greco – G. Cottino, *Della vendita*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna, 1981;
- B. Inzitari, *Le obbligazioni nel diritto civile degli affari*, Padova, 2006, 953 ss.;
- B. Inzitari, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it;
- M. Irrera, voce Swaps, in *Dig. Disc. Priv. (Commerciale)*, XV, Torino, 314 ss.;
- M. Irrera, voce Options e Futures, in *Dig. Disc. Priv. (Commerciale)*, Torino, 365 ss.;
- N. Irti, *L'età della decodificazione*, Milano, 1986;
- N. Irti, *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 1 ss.;
- N. Irti, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 625 ss.;
- N. Irti, voce *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. Dig. Disc. Priv.*, Torino, 1975;
- F.H. Knight, *Rischio, incertezza e Profitto*, Firenze, 1960;
- G. La Rocca, *Gli "operatori qualificati" in cassazione*, in www.ilcaso.it;
- M. Lembo, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2005, 354 ss.;

- R. Lener, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1997, 326 ss.;
- B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999;
- D. Maffei, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss.;
- D. Maffei, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in www.ilcaso.it;
- M. Marinucci, *Obbligo informativo nei confronti dell'investitore e precedenti acquisti di titoli a rischio da parte del medesimo*, in *NGCC*, I, 2009, 28 ss.
- E.M. Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari*, in *Digesto Disc. Priv., Sez. Comm.*, V, aggiornamento 2009, 701 ss.;
- E.M. Mastropaolo, voce *Strumenti finanziari derivati*, in *Digesto Disc. Priv., Sez. Comm.*, IV, aggiornamento 2008, 913 ss.;
- S. Meucci, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in *Obbligazioni e Contratti*, 2008, 341 ss.;
- F. Messineo, voce *Contratto derivato – Sub-contratto*, in *Enc. Dir.*, vol. X, 1962, Milano, 80 ss.;
- M. Mori, *Swap, Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990;
- R. Nicolò, voce *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958, 1024 ss.;
- A. Nigro, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2009, 13 ss.;
- A. Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2009, I, 807 ss.;
- C. Oldani, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, Milano, 2004;
- G. Osti, voce *Contratto*, in *Noviss. Dig. it.*, IV, Torino, 1960, 462 ss.;

- D.I. Pace, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010, I, 118 ss.
- T. Padoa Schioppa, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico n. 26*, 1996, 59* ss.;
- S. Pagliantini, *La forma del contratto: appunti per una voce*, in *Studi senesi*, 2004, 102 ss.;
- S. Pagliantini, *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, 143 ss.;
- E. Pagnoni, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 1077 ss.;
- G. Passagnoli, *Nullità speciali*, Milano, 1995;
- A. Perrone, *Commento a Tribunale di Milano, ordinanze del 21.02.1995 e 11.05.1995*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 1996, 447 ss.;
- A. Perrone, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999;
- A. Perrone, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1995, 82 ss.;
- L. Picardi, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Contratto e Impresa*, I, 2009, 713 ss.;
- L. Picardi, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, II, 361 ss.;
- A. Pino, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1960, 1221 ss.;
- A. Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.;
- D. Preite, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, in *Dir. comm. int.* 1992, 173 ss.;
- R. Provinciali, *La compravendita di cosa futura come contratto aleatorio*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, 189 ss.;

- G. Racugno, *Lo Swap*, in *banca, borsa e titoli di credito*, I, 2010, 39 ss.;
- R. Razzante, *I contratti di negoziazione e di raccolta degli ordini*, in *Trattato dei contratti*, diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, 971;
- F. Reali, *I contratti di Credit Risk Monitoring*, Perugia, 2005;
- F. Reali, *I contratti di intermediazione finanziaria*, in *Diritto privato del mercato*, a cura di A. Palazzo, A. Sassi, Perugia 2007, 525;
- F. Reali, *Alea, commutatività e scommessa: il ruolo assunto dal “rischio” e le scommesse atipiche*, in *Contratto e impresa*, 956 ss.;
- P. Rescigno, *Definizioni*, in G. Alpa, F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998;
- A. Riccio, *Eccessiva onerosità*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna, 2010;
- V. Ricciuto, voce *Subcontratto*, in *Enc. Giur.*, vol. XXX, agg. 1997, Roma, 1 ss.;
- G. Ridolfi, voce *Alea, Aleatorii (Contratti)*, in *Dig. It.*, Torino, 1929, 253 ss.;
- F. Romeo, *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *NGCC*, 2010, 647 ss., spec. 655 ss.;
- V. Roppo, *Il contratto*, Milano, 2001;
- V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, 896 ss.;
- V. Roppo e G. Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 25 ss.;
- V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.;
- V. Roppo, *Diritto Privato*, 2010, Torino;

- F. Rossi, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, I, 602 ss.;
- L. Ruggeri, *I credit derivatives*, Roma, 2009;
- R. Sacco, *Il contratto*, in R. Sacco – G. De Nova, *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, II, Torino, 2004;
- G. Salatino, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale: il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2009, 201 ss.;
- U. Salvestroni, *Nozioni generali di diritto civile*, Milano, 2005, 418 ss.;
- V. Sangiovanni, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133 ss.;
- V. Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *NGCC*, II, 2010, 39 ss.;
- V. Sangiovanni, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. Merito*, 2009, 1516 ss.;
- F. Santoro Passarelli, *Dottrine generali di diritto civile*, Napoli, 1983;
- F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 24 ss.;
- F. Sartori, *Gli Swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it;
- G. Scalfi, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano Varese, 1960;
- G. Scalfi, voce *Alea*, in *Dig. Disc. Priv. Agg.*, I, 1989, 253 ss.;
- B. Sheridan, *600,000,000,000,000?*, in *Newsweek*, October 27, 2008, 33;
- R. Shiller, *Finanza Shock*, Milano, 2008;
- N. Squillace, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 79 ss.;
- D. Supino, *La questione ultrasecolare dei contratti differenziali*, in *Dir. Comm.*, 1927, 212 ss.;

E. J. Swan, *Building The Global Market: a 4000 Year History of Derivatives*, London Cambridge, 2000;

R. Teti, *Il rapporto partecipativo fra passato e presente: riflessioni a margine di un recente*, in *Riv. del dir. commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2008, 1125 ss.;

A. Tonelli, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, I, 342 ss.;

S. Torelli, *Gli strumenti derivati e i rapporti tra gli operatori finanziari e i clienti*, in *Derivati e Swap responsabilità civile e penale*, Maggioli, 2009, 23 ss.;

G. Vettori, *Efficacia ed opponibilità del patto do opzione*, Milano, 1988;

G. Vettori, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 241 ss.;

Voce *Rischio*, in *Dizionario enciclopedico universale Sansoni*, Firenze, 1966;

Voce *Rischio*, in *Enc. Italiana*, Treccani, 1949;

Voce *Rischio*, in *Grande dizionario della lingua italiana*, Torino, 1995;

L. Zamagni – G. Cedrini, *Swap ed entri locali: note critiche a Tribunale di Bologna 14/12/2009 sulla qualificazione dell'up front e l'interpretazione della dichiarazione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it;

L. Zingales, *CDS sotto accusa*, in www.ilsole24ore.com/art/economia/2010-07-27/sotto-accusa-103333.shtml#continue, del 30/7/2010.

Audizioni e siti consultati.

Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, 16/12/2004, in http://www.bancaditalia.it/interventi/altri_int/2004/Audizione_Frasca.pdf

Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, audizione del funzionario generale della Consob, dott. A. Rosati, 12/1/2005, in *Banca Borsa titoli di credito*, I, 2005, 213 ss.

Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati
audizione del presidente dell'ABI, 8 novembre 2007, in
http://www.abi.it/doc/124705208151100_g_servizi_1.pdf

Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati, testo della Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia F. Saccomanni, Camera dei Deputati, 6/11/2007, in
http://www.esternalizzazioni.it/public/File/ESTERNALIZZAZIONI/Biblioteca/saccomanni_061107.pdf

Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati, Audizione del Direttore Generale della CONSOB, Dott. Massimo Tezzon, 30/10/2007, in
http://www.consob.it/main/consob/comunicati_interventi/audizioni/audizioni.html?queryid=audizioni&resultmethod=audizioni&search=1&symbblink=/main/consob/comunicati_interventi/audizioni/index.html

Orange County Goes Bust, in *Time Magazine*, 19 dicembre 1994, in
www.time.com;

www.borsaitaliana.it;

www.disastroderivati.it;

www.filodiritto.it;

www.ilcaso.it;

www.ilsole24ore.com;

www.isda.org.