



**SAPIENZA**  
UNIVERSITÀ DI ROMA

**FACOLTA' DI ECONOMIA**

**DIPARTIMENTO DI DIRITTO ED ECONOMIA DELLE ATTIVITÀ  
PRODUTTIVE**

**TESI DI DOTTORATO  
IN  
DIRITTO PRIVATO  
(settore scientifico disciplinare IUS/01)**

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO ROMANO, TEORIA DEGLI  
ORDINAMENTI E DIRITTO PRIVATO DEL MERCATO**

**Curriculum in DIRITTO DEI CONTRATTI ED ECONOMIA  
D'IMPRESA**

**XXIX CICLO**

**CAUSA E MERITEVOLEZZA NEL CONTRATTO DI  
*INTEREST RATE SWAP***

**TUTOR**  
Chiar.ma Prof.ssa Giuseppina CAPALDO

**CANDIDATO**  
Samuele PIRROTTA

**ANNO ACCADEMICO 2015/2016**

## INDICE

<b>Introduzione</b> .....	pag. I
---------------------------	--------

### Capitolo I

#### **I derivati e l'*interest rate swap*: nascita e sviluppo di una categoria contrattuale. Nozioni introduttive**

1. Premessa.....	pag. 1
2. La nozione di derivato e il suo oggetto.....	pag. 4
3. Lo <i>swap</i> : premessa terminologica.....	pag. 10
4. Le finalità perseguibili con lo <i>swap</i> : di <i>copertura</i> , di <i>arbitraggio</i> , di <i>speculazione</i> . Rinvio.....	pag. 13

### Capitolo II

#### **L'*interest rate swap*: definizione e analisi di una figura contrattuale problematica**

1. Origine e definizione dell' <i>interest rate swap</i> .....	pag. 17
2. Breve analisi degli elementi costitutivi della fattispecie.....	pag. 26
3. Definizione del contratto: tra tipicità e atipicità.....	pag. 28
3.1 <i>Interest rate swap</i> e contratto differenziale.....	pag. 37

3.2 Sulla equivalenza delle prestazioni.....	pag. 48
4. La tesi dell' <i>interest rate swap</i> come gioco e scommessa; la causa speculativa.....	pag. 53
4.1 Critica alla tesi dell' <i>interest rate swap</i> come "scommessa": la tesi (preferibile) dello "scambio in sè" come causa dell'accordo.....	pag. 58
4.1.1 La distinzione tra derivati uniformi e derivati <i>over the counter</i> .....	pag. 61
4.1.2 Ancora sull'eccezione di gioco.....	pag. 64
4.1.3 A proposito della funzione sociale e del rilievo giuridico della speculazione.....	pag. 74
4.1.3.1 Sulle conferme giurisprudenziali e amministrative dell'irrilevanza della distinzione tra derivati negoziati nei mercati regolamentati e non e del rilievo giuridico della speculazione.....	pag. 92
5. L' <i>interest rate swap</i> e la funzione di copertura.....	pag. 98
5.1 ...e la sua analogia con la funzione assicurativa.....	pag. 103
6. L' <i>interest rate swap</i> e la funzione di arbitraggio.....	pag. 110
7. Sull'irrilevanza della distinzione tra scopo speculativo e di copertura ai fini della validità civilistica intrinseca dell' <i>interest rate swap</i> .....	pag. 115

## Capitolo III

### Brevi cenni sui concetti di alea, rischio e contratto aleatorio: la qualificazione e la struttura dell'accordo di *interest rate swap*

#### Sezione I. Alea, rischio, contratto aleatorio

1. Alea e rischio: linguaggio comune e terminologia giuridica.....pag. 123
2. Il contratto aleatorio. Alea normale e convenzionale; bilaterale e unilaterale.....pag. 130
3. Conclusioni.....pag. 143

#### Sezione II. Della natura aleatoria o commutativa dell'*interest rate swap*

1. I termini generali del problema.....pag. 146
  - 1.2 Cenni problematici relativi ad una errata impostazione della questione.....pag. 157
  - 1.3 Sugli eventi estranei al rischio tipico del contratto.....pag. 166
2. La tesi - preferibile - della natura commutativa dell'*interest rate swap*.....pag. 169
3. Sulla rilevanza giuridica dell'*interest rate swap*. Profili di meritevolezza.....pag. 178

## Capitolo IV

### ***L'interest rate swap* nello specchio della giurisprudenza**

1. La giurisprudenza italiana e l' <i>interest rate swap</i> .....	pag. 187
2. Lo swap con <i>upfront</i> .....	pag. 216
3. <i>Interest rate swap</i> e collegamento negoziale.....	pag. 220
4. Conclusioni.....	pag. 233
<b>Bibliografia</b> .....	pag. 235

*Dappertutto gli uomini non fanno altro che togliersi o vincersi qualcosa a vicenda. Se siano ignobili, in genere, il guadagno e il profitto, questa è un'altra questione. Ma io qui non la risolvo.*

*(F. M. Dostoevskij, Il giocatore)*

## INTRODUZIONE

La realtà economica, in special modo il mondo della finanza, è in continua evoluzione: tale - banale - osservazione costituisce (*rectius: dovrebbe costituire*) la premessa e, al contempo, la *ratio* di uno studio approfondito di quelli che sono i prodotti delle attività umane che in quel mondo nascono e che a quel mondo sono profondamente legati: fenomeni complessi, che presentano aspetti economici e giuridici di non poco momento. Lo studioso del diritto trova davanti a sé un oggetto di studio a dir poco complesso e dinamico: abituato (spesso) a ragionare per dogmi, l'interprete sembra procedere a tentoni nel "cristallizzare" in una forma ben determinata e una volta per tutte i negozi ai quali l'ingegneria finanziaria degli operatori economici dà vita. La multiforme materia oggetto d'analisi esige, probabilmente, uno sforzo spesso di notevole rilievo, a causa della tendenza scientifica degli studiosi, che si avvicinano allo studio delle attività umane per ricondurle ad un paradigma giuridico, ad una rigida classificazione dei fenomeni di volta in volta presi d'esame.

Oltre che con la oltremodo difficoltosa riconduzione dei derivati ad una fattispecie giuridica preesistente (e con la conseguente, eventuale, ricostruzione di *una nuova fattispecie*), l'interprete deve necessariamente fare i conti anche con l'aspetto *puramente economico* delle operazioni alle quali i soggetti danno vita: spesso la scarsa attenzione dedicata a tale prospettiva d'analisi influisce negativamente, intorbidandola, sulla *visione d'insieme* della operazione economica posta in essere dagli operatori del mondo finanziario.

Il presente lavoro di ricerca si concentrerà su una delle varie figure negoziali il cui inquadramento ha agitato la dottrina e la giurisprudenza: si fa riferimento all'*interest rate swap*.

Appartenente alla più ampia categoria dei *derivati finanziari*, l'accordo oggetto d'esame ha suscitato un vivo dibattito tra coloro i quali ne sostengono la natura di *gioco* o di *scommessa* e coloro i quali ne sostengono la natura di *contratto di scambio*, non senza passare da una posizione che potremmo definire "intermedia", secondo la quale, pur non essendo propriamente *gioco* o *scommessa*, l'*interest rate swap* sarebbe tuttavia riconducibile alla categoria del *contratto aleatorio*.

Nell'esame della fattispecie negoziale, in accordo con le premesse e le preoccupazioni testè espresse, si cercherà di procedere ad una analisi dell'accordo suddetto che abbia sempre un occhio rivolto all'aspetto economico della operazione, tentando, ove possibile, di armonizzare tale aspetto con quello propriamente *giuridico*, costituendo quest'ultimo - per ovvie ragioni - oggetto di studio privilegiato.

Si procederà dapprima con una breve introduzione alla categoria dei *derivati*, per poi accennare altrettanto brevemente alla ulteriore sottocategoria degli *swap*, dei quali l'*interest rate swap* rappresenta l'archetipo. Quindi, si passerà ad una analisi strutturale della fattispecie testè menzionata, indagandone la natura e l'essenza, non senza un - si spera - accurato confronto con le fattispecie più "affini", secondo i classici principi della logica aristotelica di *identità* e di *non contraddizione*. Ancora, si indagherà in merito all'essenziale profilo della *causa* dell'accordo di *interest rate swap*, snodo, ovviamente, centrale sia al fine

di tentare di fare chiarezza su quella che è la *ragione obiettiva* che spinge le parti a concludere un tale contratto, sia al fine di meglio comprendere le ragioni della eventuale *meritevolezza di tutela da parte dell'ordinamento* di un contratto siffatto.

Infine, nell'ultima parte del presente lavoro, l'attenzione verrà posta sulle pronunce giurisprudenziali che, dagli anni Novanta ad oggi, hanno avuto ad oggetto il negozio di *interest rate swap* e che hanno posto di volta in volta l'attenzione su aspetti non del tutto centrali (come si cercherà di convincentemente argomentare), elevandoli (a torto, come anche chi scrive ritiene) a dignità di *elementi caratterizzanti il tipo*; se ne rileveranno le - secondo noi - criticità e si ulteriormente delineeranno sia le prospettive ermeneutiche più acconce al corretto inquadramento dell'*irs*, sia, come logica conseguenza, i rimedi più adatti ad un eventuale *vizio dell'accordo*, che l'ordinamento potrà mettere a disposizione della parte che risulti danneggiata dallo stesso per come congegnato nei vari casi concreti.

L'idea di fondo, che permea l'intero lavoro, è che la fattispecie negoziale in esame sia riconducibile agli *accordi con causa di scambio*, non essendo la stessa assimilabile ad un mero gioco o ad un contratto aleatorio.

Si spera, se non di dimostrare (per quanto possa essere corretto discorrere di *dimostrazione*, alla luce degli arresti del pensiero filosofico inaugurato da Popper e da quello successivo che nel solco del sentiero tracciato dal primo si inserisce) l'assunto di partenza, quantomeno di contribuire (in modo modesto) al sostegno delle ragioni di coloro i quali a favore di tale soluzione si schierano.

## CAPITOLO I

### I DERIVATI E L'*INTEREST RATE SWAP*: NASCITA E SVILUPPO DI UNA CATEGORIA CONTRATTUALE. NOZIONI INTRODUTTIVE

#### 1. Premessa.

Il concetto di "derivato" richiama alla mente una categoria di negozi (alla quale appartiene la figura negoziale oggetto del presente studio, l'*interest rate swap*) guardata -spesso- a dir poco con sospetto. La speculazione a questi connessa, poi, è spesso considerata un "male necessario"<sup>1</sup>.

Il perchè di questo sarà presto detto. È, innanzitutto, da escludere che si tratti di una sorta di "vizio congenito", quasi che questi strumenti fossero male in sè: lo studioso si dovrà concentrare, piuttosto che su un ipotetico "vizio" di tal fatta, sul cattivo uso che di tali strumenti è stato fatto.

Una delle possibili cause del suddetto sospetto può essere rinvenuta in ciò, che l'ingegneria finanziaria, spesso parecchio fantasiosa, non ha trovato una corrispondente opera di sistematizzazione da parte dell'ordinamento giuridico: se è vero che gli strumenti finanziari sono in continua e spesso rapida evoluzione, difficilmente assoggettabili ad una rigida classificazione e regolamentazione, tuttavia sembra che l'ordinamento abbia lasciato la finanza a se stessa, libera di creare una incontrollata proliferazione di negozi che perdono qualsiasi punto di riferimento con una qualsivoglia categoria giuridica.

---

<sup>1</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2010, p. 5.

Per fare un esempio, basti pensare proprio allo *swap*, uno degli strumenti finanziari più diffusi e che sembra avere assunto un suo profilo ben definito. Nonostante questo, spesso si parla degli *swap* come di una somma di opzione a vendere e di una a comprare, che è quasi come dire che la compravendita non consiste in uno scambio di un bene verso il corrispettivo di un prezzo, ma in una donazione di un bene con corrispettiva donazione di denaro.<sup>2</sup> «Perduti i punti di riferimento, qualunque materia diviene pressoché impossibile da maneggiare».<sup>3</sup>

Altre volte, invece, si è rinunciato totalmente a qualificare tali negozi, proclamandosi la totale impossibilità di individuare una definizione giuridica della categoria: i derivati apparterrebbero, cioè, ad un *genus* finanziario in continua evoluzione e, proprio per questo, indefinibile.<sup>4</sup>

Una recentissima, nonché parecchio suggestiva, posizione<sup>5</sup>, sostiene che, date le molteplici questioni suscitate dai "derivati" e data la verosimile impossibilità di definirne una volta per tutte il *concetto*,

---

<sup>2</sup> Ibidem.

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> Delle difficoltà di qualificare in modo unitario i "derivati" e sugli interrogativi in merito alla possibilità, alternativa e fors'anche preferibile, di operare una distinzione tra le singole tipologie degli stessi, procedendo ad una analisi analitica, si veda il recentissimo saggio di C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Giuffrè, 2016, p. 7 ss., ove si legge, tra le altre cose, che «[Non] mancano [...] le ragioni di dubbio e incertezza, essendo sicuramente opinabile se e in che termini possa ritenersi plausibile l'adozione di una prospettiva unitaria al fine di valutare le molteplici vicende per cui si parla di «derivato» o non sia preferibile un approccio analitico [...]». Del resto, sembra fuori di dubbio trattarsi di una fenomenologia caratterizzata da molteplici, e certo non privi di rilievo, elementi di eterogeneità: con riferimento sia alla struttura delle vicende ivi comprese sia ai contesti nei quali si svolgono sia ancora ai dati con cui esse si pongono in relazione»; lo stesso Autore, *ibidem*, fa notare che in merito alla classificazione dei derivati così per come operata solitamente dalla dottrina, è logicamente possibile sia la proposizione di ulteriori e più analitiche ripartizioni, sia il tentativo di ridurre le «classi» dei derivati stessi, richiamando in tal senso il pensiero di M. BARCELLONA, *L' "azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 571, il quale ultimo Autore scompone i derivati in due classi: quelli nei quali il rischio viene scomposto nei due versi in cui può maturare e quelli nei quali il rischio viene traslato da una parte all'altra dietro pagamento di un premio.

<sup>5</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 17.

propende per porre l'attenzione sul *metodo tipologico*: nelle parole dell'Autore, «la ricerca del «derivato» non può [...] prescindere da una considerazione della realtà economico-sociale, individuando *il tipo di problemi che pone e le risposte che chiede all'ordinamento* (c.n.) [...]. Ma è anche necessario, penso, intendere tale ricerca come quella di un «tipo» nel senso in cui la si distingue dall'altra di un «concetto». La questione, infatti, s'impenna sulla possibilità di individuare *un problema* e non pare perciò risolvibile semplicemente (e allora, in certo modo, formalmente) definendo una o più fattispecie: il processo di riconoscimento in concreto del primo richiede invece, direi inevitabilmente, margini di approssimazione, *non può esaurirsi in un'operazione soltanto classificatoria intesa a verificare la presenza di predefiniti requisiti* (c.n.).»<sup>6</sup>

D'altra parte, esistono disposizioni normative come il T.U.F. e le comunicazioni Consob che dettano una certa disciplina per i derivati: sarebbero, questi, tentativi, in quest'ultima ottica, una mera velleità di disciplinare qualcosa di ingovernabile<sup>7</sup>. E, tuttavia, è evidente che una seppur minima regolamentazione si rende necessaria al fine di evitare possibili distorsioni ed effetti negativi che la negoziazione degli strumenti finanziari spesso provoca sui mercati e nella sfera giuridica di chi si appresta a negoziarli.

Fondamentale, pertanto, rimane l'esigenza di una analisi scientifica dei suddetti strumenti e di una qualificazione giuridica del fenomeno, senza anticipate rinunce dettate da presunte impossibilità di governare

---

<sup>6</sup> Ibidem.

<sup>7</sup> La considerazione è di E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 7.

un fenomeno -quello dello sviluppo e della negoziazione in strumenti finanziari- in continua evoluzione.

Una attenta analisi dovrà soffermarsi dapprima sulle ragioni storiche della nascita degli *swap* (categoria alla quale appartiene lo strumento finanziario oggetto del presente lavoro, l'*interest rate swap*) per poi procedere, con un occhio costantemente rivolto alle eventuali disposizioni disciplinanti il fenomeno, ad una qualificazione giuridica dello strumento finanziario in esame che sia quanto più possibile aderente alla realtà; ancora, si dovrà aver cura di analizzare le pronunce giurisprudenziali che si sono occupate delle problematiche che hanno coinvolto le negoziazioni in *interest rate swap*, al fine di saggiarne la eventuale compatibilità con la ricostruzione dottrina che si ritiene più confacente allo strumento finanziario in parola.

## **2. La nozione di derivato e il suo oggetto.**

La nozione di "derivato" appartiene al mondo della finanza e all'ordinamento anglosassoni, dai quale è stata mutuata<sup>8</sup>.

La dottrina<sup>9</sup>, nel tentativo di darne una definizione quanto più ampia possibile, afferma che la categoria dei derivati «ricomprende tutti quei contratti di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto tra il prezzo dell'entità al

---

<sup>8</sup> Si veda A. CIRILLO, *Nifs, swap e option - Operazioni bancarie innovative*, Padova, 1990.

<sup>9</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, pp 8 e ss..

momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione».<sup>10</sup>

Il termine, come si è testè affermato, trae origine dalla lingua inglese: l'aggettivo "*derivative*" sta ad indicare uno strumento finanziario che si basa su un altro strumento elementare e il valore del primo dipende da quello del secondo.<sup>11-12</sup>

Secondo la Banca d'Italia<sup>13</sup>, i contratti derivati sono quelli che "insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa". Similmente, anche la dottrina italiana discorre dei derivati come di "contratti il cui valore deriva dal prezzo di una attività finanziaria sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziari di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio)".<sup>14</sup>

Come giustamente osserva un Autore<sup>15</sup>, inteso in tal senso l'aggettivo "derivato" esprime a ben vedere il profilo *economico* del fenomeno,

---

<sup>10</sup> Ibidem.

<sup>11</sup> R. W. KOLB, *Financial derivatives*, Cambridge, 1996.

<sup>12</sup> Secondo C. ANGELICI, *op. cit.*, poichè il «valore» viene astratto dal "sottostante" e diviene attributo del derivato medesimo, si potrebbe ben dire non tanto che il derivato abbia un valore, *ma che esso stesso sia un "valore"*. Tale precisazione schiuderebbe, nelle intenzioni dell'Autore, ulteriori possibilità sia di soluzione del problema classificatorio dei derivati che in punto di disciplina applicabile ai medesimi: basti pensare, come egli fa notare, che la giurisprudenza (e vedremo più avanti, nel corso dei successivi capitoli, le conclusioni da questa raggiunte in tema di *interest rate swap*) ha posto sempre, e in modo decisivo per le controversie sottoposte, l'attenzione sulla *determinabilità del valore* del derivato esaminato, dando molta importanza ai criteri di determinazione dello stesso e alla sua conoscibilità: il "valore", sostiene l'Autore, diverrebbe esso stesso un *bene*, oggettivo - in quanto reso *oggetto dell'operazione* posta in essere dalle parti - e, in quanto *bene*, negoziabile. Il *bene/valore*, poi, sarebbe tale solo in quanto rilevante *per il mercato e potrebbe assumere un significato oggettivo solo se da questo riconosciuto*: cosicchè, conclude l'Autore, il *giudizio di meritevolezza da parte dell'ordinamento* non potrebbe prescindere dalla valutazione *che il mercato fornisce di quel valore*.

<sup>13</sup> Circolare 29.03.1988 n. 4.

<sup>14</sup> G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, 1993, p. 27.

<sup>15</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 10.

interpretazione che sembra accantonare il profilo più propriamente *giuridico* che attiene alla formazione degli strumenti finanziari in esame: una nozione così generica potrebbe portare, infatti, a classificare come "derivati" qualsiasi "prodotto" finanziario il cui valore sia influenzato dalle più disparate attività in qualche modo ad esso correlate: si pensi ad un fondo comune di investimento, il cui valore -come si sa- deriva dalle attività che fanno parte dello stesso, ma che certamente non appartiene alla categoria dei derivati.<sup>16</sup>

Il decreto legislativo n. 58 del 1998 (T.U.F.) all'art. 1, 3° comma, definisce come "strumenti finanziari derivati" quelli indicati al comma 1-bis e 2 del medesimo articolo, alle lettere *d), e), f), g), h), i)* e *j)*.

In breve, l'accordo, per effetto della stipulazione, diverrebbe esso stesso "strumento finanziario" e, pertanto, per "derivato" dovrebbe intendersi, più esattamente, quello strumento finanziario che deriva dal contratto.

Il derivato, secondo l'Autore da ultimo citato, "è un contratto generatore di nuovi strumenti, che può -come pure non può- utilizzare strumenti finanziari esistenti [...] In tale prospettiva "genetica" il contratto derivato si pone dunque come un "*ponte*" tra lo strumento negoziale e lo strumento finanziario".<sup>17</sup>

Ad esempio, qualora le parti stipulassero uno swap, non si limiterebbero a negoziare uno strumento finanziario già esistente, ma sarebbe la loro stessa pattuizione che creerebbe lo strumento.

---

<sup>16</sup> Si legga quanto dispone lo stesso legislatore all'art. 1, comma 2, lett. *e)* e comma 3 del T.U.F. .

<sup>17</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 13.

I derivati possono avere ad oggetto entità economiche di varia natura (e si discorrerà, allora, di *financial derivatives*), ma anche beni o merci (e si parlerà, in tale ultimo caso, di *commodities derivatives*). Ai fini del presente lavoro, si concentrerà l'attenzione sulla prima tipologia, non senza accennare, peraltro, al fatto che, storicamente, i derivati nacquero proprio come strumenti di negoziazione a termine di beni.

Tale ultima distinzione, come osserva certa dottrina, sembra perdere significato, dato che la componente economica fondamentale è assolutamente irrilevante, inidonea a connotare la fattispecie, posto che la caratteristica tipica del derivato è quella di fondere la componente finanziaria e quella contrattuale.<sup>18</sup>

A un primo esame dell'accordo, si potrebbe essere indotti a concludere che "contratto a termine" e "derivato" siano la medesima cosa, dato che in entrambi gli accordi le parti creano un differenziale costituito del raffronto tra il valore dell'entità negoziata nel momento in cui è stato concluso l'accordo e il valore che le medesime entità avranno al momento dell'esecuzione dello stesso.

Tuttavia, a ben guardare, una prima differenza è costituita dal fatto che mentre nel contratto a termine il differenziale non è che l'effetto dell'accordo, nel derivato esso è, piuttosto, l'oggetto dell'accordo stesso.

Nel contratto a termine, l'oggetto dell'accordo è costituito dalla compravendita di un bene, mentre, nel derivato, consiste nel differenziale prodotto dalla comparazione tra il prezzo alla data della

---

<sup>18</sup> Ibidem.

stipula e il prezzo alla data della scadenza: in altre parole, ciò che le parti "comprano", non è il bene, ma una differenza di valore.<sup>19-20</sup>

Anche qualora un contratto dovesse prevedere la consegna dell'attività fondamentale (c.d. *underlying instrument*), tuttavia tale modalità esecutiva non inciderebbe sulla finalità del negozio nè tantomeno modificerebbe la struttura contrattuale, poichè nel derivato il fine della pattuizione negoziale rimane pur sempre il conseguimento di una differenza di valore, non già del bene.<sup>21</sup>

Come afferma certa dottrina «la valutazione dell'attribuzione patrimoniale è operata superando il singolo dato strutturale, che in realtà appare identico -prestazione differenziale- in ragione di una valutazione complessiva dell'affare».<sup>22</sup>

Volendo ulteriormente semplificare, una cosa è l'acquisto di una azione che si spera di rivendere in futuro ad un prezzo maggiore, operazione che di sicuro non rientra nella categoria dei derivati, altra cosa è, invece, l'operazione in forza della quale ci si impegna oggi ad acquistare e compravendere quella stessa azione in futuro. La differenza tra i due casi è evidente: nel primo, si spera in un guadagno per conseguire il quale si acquista già oggi -e pagando l'intero prezzo- il bene, che si rivenderà in futuro; nel secondo, invece, nulla è dovuto al momento della stipula, poichè ciò che si acquista non è il bene (nel nostro

---

<sup>19</sup> Ibidem.

<sup>20</sup> Così anche Trib. Milano, 27.03.2000, in *Contr.*, 2000, pp. 777 e ss..

<sup>21</sup> M. FERRARIO, «*Domestic currency swap*» a fini speculativi e scommessa, in *Contr.*, 2000, p. 258.

<sup>22</sup> Così G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. proc.*, 1997, p. 587.

esempio, l'azione), bensì lo sperato differenziale positivo di valore che quell'azione assumerà nel tempo.<sup>23-24</sup>

Una ulteriore elemento di differenza tra il derivato e il contratto a termine consiste nel fatto che il primo, come già anticipato, è propriamente uno strumento finanziario con oggetto (non già l'acquisto di un bene ma) una fluttuazione di valore di una attività sottostante e che, proprio per tale motivo, relega in secondo piano l'entità fondamentale, costituendo quest'ultima, nel derivato, un elemento necessario ma non qualificante del derivato stesso: proprio a causa dell'irrilevanza dell'*underlying instrument* si discorre di *astrattezza* del derivato, quale sua componente essenziale e qualificante. In tal caso, per "astrattezza" è da intendersi come perenne estraneità dell'attività sottostante al derivato. Ad esempio, la controparte di un interest rate swap non potrà chiedere la restituzione di ciò che ha versato all'altra parte, facendo valere l'eventuale invalidità di uno o di entrambi i rapporti debitori verso terzi, anche se menzionati nella pattuizione.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 19. La rilevanza e la centralità del differenziale sono sottolineate da M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2008, p. 327; da M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo Diritto*, 2007, p. 510; da A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, p. 2219; da R. BOMBARDI, *Strumenti finanziari derivati e sistema contrattuale Isda*, in *Dir. e Prat. Soc.*, II, 2006, p. 32; da M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. Loc.*, fasc. 4, 2008, p. 26; da M. MANCA, *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006, p. 6517.

<sup>24</sup> Su una lunghezza d'onda simile sembra porsi C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 34 ss., il quale afferma che «in effetti, quando si acquista per rivendere, a scopo quindi speculativo, sono impliciti sia il ruolo centrale che nell'economia dell'operazione assume il valore di scambio del suo oggetto, ponendosi soltanto sullo sfondo quello d'uso [...], sia l'eventualità che esso nel tempo si modifichi. In questo caso elementare, però, i due atti di scambio di cui si compone la vicenda sono anche *formalmente distinti e [...] il momento di compimento del secondo, quello da cui deriverà il profitto o la perdita, resta nella piena disponibilità del singolo operatore [...]. Nel nostro caso [nel caso, cioè, del derivato] [invece] è predefinito il momento [...] nel quale tale esito economico potrà realizzarsi (c.n.)*».

<sup>25</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 22.

«Più che di astrattezza parrebbe dunque corretto parlare di *astrazione pura*, con ciò intendendo e idealizzando il meccanismo costruttivo dello strumento che, muovendo da un'entità economica di base, perviene a creare un diverso oggetto (il differenziale, appunto). Lo strumento, dopo la sua creazione, rescinde ogni connessione con il titolo originario, acquisendo un'autonomia perfetta, assoluta, irreversibile.»<sup>26</sup>

Fatta questa breve premessa su quelle che sono le caratteristiche comuni di quegli strumenti finanziari appartenenti alla grande famiglia dei derivati, è opportuno passare brevemente all'esame di una delle tipologie negoziali che appartengono a tale gruppo insieme alle *options* e ai *futures*: quella degli *swaps*.

Una volta delineata per sommi capi una definizione di tale categoria negoziale si passerà, quindi, ad un attento esame di una di quelle che ne costituiscono l'archetipo: la figura dell'*interest rate swap*.

### **3. Lo *swap*: premessa terminologica.**

Nell'ambito della famiglia dei derivati si colloca la figura negoziale - tipica dell'innovatività dell'ingegneria finanziaria- dello *swap*<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> Senza pretesa di completezza, si citano gli Autori che, sin dagli anni '90, hanno trattato di tali nuove tipologie contrattuali: R. AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, p. 10; ID., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1991, II, p. 437; ID., *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1992, I, p. 262; ID., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 212; G. ALPA, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, n. 2, p. 321; M. ANGERETTI, *Swap transactions e eccezione di gioco*, in *Giur. It.*, 1996, I, 2, p. 50; A. ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2004, II, p. 204; P. BERNARDINI, *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir. comm. int.*, 1989, p. 10; 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,

---

p. 593; ID., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubblico dell'economia* diretto da Galgano, vol. 26°, Padova, 1994, p. 37; R. CAIAZZO, *Gli swaps nella disciplina fallimentare*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 103; C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre-Dicembre 1998, n. 6 p. 11; L. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, n.2, p. 49; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 587; ID., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1995, I, p. 359; ID., *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1991, I, p. 792; F. CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swap e interest rate and currency swap*, in *Dir. comm. int.*, 1990, p. 675; ID., *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 69; ID., *Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 95; ID., *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, p. 321; S. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2004, p. 3; F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992; A. M. CAROZZI, *Swap*, in P. CENDON (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, 2004, p. 468; G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro It.*, 1992, p. 310; ID., *L'utilità di una sentenza "anacronistica": gli swap in Corte di Cassazione*, in *Foro It.*, 1998, I, p. 3293; R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Cotr. e impr.*, 1988, p. 393; ID., *Le operazioni sul rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 1995, p. 2395; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45; A. CIRILLO, *Nifs, swap e option - operazioni bancarie innovative*, Padova, 1990; R. CLARIZIA, *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I contratti derivati finanziari*, (a cura di) RIOLO, Milano, 1993, p. 119; R. COSTI, *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. Bancario*, 1992, I, p. 159; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, vol. VIII, pp. 365 ss.; P. DE BIASI, *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2001, I, p. 644; ID., *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000; C. M. DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2004, I, p. 391; G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 26; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 27; ID., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Tratt. delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, vol. X, p. 3; E. FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contratto e impresa*, 1992, p. 475; ID., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, n. 2, p. 399; D. FINARDI, L. RUGGERI, *Interest rate swap e fallimento*, in *I contratti*, 2003, n. 1, p. 97; G. GABRIELLI, *Operazioni in derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1136; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1269; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010; ID., *Gli "swap" come strumenti finanziari*, in *I contratti*, 1999, I, p. 45; ID., *Currency swap*, in *Amministrazione e finanza*, 1989, 19, p. 1153; ID., *Lo swap domestico*, *ibidem*, 5, p. 278; ID., *Gli asset swap*, *ibidem*, 21, p. 1189; F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 79; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 597; ID., *Swap*, in *La banca e i nuovi contratti*, a cura di G. De Nova, Ricerche Assbank, Milano, 1993, p. 45; ID., *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, 1995, p. 2441; ID., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, p. 1393; M. IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro Pad.*, 1987, II, p. 122; D. LOIACONO, A. CALVI, A. BERTANI, *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2005, supplemento; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2010, I, p. 779; M. C. MALANDRUCCO, *Rischio*

È agli inizi degli anni Ottanta che cominciano a diffondersi i nuovi contratti denominati *interest rate swap* ed *interest rate and currency swap*, che rapidamente verranno utilizzati su scala mondiale. La diffusione di tali strumenti finanziari è stata notevole: basti pensare che il primo *swap* fu concluso nel 1981 tra l'IBM e la Banca Mondiale e che nel Giugno del 2010 risultavano posti in essere *swap* per 347.508 miliardi di dollari.<sup>28</sup>

Il termine *swap* viene utilizzato per indicare operazioni finanziarie tendenzialmente molto diverse tra loro in termini di struttura giuridica: è pertanto primariamente necessario delineare nel modo più definito possibile i tratti della figura contrattuale in esame.<sup>29</sup>

---

*finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1992, p. 471; F. M. MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2002, p. 196; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, n. 3, p. 27; M. MORI, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2004, tomo II, p. 1077; M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, p. 63; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 1995, II, p. 82; ID., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999; ID., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1998, I, p. 51; D. PREITE, *Contratti differenziali e art. 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap e index future*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, p. 26; ID., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index, futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 171; L. RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, p. 539; E. RECINE, *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Politiche legislative e contrattazione standardizzata nel settore finanziario: lo "European Master Agreement"*, in *Quaderni di ricerca*, n. 55, 2003; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1993, p. 602; ID., *Aspetti legali del mercato degli swap in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 87; P. SEBASTIANUTTI, *Rischio legale nei contratti derivatives conclusi nei mercati internazionali*, in *Strumenti finanziari innovativi e profili di rischio*, Milano, 1993, p. 135; N. SQUILLACE, *La legge 2 Gennaio 1991 n. 1 e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, p. 85; E. TONELLI, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1993, I, p. 342; N. TREMANTE, *La compensazione nelle operazioni internazionali di swap*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 113.

<sup>28</sup> BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Semiannual OTC derivatives statistics at end June 2010*, Basilea, Dicembre 2010, <http://www.bis.org/statistics/derstats/htm>, fonte citata in F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, p. 29.

<sup>29</sup> Lo rileva F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 30.

*Swap*, nella lingua inglese, sta per "give something in exchange for something else", cioè "dare qualcosa in cambio di qualcos'altro".<sup>30</sup>

Il termine è stato utilizzato nel settore finanziario per indicare specifiche operazioni, tra le quali gli swap di interessi e di divise. Tali swap raggruppano quelle operazioni conosciute come *interest rate swap* (da qui in poi, più brevemente, *Irs*) e *interest rate and currency swap* (da qui in poi, più brevemente, *Ircs*).

All'interno di tale gruppo vengono annoverati tutta una serie di contratti con i nomi più disparati ma che, tuttavia, altro non sono se non plurime applicazioni pratiche di una medesima forma contrattuale: basti pensare, per citarne qualcuno, agli *asset swap*, ai *liability swap*, agli *amortising swap*, agli *step-up swap*, agli *zero-coupon swap* e così via.

Tutti i testè menzionati contratti si basano sulla medesima struttura giuridica che si manifesta con caratteristiche finanziarie diverse.<sup>31</sup>

In via del tutto approssimativa, lo *swap* qui in esame può essere definito come "contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi".<sup>32</sup>

**4. Le finalità perseguibili con lo *swap*: di copertura, di arbitraggio, di speculazione. Rinvio.**

---

<sup>30</sup> A. S. HORNBY, *Oxford advanced learner's dictionary of current English*, Oxford, 1990, cit. voce *Swap*.

<sup>31</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 32.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

Gli *swaps* offrono agli operatori la possibilità di modificare i parametri cui sono legati (di interesse, di cambio, di prezzi di merci, di indici azionari) con altri che ritengono, per vari motivi, più vantaggiosi.<sup>33</sup>

Pur essendo molteplici le finalità perseguibili con questi strumenti finanziari, tuttavia è possibile ricondurle ad una triplice ripartizione di *copertura*, di *arbitraggio*, di *speculazione*.

Nell'ambito della prima finalità, detta appunto di *copertura*, sono comprese sia le operazioni di copertura del rischio di cambio e di interesse, sia la possibilità di diversificare fonti e impieghi attraverso la modificazione, per esempio, di tassi e di scadenze.<sup>34</sup>

Gli *swaps*, infatti, consistono in «operazioni malleabili, che si adattano alle esigenze di hedging connesse ad innovazioni finanziarie».<sup>35</sup>

Non a caso la dottrina aziendalistica afferma che «la funzione primaria degli swap è quella di concorrere ai complessi processi di gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio, mediante la trasformazione dei flussi di cassa abbinati ad operazioni di provvista e di impiego in lire o in divisa in modo tale che l'effetto netto dei *cash flows* esistenti e di quelli generati dalla operazione di swap dia luogo a una struttura finanziaria in linea con gli obiettivi in termini di valuta e di rendimento dell'impresa».<sup>36</sup>

---

<sup>33</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 60.

<sup>34</sup> *Ibidem*.

<sup>35</sup> M. MORI, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, p. 101.

<sup>36</sup> E. MONTI - C. MESSINA, *La finanza per l'impresa*, Utet, 1992, p. 112, citato in G. CAPALDO, *Op. ult. cit.*, p. 61.

Un'ulteriore finalità perseguibile tramite gli *swap* è, come si accennava *supra*, quella cosiddetta di *arbitraggio*.

Tale finalità consiste nel trarre vantaggio dalle asimmetrie informative tra i diversi mercati.<sup>37</sup>

«Proprio sulla capacità, che si è affinata nel tempo, di riconoscere e sfruttare la convenienza relativa dei tassi, praticati nei diversi mercati di capitali e nei diversi segmenti che la compongono, si è fondato lo sviluppo degli *swap*».<sup>38</sup>

Lo *swap*, favorendo l'*arbitraggio* tra i diversi mercati, rappresenta, sul piano dell'efficienza, un fattore positivo poichè favorisce l'assottigliarsi delle divergenze nelle quotazioni, fino a tendere alla parità teorica.<sup>39</sup>

Infine, lo *swap* può avere finalità *speculativa*: sempre più spesso, infatti, si stipulano *swap* con l'intento di ricavarne un profitto.

Come enunciato limpidamente dalla dottrina, «il mantenimento di posizioni aperte, ancorchè siano disponibili idonee coperture, si fonda su aspettative che si nutrono con riguardo a variazioni dei parametri dedotti in contratto, e si reputa accettabile, se si confida in un rendimento adeguato, tale da compensare il rischio che questi ultimi si muovano in senso sfavorevole. Gli *swap*, dunque, non si costituirebbero nè su attività nè su passività[...]. Ad esempio, aspettative di un ribasso dei tassi indurrebbero a perfezionare, senza alcun collegamento con poste di bilancio, e a non richiudere un *interest rate swap*, in virtù del

---

<sup>37</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 60.

<sup>38</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 101.

<sup>39</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 60.

quale siano dovuti flussi ancorati a parametri di tasso variabile, contro flussi a tasso fisso. Se le attese si manifestassero, ci si avvantaggerebbe della posizione assunta: il risultato sarebbe evidente nel caso in cui si procedesse alla compensazione dei flussi alle singole scadenze e tutti i *netting* fossero a credito della società che procede alla valutazione; altrimenti, il suo vantaggio si accerterebbe applicando il metodo del valore attuale netto (o del valore finale) ai flussi scambiati se, procedendo alla attualizzazione (o capitalizzazione) ad un opportuno tasso dei flussi a favore e a carico della società stessa, il valore netto fosse positivo.

Al contrario, facendo affidamento sulla salita dei tassi, si rinunciarebbe a chiudere posizioni, che implicino l'obbligo di versare flussi a tasso fisso, contro flussi a tasso variabile: qualora i parametri variassero come previsto, si lucrerebbe uno *spread* rispetto al parametro di tasso fisso e - se i parametri convenientemente definiti- *netting* ingenti, perfino senza effettuare alcun esborso». <sup>40</sup>

Per una declinazione delle singole finalità perseguibili nell'*irs*, si rinvia all'apposito capitolo, nel quale si tratterà, inoltre, delle problematiche relative alla configurazione giuridica di ognuna delle tre finalità.

---

<sup>40</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 134.

## CAPITOLO II

### L' *INTEREST RATE SWAP*: DEFINIZIONE E ANALISI DI UNA FIGURA CONTRATTUALE PROBLEMATICA

#### 1. Origine e definizione dell'*interest rate swap*.

Lo *swap* nasce tipicamente proprio nella versione *irs*, il quale serve come strumento per modificare le condizioni di indebitamento delle parti contraenti, il tutto senza incidere sulle condizioni originarie del prestito di ciascuna parte.<sup>41</sup>

Come osservato dalla dottrina<sup>42</sup>, «Attraverso un contratto di *interest rate swap* le parti si "scambiano" una posizione finanziaria, contraddistinta dal rendimento a tasso fisso, con altra posizione finanziaria contraddistinta dal rendimento a tasso variabile: ciò con riferimento ad un determinato periodo di tempo.».

Così anche chi<sup>43</sup> afferma che «Gli *interest rate swap* consistono in una operazione finanziaria in cui le parti convengono di scambiarsi periodicamente pagamenti futuri in conto interessi, calcolati secondo modalità diverse su uno stesso capitale espresso in un'unica valuta. Alle singole scadenze le parti calcolano l'entità dei flussi che ciascuno dovrebbe corrispondere, in base al proprio tasso, all'altro contraente.».

---

<sup>41</sup> E. GIRINO, *op. cit.*, p. 62.

<sup>42</sup> F.M. GIULIANI, I «titoli sintetici» tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in *Diritto e pratica tributaria*, I, 1992, p. 884.

<sup>43</sup> E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1992a, p. 636.

Come si legge anche nel documento della Consob<sup>44</sup> al paragrafo 2.1, «Gli interest rate swap sono contratti in cui due controparti si scambiano **pagamenti periodici di interessi**, calcolati su una somma di denaro, detta **capitale nozionale di riferimento** (notional principal amount), per un **periodo** di tempo predefinito pari alla durata del contratto, e cioè fino alla scadenza (maturity date o termination date) del contratto stesso. Il nome 'interest rate swap' deriva dal fatto che i pagamenti effettuati sono simili ai pagamenti di interessi su un debito.».

In ciò consiste l'accordo, nello "scambio" dei rispettivi tassi di indebitamento, per cui una parte, indebitata -ad esempio- a tasso fisso, si impegna a trasferire all'altra parte, alle varie scadenze pattuite, un importo pari all'applicazione del tasso variabile della seconda al capitale di questa; del pari, la parte (già indebitata a tasso variabile) si impegna a trasferire alla prima (indebitata a tasso fisso) l'importo risultante dall'applicazione del tasso fisso al capitale della prima.

---

<sup>44</sup> Consob, *I principali prodotti derivati - elementi informativi di base*, Ottobre 2012, reperibile sul sito web:

[http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti\\_derivati/principalicategorie\\_prodottiderivati.html#5](http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/principalicategorie_prodottiderivati.html#5), ove si legge anche che «Esistono numerose tipologie di IRS. La più diffusa – denominata **plain vanilla swap** – presenta le seguenti caratteristiche:

- la durata dello swap è un numero **intero** di anni;
- uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse **fisso**, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse **variabile**;
- il capitale nozionale resta **costante** per tutta la vita del contratto.

Gli elementi fondamentali di un plain vanilla swap, da indicare nel **contratto**, sono:

- **la data di stipula** del contratto (trade date);
- **il capitale nozionale di riferimento** (notional principal amount), che non viene scambiato tra le parti e serve unicamente per calcolare gli interessi;
- **la data di inizio** (effective date), ossia da quando cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la data di stipula);
- **la data di scadenza** (maturity date o termination date) del contratto;
- **le date di pagamento** (payment dates), ossia le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi;
- il livello del **tasso fisso**;
- il **tasso variabile** di riferimento e la relativa data di rilevazione (c.d. fixing date).».

Sempre da quanto si legge nella comunicazione Consob<sup>45</sup> citata *supra*, si apprende che «Nella prassi si definisce **acquirente** dello swap chi corrisponde i pagamenti a tasso **fisso** e riceve quelli a tasso variabile; si suole anche dire che tale soggetto assume una posizione lunga (long swap position). Simmetricamente, **venditore** è colui che in cambio del tasso **variabile** riceve il tasso fisso e si dice che assume una posizione corta (short swap position).

Il flusso dei pagamenti di interessi a tasso fisso è detto “**gamba fissa**”; il controvalore di ciascun pagamento è dato dal prodotto del capitale nozionale<sup>46</sup> per il tasso fisso contrattualmente stabilito e riferito alla frazione d’anno di pertinenza (fixed rate day count fraction).

Il flusso dei pagamenti a tasso variabile è detto “**gamba variabile**”; il relativo controvalore unitario è il risultato del prodotto del capitale nozionale per il tasso variabile fissato alla data di rilevazione indicata nel contratto (fixing date) e riferito alla frazione d’anno di pertinenza (floating rate day count fraction).»

Lo scambio non avrà ad oggetto l'importo capitale, ma il solo importo risultante dall'applicazione sul capitale del tasso di interesse.

Un esempio chiarirà quanto sin qui scritto.

---

<sup>45</sup> Consob, *I principali prodotti derivati*, cit.

<sup>46</sup> Per "capitale nozionale" si intende l'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. Il nozionale è così denominato perché si tratta di un capitale fittizio, che non viene scambiato. In un contratto di interest rate swap, ad esempio, non si ha scambio di capitale tra le controparti contrattuali, ma si ha soltanto uno scambio di flussi di pagamenti calcolati sulla base di interessi applicati su tale capitale nozionale.

Si supponga che due parti, A e B, siano indebitate per lo stesso importo capitale e alle medesime scadenze ma a tassi diversi: si supponga A indebitata al tasso fisso del 5% e B al tasso variabile del Libor. Se ciascuna parte desidera indebitarsi al tasso conseguito dall'altra, la stipulazione dell'*Irs* permetterà l'inversione delle posizioni, pertanto A corrisponderà a B il tasso Libor, mentre B corrisponderà ad A il tasso fisso del 5%. Alle singole scadenze, non necessariamente coincidenti, ciascuna parte trasferirà all'altra l'importo risultante dall'applicazione del tasso convenuto con l'altra parte al proprio capitale.

Così, per continuare nell'esempio proposto, se alla prima scadenza il Libor è al 3%, A corrisponderà a B il 3% e B corrisponderà ad A il 5%: supponendo che le parti abbiano pattuito lo scambio delle rispettive somme dovute alla medesima scadenza, l'operazione si concluderà col versamento della differenza da B ad A, ad un tasso del 2% (risultate dal 5% meno il 3%).<sup>47</sup>

Le parti ben possono, poi, accordarsi nel senso di scambiarsi importi inferiori a quelli per i quali ciascuna di esse è indebitata nei confronti del proprio creditore.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> Come si legge nella comunicazione Consob citata, «Le variazioni del tasso variabile, rispetto ai livelli ipotizzati al momento della conclusione del contratto, determinano il **profilo di rischio/rendimento** del plain vanilla swap. In particolare, se il tasso variabile risulta superiore alle aspettative, l'acquirente dello swap, cioè colui che è obbligato a pagare il tasso fisso, matura un profitto (in quanto, fermo restando i pagamenti a tasso fisso cui è obbligato, riceverà pagamenti a tasso variabile di importo superiore a quanto previsto) ed il venditore una perdita, mentre se il tasso variabile scende è il venditore a conseguire un profitto.»

<sup>48</sup> Si supponga, ad esempio:

A indebitata al tasso fisso del 5%;

B indebitata al tasso variabile del Libor + 1/2 punto;

A si impegna a corrispondere il Libor - 1/2;

B si impegna a corrispondere il 4%.

Se alla scadenza il Libor è al 2,5%, il risultato finale sarà il seguente:

Come visto, l'effetto finale consiste nell'invertire le condizioni di indebitamento: la parte, già indebitata a tasso fisso, paga all'altra parte un tasso variabile e quest'ultima, già indebitata a tasso variabile, paga alla prima il tasso fisso di quest'ultima.

La conclusione del contratto di *swap*, come si è visto, presuppone l'esistenza di posizioni debitorie omogenee quanto ad entità e scadenze, ma nulla esclude che, in base al principio su menzionato dell'*indifferenza del fondamentale*, l'operazione possa aver luogo anche a prescindere dalla sussistenza di effettive posizioni da ricoprire.<sup>49</sup>

Pertanto, certa dottrina<sup>50</sup> conclude affermando che «Lo *swap* può considerarsi come il contratto derivato col quale due parti assumono, creandone delle nuove, le reciproche posizioni debitorie (reali o fittizie), rimanendo ciascuna la sola obbligata nei confronti del proprio creditore e garantendosi reciprocamente per la scadenza la necessaria provvista a condizioni prestabilite [...] In effetti, la caratteristica primaria dello *swap*, quale che sia la sua specifica configurazione, consiste propriamente in uno *scambio* di denaro [...]».

---

Per quanto riguarda A:	
Esborso nei confronti del creditore	5%
Esborso nei confronti di B (2,5% - 0,5% =)	2%
Introito da B	4%
Tasso netto pagato da A (5% + 2% - 4% =)	3%
Risparmio rispetto al tasso fisso (5% - 3% =)	2%
Per quanto riguarda B:	
Esborso nei confronti del creditore (2,5% + 0,5% =)	3%
Esborso nei confronti di A	4%
Introito da A (2,5% - 0,5% =)	2%
Tasso netto pagato da B (4% + 3% - 2% =)	5%
Perdita rispetto al Libor + 1/2 punto (3% - 5% =)	-2%

<sup>49</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 66.

<sup>50</sup> *Ibidem*.

Il primo *irs* fu stipulato nel 1982, a distanza di circa un anno dal primo *ircs*, e ben presto i primi superarono in volume i secondi.

Tra le altre, la *ratio* degli *irs* si basa anche sullo «sfruttamento della diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che ogni soggetto possiede». <sup>51</sup>

Si faccia il seguente esempio <sup>52</sup>.

Una società, Alfa, gode del rating <sup>53</sup> AAA, è solida e ha un'ottima reputazione sul mercato. Poichè ha necessità di indebitarsi, decidere di emettere obbligazioni con scadenza a sette anni: se si indebita a tasso fisso, tale società ottiene una quotazione del 7% in ragione d'anno, mentre, se si indebita a tasso variabile, ottiene il Libor a sei mesi più un margine di 0,0625% in ragione d'anno.

Un'altra società, Beta, gode di un rating BBB, non è molto solida e non ha la medesima reputazione di Alfa sul mercato: anche questa società ha necessità di indebitarsi. Le quotazioni che ottiene sono dell'8% se si indebita a tasso fisso e del Libor + 0,25% se si indebita a tasso variabile.

---

<sup>51</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, seconda edizione, p. 41.

<sup>52</sup> L'esempio è tratto da F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*

<sup>53</sup> Il rating (in italiano, *classificazione*), è un metodo utilizzato per valutare sia i titoli obbligazionari, sia le imprese in base al loro rischio finanziario. Le valutazioni del rating sono emesse ad opera delle cosiddette agenzie di rating e sono espresse in lettere. Nel nostro esempio, una società con rating AAA è una società valutata dall'agenzia di rating Standard and Poor's come società ad "elevata capacità di ripagare il debito" (la valutazione espressa con AAA è infatti quella propria di S&P e indica una società o un ente, appunto, "ad elevata capacità di ripagare il debito"), mentre una società con rating BBB equivarrà ad una società con "adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare". Quella con rating AAA emetterà titoli classificati come *investment grade*, cioè titoli altamente affidabili e meno rischiosi (a differenza di una società che abbia un rating BBB-, che emetterà titoli classificati come *speculative grade*, ovviamente più rischiosi).

Pertanto, la differenza tra i tassi fissi ai quali ciascuna si potrebbe indebitare è pari all'1% (8% di Beta meno il 7% di Alfa), mentre quella tra i tassi variabili è pari allo 0,1875% (Libor + 0,25% di Beta meno Libor + 0,0625 di Alfa).

Risulta evidente che la differenza tra i rispettivi tassi fissi è maggiore di quella che intercorre tra i rispettivi tassi variabili.

La ragione sta nel fatto che diverse sono le tipologie di investitori nel mercato del tasso fisso e in quello del tasso variabile.

Da una parte, infatti, vi sono soggetti che preferiscono investire nel mercato del tasso fisso: sono investitori istituzionali (quali assicurazioni, fondi comuni di investimento, ecc.) che preferiscono acquistare tali titoli a tasso fisso in ragione della loro attività e, soprattutto, non essendo loro compito valutare il rischio creditizio, preferiscono investire in debito di ottima qualità e di enti che godono di un rating elevato. Per accedere a tale mercato, una società come Beta, con rating BBB dovrà pagare un premio, in quanto la domanda per i titoli ad alto rischio e remuneratività è scarsa.

Da un'altra parte, invece, abbiamo soggetti -come le banche- che investono in strumenti a tasso variabile, in quanto la loro raccolta è essenzialmente a base variabile: tra i motivi per i quali avviene ciò sono da annoverare sia la possibilità, in capo agli istituti di credito, di valutare analiticamente i rischi, sia il fatto che essi sono disintermediati

dalle società primarie che ricorrono direttamente al mercato dei capitali.<sup>54</sup>

E così, le regole della domanda e dell'offerta completano il quadro: mentre gli investitori istituzionali che desiderano investire a tasso fisso sono più numerosi rispetto alle banche che desiderano investire in tassi variabili, una società con rating AAA incontrerà maggiore domanda emettendo obbligazioni a tasso fisso rispetto a quella che incontrerebbe una società con rating BBB, che incontrerà maggiore domanda, invece, emettendo titoli a tasso variabile.

Il mercato dei titoli a tasso variabile è inferiore in termini numerici rispetto a quello dei titoli a tasso fisso: pertanto, nel primo la domanda di titoli di investimento è maggiore rispetto all'offerta di titoli e ciò comporta una diminuzione della differenza tra i titoli con rating AAA e i titoli con rating BBB.

Al contrario, nel mercato di titoli a tasso fisso prevale l'offerta di titoli e, poichè la richiesta di tali titoli è orientata anche dalla qualità degli stessi, aumenterà la differenza tra il tasso fisso di titoli con rating AAA rispetto ai titoli a tasso fisso con rating BBB.<sup>55</sup>

Stabilito, quindi, che la società con rating AAA ha convenienza relativa ad emettere titoli a tasso fisso e che la società con rating BBB ha convenienza relativa ad emettere titoli a tasso variabile, un *irs* renderebbe più conveniente l'operazione per entrambe le parti.

---

<sup>54</sup> Ibidem.

<sup>55</sup> Ibidem.

Dando per presupposta la (non necessariamente sempre presente) intermediazione di una banca, si avrà una operazione di questo tipo: stipulato l'*irs*, la società con rating AAA si impegna a pagare il Libor meno lo 0,25% (in ragione d'anno) alla banca, che a sua volta si impegna a pagare il tasso fisso del 7% all'anno. La società AAA ha "trasformato" il costo del proprio debito obbligazionario dal 7% fisso al Libor meno 0,25%, con un risparmio di 0.3125% rispetto a quanto avrebbe speso emettendo titoli a tasso variabile (per un tasso che sarebbe ammontato al Libor più 0,0625%).

La società con rating BBB, dal canto suo, sottoscrivendo l'*irs* in esame si impegnerà a versare alla banca intermediaria il tasso fisso del 7,75%, la quale si impegna a pagare alla prima il Libor + lo 0,25% in ragione d'anno. A questo punto, è evidente la convenienza della stipulazione per la società BBB: questa ha "convertito" il proprio tasso variabile in tasso fisso, risparmiando lo 0,25% rispetto a quanto avrebbe speso indebitandosi direttamente -cioè, senza la stipula dell'*irs*, a tasso fisso. In quest'ultimo caso, si ricordi, il tasso fisso sarebbe stato dell'8%, mentre, grazie all'*irs*, è stato del 7,75%, con un risparmio, appunto, dello 0,25%.

Queste le posizioni delle due società; per quanto riguarda la banca intermediaria, invece, essa consegue un utile dello 0,75% in ragione d'anno nel flusso di pagamenti a tasso fisso, mentre subisce una perdita dello 0,50% per anno nei pagamenti a tasso variabile: il risultato è un guadagno dello 0,25%.

Il risultato dell'operazione economica sembra non lasciare scontenta nessuna parte: la banca guadagna uno 0,25%, la società con rating AAA ottiene il 7% in pagamento proprio dalla banca mentre la società con rating BBB riceve, sempre da quest'ultima, il suo Libor + 0,25%. Entrambe le società, poi, ottengono come risultato lo scambio dei tassi di interesse come loro più conviene, sfruttando, come anticipato *supra*, proprio la diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che ogni soggetto possiede.

Come si è visto sin qui, gli swap vengono utilizzati, tendenzialmente, al fine di annullare o diminuire un rischio sui tassi di interesse di una loro attività o passività: nel primo caso, si parlerà di *asset swap*, nel secondo di *liability swap*.

## **2. Breve analisi degli elementi costitutivi della fattispecie.**

Gli swap in esame sono caratterizzati dal fatto che le prestazioni sono determinate nella stessa divisa e dall'assenza di scambio di capitali. Le somme dovute sono calcolate come se fossero interessi su un capitale nominale, il cui unico scopo è proprio quello di consentire il calcolo.

L'ipotesi più tradizionale di *irs* è detta *fixed-floating*, che consiste in uno swap in cui ci si scambia un tasso fisso e un tasso variabile: una parte si obbliga a pagare delle somme predeterminate facendo riferimento ad un capitale e in cambio riceve un pagamento determinato sulla base di un parametro variabile nel tempo, come nell'esempio riportato nel paragrafo precedente. Il parametro di riferimento può essere di qualsiasi natura.

Una seconda tipologia di *irs* è quella *floating-floating*, cioè uno swap con cui le parti si scambiano i rispettivi tassi variabili.

Una terza ipotesi, ancora, è quella di un *irs fixed-fixed*, con il quale le parti si scambiano i rispettivi tassi fissi<sup>56</sup>.

Si possono avere anche swap in cui le parti si scambiano i rispettivi tassi variabili e dove questi ultimi appartengono alla medesima tipologia, ad esempio Libor contro Libor.<sup>57</sup>

Ulteriore, particolare, specie di *irs fixed-fixed* e di *floating-floating* è il cosiddetto *zero coupon*: una parte si obbliga ad un unico pagamento e l'altra ad una serie di pagamenti: ad esempio, Tizio si obbliga al pagamento di un ammontare fisso ogni anno per tre anni e riceve a sua volta il valore attuale di tale flusso di pagamenti; oppure, Tizio può accordarsi nel senso di ricevere alla scadenza del terzo anno il valore futuro del flusso di pagamenti da lui effettuato. Il primo esempio potrebbe essere assimilato ad un contratto di mutuo ripagabile in tre anni, mentre il secondo a tre mutui concessi annualmente con scadenza comune a tre anni.<sup>58</sup> Tuttavia, l'analogia non va oltre, in quanto al posto

---

<sup>56</sup> Questo swap potrebbe avere la propria *ratio*, ad esempio (esempio tratto da F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 55) nel fatto che un soggetto, il quale si è obbligato ad un tasso del 7% annuo e avendo investito i proventi del prestito in una attività che rende il 3,5% ogni semestre (che equivale al 7,12% annuale assumendo di poter reinvestire la somma di interessi ricevuta alla fine del semestre al 7% per anno per il successivo semestre), vuole eliminare il rischio di reinvestimento dei redditi semestrali ad un tasso inferiore al 7% per anno. A tal fine, entra in un nuovo swap in base al quale paga il 3,5% ogni semestre e riceve il 7,12% per anno ogni anno, assicurandosi il margine di profitto che altrimenti sarebbe stato incerto.

<sup>57</sup> La ragione di un tale scambio potrebbe consistere nel differimento temporale dei flussi di pagamento: ad esempio, una parte paga una somma calcolata sulla base del Libor a sei mesi fissato il 30 Giugno e il 31 Dicembre di ogni anno ed in cambio riceve una somma calcolata sulla stessa base fissata il 31 Marzo ed il 30 Settembre di ogni anno.

<sup>58</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 55.

di un ammontare determinato, ben si potrebbe avere un ammontare determinabile in base ad un parametro variabile, quale il tasso Libor.

### **3. Definizione del contratto: tra tipicità e atipicità.**

La caratteristica che accomuna le varie tipologie di swap sin qui descritte e le loro filiazioni, consiste in uno scambio di pagamenti.

La dottrina<sup>59</sup> ha posto l'attenzione sulla mancanza, nel nostro ordinamento, di una definizione del contratto di *swap* e sulla presenza di una scarsa disciplina.

Per quanto il legislatore, all'art. 1, comma 2°, lett. g) del decreto legislativo n. 58 del 1998 (c.d. T.U.F.- Testo unico della finanza) discorra di «contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti», tali espressioni si rivelano, a ben vedere, una mera descrizione del fenomeno, inidonea a «riordinare il frastagliato dato economico e a rispondere ai molteplici interrogativi suscitati da questi negozi.»<sup>60</sup> Per quanto poi il legislatore si sia preoccupato di dettare precise norme sul contenuto minimo del documento contrattuale, sui soggetti abilitati alla conclusione dei suddetti contratti, sulla tutela dei contraenti deboli, sulla forma e sulla formazioni dei suddetti accordi, ciononostante esse non risultano comunque adatte ad individuare gli elementi che compongono la fattispecie dello *swap*.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 3.

<sup>60</sup> *Ibidem*.

<sup>61</sup> *Ibidem*.

Dottrina e giurisprudenza, poi, non sono da meno: entrambe non danno una definizione univoca di alcuno degli elementi essenziali dello swap: si assiste a costruzioni della fattispecie disorganiche e contrastanti sia tra loro che col dato normativo. Basti pensare che si fatica ancora a riconoscere piena meritevolezza allo swap, assimilato spesso al gioco e alla scommessa, nonostante il dato positivo<sup>62</sup> espressamente escluda l'applicabilità dell'art. 1933 del codice civile agli accordi qui in esame.<sup>63</sup>

A partire dagli anni '90, la dottrina si è interrogata sulla natura degli swap, segnatamente sul loro essere riconducibili a contratti nominati o meno.<sup>64</sup>

Tralasciando i quesiti suscitati dalle altre figure negoziali, per quanto riguarda gli *interest rate swap*, il pagamento del *netting*,<sup>65</sup> sulla base di

---

<sup>62</sup> Si legga il disposto dell'art. 23, comma 5°, del decreto legislativo n. 58 del 1998: «Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile.».

<sup>63</sup> Così G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 6.

<sup>64</sup> A tal proposito, si legga M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, 1990, pp. 315 ss..

<sup>65</sup> «Con il termine inglese *set-off*, o più precisamente *right of set-off*, si intende il diritto di compensare un pagamento dovuto con un pagamento da ricevere. Il diritto di compensare può avere diverse fonti, quali la legge o la volontà delle parti. Con il termine *netting* si definisce il processo attraverso il quale la compensazione - qui intesa non in senso tecnico giuridico - si attua. Il *netting* si presenta in varie forme, la prima delle quali è il *netting of payments*, che si ha quando le parti concordano di effettuare un solo pagamento netto qualora tra loro sussistano debiti denominati nella stessa divisa e con pari scadenza. Opera soltanto al momento dell'esecuzione dei pagamenti e ciò significa che [nel caso di] pagamenti ad esecuzione differita nel tempo, le relative obbligazioni tra le parti rimangono invariate fino al momento della loro scadenza ed estinzione. [...] La seconda è il *netting of obligations*, che consiste nel processo attraverso il quale le obbligazioni di pagamento tra le parti sono sostituite da una sola obbligazione che corrisponde al risultato netto dei vari pagamenti. [...]». Così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, pp. 148 ss., ove sono dettagliatamente elencate ulteriori tipologie di *netting* e l'importante ruolo che quest'ultimo svolge nella gestione e riduzione dei vari rischi, tra i quali vengono elencati a) il rischio di credito pieno (*credit risk*), cioè il rischio che la controparte non adempia la propria obbligazione di pagamento quando dovuta e non sia in grado di adempierla in futuro nella sua interezza a causa della propria insolvenza; b) il rischio di consegna (*delivery risk*), che esiste soltanto quando le parti abbiano reciproche obbligazioni da eseguirsi contemporaneamente e consiste nel fatto che una parte adempia al proprio obbligo di pagamento o consegna non ricevendo contestualmente la

parametri di tasso di interesse e di cambio, richiamerebbe, secondo certa dottrina<sup>66</sup>, la struttura del contratto differenziale ed in particolare il sistema di liquidazione per differenze dei contratti di borsa. Tuttavia, la medesima dottrina fa notare come tale ricostruzione sia inidonea a configurare un'autonoma categoria contrattuale, posto che il ricorso allo swap è determinato da finalità diverse da quell'intento speculativo che si ravvisa nelle parti dei contratti differenziali.

Data la difficoltà di ricondurre, come si vedrà anche nel prosieguo del presente paragrafo, ad un tipo legale predeterminato gli *irs*, si propende per la qualificazione degli swap come contratti innominati complessi o misti, nei quali si fondono elementi tratti da diversi schemi negoziali.<sup>67</sup> Vero è che il contenuto degli swap non è del tutto alieno a quello dei tipi legali già presenti nel nostro ordinamento; tuttavia, gli swap assumono tratti che rendono forzata una eventuale riconduzione ad un'unica fattispecie tipica. Le esigenze della finanza in continua e rapida evoluzione, d'altra parte, ben difficilmente potrebbero essere soddisfatte dall'applicazione di norme dettate per i contratti nominati.

---

consegna o il pagamento dovuto dall'altra parte; c) il rischio di sostituzione (*substitution risk*), che è presente in ogni contratto finanziario a termine con prestazioni corrispettive e consiste nel maggior costo o nel mancato guadagno che la parte solvente sopporta qualora la controparte diventi insolvente prima della scadenza pattuita; in tal caso, la parte *in bonis* si asterrà dall'adempire la propria prestazione e per procurarsi quanto avrebbe dovuto ricevere dalla parte insolvente dovrà stipulare un nuovo contratto *sostitutivo* di quello non adempiuto, il che comporterà - appunto - dei costi; c) il rischio sistemico (*systemic risk*), cioè il rischio che l'incapacità di un partecipante al sistema dei pagamenti o al mercato finanziario di adempire puntualmente le proprie obbligazioni causi l'incapacità di adempire di tutti gli altri partecipanti; d) il rischio sovrano (*sovereign risk*), che consiste nel fatto che la controparte solvente non sia in grado di adempire la propria obbligazione, quando dovuta, a causa di un *actum principis*, quale, ad esempio, la sospensione unilaterale dei pagamenti imposta da un governo; e) il rischio di liquidità (*funding liquidity risk*), il rischio, cioè, che la controparte non esegua i pagamenti quando dovuti, anche se ha sufficienti mezzi per eseguirli, a causa, ad esempio, di una momentanea mancanza di liquidità; f) il rischio di mercato (*market risk*), consistente nel rischio di perdite a seguito di sfavorevoli movimenti dei prezzi di mercato, includendo in questi i tassi di interesse, i valori di cambio ed i corsi azionari.

<sup>66</sup> Ibidem.

<sup>67</sup> Ibidem.

Come giustamente rileva la dottrina «La varietà delle prestazioni, che si prevedono in queste operazioni, fa nascere nuove funzioni; ancorché vi convergano elementi tipici diversi, questi sono in genere disposti in combinazioni originali. Così, gli swap contribuiscono a dimostrare che la vita giuridica non si fossilizza in forme immutabili.».<sup>68</sup>

La dottrina non è concorde nel dare una definizione del contratto in esame.

Da una parte, c'è chi<sup>69</sup> definisce l'*irs* come quel contratto con il quale «si realizza lo scambio tra due prestazioni periodiche, calcolate applicando due diversi tassi di interesse ad un capitale di riferimento».<sup>70</sup>

Sulla stessa linea chi<sup>71</sup> afferma che «L'analisi dei contratti, che danno luogo alle operazioni di *swap*, fa emergere, quale denominatore comune dei relativi schemi, lo scambio di flussi di cassa, determinati o determinabili secondo criteri eterogenei e, specificamente, in base a parametri di mercato».<sup>72</sup>

Dall'altra parte, c'è chi<sup>73</sup>, pur riconoscendo che la caratteristica primaria dello swap sia lo scambio di denaro, sostiene che «La meccanica dello

---

<sup>68</sup> Ibidem.

<sup>69</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 35.

<sup>70</sup> Nello stesso senso anche E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Ec. e dir. del terziario*, 1992, p. 416, la quale scrive che "Per quanto riguarda gli swaps, si può affermare che il contratto, al di là delle varie tipologie, consiste in un accordo con cui le parti si obbligano reciprocamente ad effettuare dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi".

<sup>71</sup> M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, 1990.

<sup>72</sup> Così anche F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 57, il quale scrive che "Lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi". Dello stesso Autore, *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate and currency swap*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 80; ID., *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, pp. 325-326.

<sup>73</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 66.

scambio, tuttavia, non deve trarre in inganno nè indurre ad una semplicistica conclusione [...] essa esprime il fondamento causale del negozio, *ma non anche il suo oggetto che rimane pur sempre la ricerca del differenziale di valore* (c.n.). Mai come nello *swap*, dato il suo insistere su grandezze per definizione astratte, il differenziale (che si crea tra tasso fisso e tasso variabile in funzione dell'oscillazione del secondo) assume una centralità e una evidenza assolutamente inconfondibili e connotanti».

Fatta questa premessa, il medesimo Autore riporta l'*irs* alla figura dell'*accollo interno*: «giuridicamente, lo strumento collima appieno con la fattispecie dell'*accollo interno*, ossia dell'accordo (notoriamente diffuso, ma altrettanto notoriamente non codificato) per il quale le parti debentriche convengono che una di esse si accoli il debito dell'altra, senza che il creditore di quest'ultima venga coinvolto nell'intesa e, talora, a sua insaputa. *La peculiarità dell'interest rate swap risiede propriamente nell'incrocio di due contratti di accollo con i quali ciascuna parte assume il debito di interesse dell'altra, con l'intesa di procedere alla liquidazione del solo differenziale* (c.n.)».<sup>74</sup>

Ora, vero è che le parti, precedendo allo scambio dei loro rispettivi tassi di interesse, nessun nuovo debitore attribuiscono ai propri, rispettivi creditori, come avviene anche nell'*accollo interno*; così come è vero che, *di solito ma non necessariamente sempre*, le parti concordano che i pagamenti dei rispettivi flussi monetari avvengano alla medesima scadenza, cosicché si procederà al pagamento del solo differenziale; ma è anche vero che, *proprio per tale motivo*, proprio perché, cioè, le parti

---

<sup>74</sup> Ibidem.

procedono ad una compensazione delle rispettive poste debitorie tra di loro e -quindi- al pagamento dell'eventuale differenza intercorrente tra le rispettive somme che ciascuna parte deve all'altra, riteniamo che solo una conclusione che non tenga in debito conto il peculiare meccanismo dell'interest rate swap possa portare a configurare quest'ultimo come un acollo interno: nell'*irs*, infatti, solo in senso lato si potrebbe sostenere che ciascuna parte assume su di sé il debito, sia pure solo "di interesse", dell'altra: l'operazione che le parti intendono portare a termine è, più verosimilmente, quella relativa ad uno scambio reciproco di obbligazioni pecuniarie, calcolate ciascuna sulla base del tasso di interesse (fisso e variabile, ad esempio) ai quali risultano indebitate la parti dell'accordo di *irs* con i rispettivi creditori. Se è vero che, in prima battuta, la fattispecie dell'*irs* potrebbe essere ricondotta alla figura -non codificata- dell'acollo interno, ad una più attenta analisi che volga lo sguardo *sia* alla *struttura* che alla *finalità* dell'accordo di interest rate swap, emerge che le parti non hanno intenzione di accollarsi ciascuna il debito dell'altra, bensì quella di *scambiare le reciproche posizioni debitorie*, in modo tale da permettere ad una parte di beneficiare dell'interesse alla quale la controparte dell'accordo è indebitata. La componente differenziale, poi, trova una spiegazione in ciò (e difficilmente potrebbe trovare la propria *ratio* altrove): le parti, con l'accordo di interest rate swap, si accordano per scambiarsi reciprocamente delle somme calcolate sulla base dei rispettivi tassi di interesse ai quali sono già indebitate con i rispettivi creditori: il fenomeno *compensativo*<sup>75</sup> -e il

---

<sup>75</sup> Trattasi, nello specifico, della cosiddetta "compensazione impropria". Infatti «La compensazione in senso proprio postula l'*autonomia dei reciproci rapporti di debito/credito*; non è quindi configurabile allorché gli stessi traggano origine da un unico rapporto (così, ad esempio, non si ha compensazione in senso tecnico, se Tizio è creditore nei confronti dell'Inps a titolo di pensione di inabilità e contestualmente debitore nei confronti del medesimo ente per aver, per il

relativo pagamento del differenziale- può aver luogo proprio perché *ciascuna parte deve all'altra qualcosa*, una prestazione -somma pecuniaria- che è certo si dovrà alla controparte, ma la misura della quale dipenderà dall'andamento del tasso di interesse di riferimento (di almeno una delle parti).

Un ulteriore elemento che sembra contrastare la lettura dell'interest rate swap che vuole quest'ultima fattispecie riconducibile a quella dell'accollo interno, è dato dal disposto dell'art. 1273, comma 1°, del codice civile: ivi si legge che «Se il debitore e un terzo convengono che questi assuma il debito dell'altro, il creditore può aderire alla convenzione, rendendo irrevocabile la stipulazione a suo favore.».

Nel caso di adesione del creditore, si parla di accollo *esterno*. Tale convenzione si presenterebbe, secondo la dottrina, come contratto a favore di terzo ex. art. 1411 c.c.<sup>76</sup>: in tal caso, accollante e accollato conferiscono al creditore accollatario il diritto di pretendere *direttamente* dall'accollante stesso l'adempimento del proprio credito; dall'adesione del creditore accollatario alla convenzione di accollo, poi, discenderà

---

medesimo titolo, percepito somme non dovute): in quest'ultimo caso -c.d. *compensazione impropria o atecnica*- la valutazione delle reciproche pretese importa soltanto un accertamento contabile di dare ed avere [...] (v. Cass., 29 Agosto 2012, n. 14688)». Così A. TORRENTE - p. SCHLESINGER, *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè Editore, XXI edizione, 2013, p. 412.

Si veda anche F. GALGANO, *Trattato di Diritto Civile*, Cedam, 2015, volume terzo, pp. 116-117, dove si legge che: «Dalla compensazione si deve distinguere il saldo contabile. La compensazione presuppone, secondo il costante orientamento della Cassazione, che i debiti e i crediti reciproci ineriscano a rapporti giuridici diversi, intercorrenti fra le medesime parti *in forza di autonome fonti di obbligazione* (c.n.). Così il credito per il pagamento del prezzo di una vendita si compensa con il credito di restituzione di una somma che il venditore abbia dato in mutuo al compratore. Così, se fra una banca e un medesimo cliente esistano separati contratti, i saldi attivi e passivi si compensano (art. 1853). *Diverso è il caso in cui pretese attive e passive reciproche si fronteggiano fra le parti di un medesimo contratto* (c.n.), come nel caso in cui al venditore che pretenda il prezzo della cosa venduta il compratore opponga una pretesa di danni basata sui vizi della cosa stessa; o come fra banca e cliente nell'ambito di un medesimo contratto di apertura di credito in conto corrente: qui non c'è compensazione in senso tecnico, ma solo una variazione quantitativa del credito di una parte nei confronti dell'altra.».

<sup>76</sup> TORRENTE - SCHLESINGER, *Op. ult. cit.*, p. 396.

l'irrevocabilità dell'impegno assunto dall'accollante e il nuovo debitore risponderà dell'adempimento non solo di fronte all'accollato, ma anche di fronte all'accollatario.<sup>77</sup> Al creditore accollatario il terzo accollante può opporre sia le eccezioni relative al contratto di acollo (art. 1273, comma 4, c.c.) sia quelle che avrebbe potuto opporgli il debitore originario.

Nulla di tutto ciò avviene in caso di acollo *interno*: tale convenzione non acquista efficacia all'esterno nei confronti del creditore, rimanendo un mero accordo interno tra accollante e accollato e, pertanto, non nascerà alcun diritto in capo al terzo creditore.

Come si è scritto poco sopra, l'art. 1273, comma 1, c.c., prevede che il creditore "può aderire" alla convenzione intercorsa tra le parti: sarebbe proprio l'esercizio di questa "possibilità" da parte del creditore a tracciare la linea di discriminazione tra l'acollo *interno* in acollo *esterno*.

Ora, solo con molta difficoltà potrebbe pensarsi ad un *irs/contratto di acollo* aperto all'adesione dei rispettivi creditori delle parti, dato che, come accennato *supra*, il fine perseguito dalle parti dell'accordo di interest rate swap consiste nello scambio dei reciproci tassi di interesse e non certo nello stipulare una convenzione di acollo reciproco. Anche a voler negare in radice (al fine di respingere l'argomentazione testè riportata) la possibilità che l'*irs* -come l'acollo interno- sia aperto ai rispettivi creditori delle parti dell'interest rate swap e che, pertanto, sia e rimanga un accordo meramente interno alle parti, ciò non cambia il fatto che avrebbe poco senso discorrere di un *irs* come di un acollo

---

<sup>77</sup> Ibidem. Si veda anche Cass., 24 Giugno 2009, n. 14780.

interno reciproco, in quanto, appunto, è ben lontano dalle intenzioni delle parti il volersi accollare l'una il debito dell'altra. Ciò appare in modo ancora più evidente quando le parti di un *irs* siano una banca ed un'impresa, quest'ultima già indebitata con la prima a tasso variabile: per mezzo dell'*irs* l'impresa "sostituirà" il suo tasso variabile con un tasso fisso, e la banca -di certo- non si accollerà il debito della prima nè tantomeno la controparte si accollerà un debito che la prima non ha.

Contraria alla riconduzione dell'*Irs* alla figura dell'accollo interno, poi, è quella attenta dottrina<sup>78</sup> che sostiene che «nel ricondurre lo swap all'incrocio di due accolli interni o semplici, la cui fonte sarebbe da ravvisare in un contratto a prestazioni corrispettive, [si] incorr[e] in un errore di prospettiva (c.n.). L'accollo in quanto *effetto* - e non *fatto giuridico* - non può certamente rappresentare la funzione economico-sociale di un contratto, dovendosi piuttosto prima indicare, e poi qualificare, il fatto giuridico da cui l'accollo si origina.».

Altra dottrina<sup>79</sup> sostiene, invece, l'irriducibilità dello swap ad un tipo legale predeterminato.

---

<sup>78</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 8.

<sup>79</sup> A tal proposito, si veda B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, p. 598 ss., in part. 610 ss.; ID., *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da Galgano, III, Torino, 1995, p. 2441 ss.; M. IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro Pad.*, 1987, II, cc. 121-122; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Ec. dir. terz.*, 1992, p. 399 ss.; M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. impr.*, 1990, n. 3, p. 27 ss.; D. MEMMO, *Nuove strategie imprenditoriali di copertura del rischio di cambio: il domestic currency swap*, in *Aa. Vv., Dalle res alle new properties*, Franco Angeli, Milano, 1991, p. 129 ss.; CONFINDUSTRIA, *Gestione dei rischi di cambio e di interesse*, 1989, p. 24 ss.; G. CUCINOTTA-E. MORETTI, *Strumenti della nuova finanza*, Roma, 1988, p. 31; E. MONTI-C. MESSINA, *La finanza per l'impresa*, Utet, Torino, 1992, p. 118; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, pp. 171 ss.; G. DE BRUNO, *Capire la finanza*, Milano, 1987, p. 235; F. CAPUTO NASSETTI, «Interest rate swaps» e «Interest rate and currency swaps», in *Dir. comm. int.*, 1990, p.675 ss.; R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in nota a *House of Lords*, 24 Gennaio 1991, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1991, II, pp. 433 ss..

Altri ancora<sup>80</sup>, ponendo l'accento sull'elemento della liquidazione del differenziale (elemento, si ricordi, del tutto eventuale e non necessario), hanno sostenuto la natura aleatoria della figura negoziale qui in esame.

### **3.1. Interest rate swap e contratto differenziale.**

Qualche parola va spesa in merito alla rilevanza che la dottrina qui in esame dà all'elemento differenziale, elemento che arriverebbe a caratterizzare la fattispecie.

È necessario affrontare la questione relativa alla qualificazione dell'*interest rate swap* come contratto differenziale, qualificazione che tale dottrina<sup>81</sup> ha adoperato per definire la generalità dei derivati.

A ben vedere, tale questione ha ben poca ragion d'essere in relazione agli accordi di *interest rate swap*.

L'equivoco di fondo sta nell'aver ricostruito tale fattispecie contrattuale partendo solo da una ipotesi di contratto nel quale i pagamenti vengono regolati di modo che abbiano la medesima scadenza e vengano calcolate le sole differenze. Tale ipotesi, tuttavia, oltre ad

---

<sup>80</sup> B. INZITARI, *op. ult. cit.*, pp. 614 ss..

<sup>81</sup> Tra coloro i quali sostengono che la natura dell'*interest rate swap* sia quella di un contratto differenziale F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 79, prima parte, *ibidem*, I, 1992, p. 291, seconda parte; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. Comm. Intern.*, 1992, p. 171; più dubbiosi G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, 1993, p. 34; M. PERASSI, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, in *Commento al decreto Eurosim*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, sub commento art. 18, p. 143; E. GIRINO, *cit.*, p. 160; C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, p. 391.

essere del tutto marginale, non rappresenta che un fenomeno compensativo, come si è già avuto modo di vedere *supra*.

Una attenta ricostruzione della fattispecie impedisce all'interprete di ridurre alla sola liquidazione del differenziale la fattispecie dell'*interest rate swap*.

Al fine di meglio comprendere i termini della questione e il motivo dell'accostamento della fattispecie in esame al contratto differenziale, può essere utile dare, seppur sommariamente, alcuni cenni sul dibattito dottrinale che ha coinvolto proprio la figura del contratto differenziale.

La disputa non riguarda i cosiddetti affari differenziali *impropri*, cioè quelli nei quali chi specula, poiché opera solo sulle differenze e non intende acquistare o vendere titoli, mette in atto una serie di operazioni con diversi contraenti e in tempi diversi. Si pensi ad un soggetto che vende allo scoperto dei titoli per consegna ad una data futura e che, successivamente, acquista per la stessa scadenza gli stessi titoli da una controparte diversa da quella precedente, tentando di lucrare sulla differenza tra i due prezzi. In forza del meccanismo di liquidazione delle operazioni borsistiche, colui che ha speculato incasserà o pagherà, a seconda dell'esito dell'operazione, soltanto la differenza tra i due contratti.

Riguardo alla fattispecie testè esaminata, nessun dubbio sul fatto che si tratti di due contratti *indipendenti*.

Diversamente, quando la controparte dei due contratti sia la medesima: si parlerà allora di affare differenziale *proprio*. Anche in tal caso lo

speculatore concluderà due contratti di compravendita autonomi l'uno dall'altro: in breve, chi specula, mentre pende il termine della consegna della prima compravendita, può stipulare un contratto di segno inverso con la stessa controparte. Al momento della consegna si applicheranno le norme sulla compensazione legale e, quindi, verrà liquidata solo la differenza.

Una ulteriore ipotesi quella in cui lo speculatore, una volta conclusa la prima compravendita, non stipuli con la controparte una operazione di segno inverso e non si obblighi ad eseguire gli obblighi del contratto di compravendita, bensì si limiti a pagare quello che risulterà dalla differenza tra il prezzo in contratto ed il prezzo ufficiale al giorno della scadenza. A differenza del caso precedente, le parti non stipulano una seconda operazione di segno inverso rispetto alla prima, ma un accordo novativo col quale estinguono le obbligazioni del primo contratto. Anche in tale ultimo caso, considerato che ci si trova di fronte a due operazioni giuridiche autonome l'una dall'altra, non si potrà parlare di contratto differenziale proprio, dato che l'affare differenziale è stato realizzato con successivi contratti tra le stesse parti.<sup>82</sup>

Come è stato affermato<sup>83</sup>, «di contratto differenziale come contratto unitario e diverso dalla compravendita si può parlare quando le parti convengono *con una sola manifestazione di volontà al momento della stipula che non vi sarà alla scadenza la consegna dei titoli ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il prezzo dei titoli al momento della*

---

<sup>82</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, p. 87.

<sup>83</sup> *Ibidem*.

scadenza. Questa fattispecie viene definita *contratto differenziale semplice*.».

La dottrina meno recente che si è occupata del problema, sulla scorta della constatazione secondo la quale nei mercati di borsa venivano posti in essere solo affari differenziali propri e impropri e che quelli semplici erano del tutto sconosciuti nella prassi, ha concluso sostenendo che i contratti differenziali semplici, in quanto aleatori, fossero da assimilare alla scommessa e che, come tali, fossero sprovvisti della azione di pagamento e non risolvibili per eccessiva onerosità.<sup>84</sup>

Grazie alla normativa borsistica che esamineremo a breve, tuttavia, si è riconosciuta piena tutela agli affari differenziali di borsa.

Ora, non v'è chi non veda che nel contratto di *interest rate swap* le parti si obbligano a pagamenti reciproci e, quindi, risulta evidente che entrambe si obbligano entrambe ad eseguirli materialmente: nella maggior parte dei casi, poi, tali pagamenti avvengono a date diverse.<sup>85</sup>

Anche quando le parti, poi, abbiano concordato di effettuare i pagamenti alla medesima scadenza, accade di norma che la data dedotta in contratto non coincida con la data di esecuzione del pagamento: le obbligazioni delle parti, infatti, vengono calcolate

---

<sup>84</sup> R. CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Tratt. di dir. civ. it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1960, p. 200 ss.; C. A. FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Tratt. di dir. civ. it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1961, p. 172 ss.; E. VALSECCHI, *Gioco e scommessa*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1954, p. 38 ss.; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, p. 400 ss.; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1958, I, p. 435; G. SCALFI, *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, p. 135 (n. 7, nota 51); G. AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti ( rassegna di giurisprudenza)*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, p. 171; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Giuffrè, Milano, 1973, vol. I, p. 779.

<sup>85</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 88.

facendo riferimento ad indici diversi ed ognuno di questi indici viene calcolato nel rispetto di determinate convenzioni ed usi di mercato universalmente applicati, in base ai quali i giorni festivi vengono trattati in maniera diversa.<sup>86</sup>

Pertanto, anche qualora le parti di un *interest rate swap* dovessero concordare di effettuare i reciproci pagamenti alle medesime scadenze, tuttavia potrebbe facilmente accadere che gli stessi pagamenti vengano eseguiti a date diverse.

E, tuttavia, può accadere che i pagamenti nella medesima divisa siano eseguiti alla medesima data e, in tal caso, le parti ben potrebbero liquidare la sola differenza, senza peraltro *alterare la natura dello scambio*.<sup>87</sup>

Come osservato da attenta dottrina<sup>88</sup>, ancora, la circostanza che il rapporto di swap si possa eseguire con versamenti a carico di una sola

---

<sup>86</sup> Lo rileva F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 88, il quale riporta come esempio di tale eventualità la convenzione «*bond basis*, che si applica in genere per il tasso fisso, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va eseguito il primo giorno lavorativo successivo, mentre nella convenzione *money market*, che si applica in genere per il tasso variabile, se l'ultimo giorno del mese è festivo il pagamento va effettuato il giorno lavorativo immediatamente precedente.».

<sup>87</sup> Nello stesso senso G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., p. 176 ss. L'Autrice sostiene che una attenta analisi della fattispecie in esame non possa esimersi dal concentrarsi sul presupposto di fatto della vicenda compensativa, cioè sulla coincidenza delle scadenze. La dottrina, al contrario, ha assolutizzato l'elemento della liquidazione del differenziale, isolandolo dagli altri tratti tipologici, che sembra risolversi in un mero dato fattuale, tralasciando, invece, l'analisi del profilo funzionale. L'indagine deve porre l'attenzione non al dato concreto, ma al costruito giuridico, verificando se la coincidenza o meno (c.d. *mismatch*) tra le scadenze dei diversi pagamenti sia volta a realizzare un interesse precipuo e specifico tale da assumere rilievo sul piano della struttura, al fine di consentire di individuare come oggetto dell'accordo la differenza tra i reciproci pagamenti. L'Autrice nota che solo alcune volte i pagamenti sono eseguiti alla medesima scadenza e che la coincidenza o meno delle date non individua uno specifico interesse, diverso e distinto da quello sotteso agli swap con prestazioni non coincidenti. La liquidazione del differenziale altro non è che un fatto meramente contabile e l'interprete difficilmente potrà ridurre l'oggetto del contratto alla mera liquidazione delle differenze.

<sup>88</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, pp. 318 ss. .

parte non contraddice l'esistenza dello *scambio*: «Queste somme rappresenterebbero il differenziale, a carico di uno dei contraenti alle singole date di pagamento, tra i flussi reciprocamente dovuti. [...] La semplificazione dell'esecuzione del rapporto, con la compensazione dei flussi rispettivamente dovuti, non deve trarre in inganno. La distinzione fra le prestazioni [...] è solo meno apparente nelle operazioni, per le quali si liquidano il *netting*. Ne è confermata la possibilità, che si profila, di procedere allo sconto del flusso dei pagamenti stipulati con gli *swap*: l'operazione non potrebbe che riferirsi ai crediti, di cui ognuno dei contraenti sia titolare nei confronti dell'altro, laddove il diritto a percepire il differenziale si concreta alle singole scadenze, una volta che si effettui il calcolo delle somme reciprocamente dovute e del *netting* e che questo risulti a favore di una parte anziché dell'altra.».

A sostegno di tale assunto si richiama il contenuto dei documenti contrattuali. Dagli schemi predisposti dagli *swapper*, infatti, emerge che ai fini della risoluzione e del recesso unilaterale rilevano non tanto le condizioni della parte tenuta al versamento del differenziale, come dovrebbe accadere se l'attenzione fosse posta solo sul *netting*, ma le condizioni di entrambi i contraenti, poichè viene posta l'attenzione sui *singoli flussi oggetto di compensazione*. Ancora, al fine di calcolare quanto una parte debba all'altra, si dispone non tanto un'operazione algebrica che calcoli la differenza tra i parametri applicabili all'importo di riferimento, quanto la determinazione, in modo distinto, dei singoli flussi di pagamento dovuti da ciascuna parte all'altra.<sup>89</sup>

---

<sup>89</sup> Ibidem.

Come limpidamente osservato dalla dottrina<sup>90</sup>, «Ciascuna parte del contratto di swap ha diritto alla prestazione dell'altra, ancorché esso sia reciproco e corrispettivo ad un proprio obbligo e si proceda alla compensazione dei flussi a dare e ricevere: è emblematica la possibilità di disporre di tale diritto, che traspare dai documenti contrattuali, in cui si ammette la cessione non solo del contratto, bensì di qualsiasi diritto derivante dal contratto, previo consenso della controparte del cedente. È vero che proprio nel pagamento degli importi periodici si ravvisa talora l'oggetto del contratto, *ma viene il dubbio che le clausole relative alla compensazione dei flussi periodici ed all'unilateralità del versamento alle singole date di pagamento siano dettate da motivazioni di carattere pratico, piuttosto che tese a definire lo schema negoziale* (c.n.).»<sup>91</sup>

D'altra parte, se lo scambio dei flussi di cassa non viene meno quando essi avvengono alla medesima scadenza (quando, cioè, si porrà in essere il pagamento del differenziale), *a fortiori* esso non verrà meno quando i pagamenti saranno dovuti a scadenze diverse. Si pensi al fatto che i parametri ai quali il contratto si collega, si applicano per l'intero rapporto, ancorché sia diversa la periodicità dei pagamenti; di quest'ultima, inoltre, si tiene conto sul piano economico finanziario, dato che nella definizione dei parametri stessi si tende a scontare il "mismatching" fra le date di pagamento.<sup>92</sup>

---

<sup>90</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 320.

<sup>91</sup> *Ibidem*. L'Autrice riconosce, tuttavia, che può essere attribuita rilevanza al differenziale: ella afferma, a tal proposito, che «Fra l'altro, è plausibile che si voglia sancire la rilevanza dei differenziali -e non di ciascun flusso (negativo e positivo) che concorre alla loro determinazione- per evitare che un diverso orientamento si rifletta sulla gestione delle operazioni, appesantendola, *dal punto di vista amministrativo contabile* (c.n.).».

<sup>92</sup> *Ibidem*.

La struttura stessa dello swap impedisce che questo possa essere considerato come contratto differenziale. Un contratto di *interest rate swap* prevede che le parti effettuino reciproci pagamenti: e proprio la vicenda compensativa ha come presupposto che vi siano pagamenti da compensare. D'altra parte, volendo avanzare anche un'argomentazione di tenore letterale, lo stesso termine *swap* significa "scambio" e sarebbe ben difficile accostarlo ad un contratto differenziale, che invece esclude *ab origine* lo scambio stesso.<sup>93</sup>

Risulta pertanto evidente che, non ponendosi il problema della riconduzione della fattispecie contrattuale in esame a quella dei contratti differenziali, non si pone nemmeno l'ulteriore problema di una eventuale assimilazione degli *interest rate swap* al giuoco e alla scommessa, con la conseguente minor tutela giuridica connessa a tali fattispecie.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> Come riportato in precedenza, c'è stato un Autore che ha ricondotto la figura del contratto derivato a quella del contratto differenziale: E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 160 ss.. Se, però, si accoglie la definizione di contratto differenziale semplice come quel contratto nel quale le parti convengono con una sola manifestazione di volontà al momento della stipula che vi sarà soltanto l'obbligo del pagamento da parte del "soccumbente" della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il prezzo dei titoli (o dell'indice) al momento della scadenza e che, quindi, non sarà certo chi dovrà pagare né quanto, né conseguirà che soltanto alcuni derivati potranno essere ricondotti alla fattispecie del contratto differenziale semplice, come ad esempio gli *swap domestici* o i *future rate agreement*, ma non di certo gli *interest rate swap*. Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 90, in nota n. 104.

<sup>94</sup> La dottrina maggioritaria è concorde sul fatto che lo swap abbia per oggetto le reciproche obbligazioni di pagamento e non la mera liquidazione della differenza tra le medesime. Così G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, c. 314; M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 15 ss. e 325; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, p. 612; F. CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swap e interest rate and currency swap*, in *Dir. comm. intern.*, 1990, p. 695; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Ec. e dir. del terz.*, 1992, fasc. 2, p. 416; R. AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, p. 22; L. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, n. 2, p. 49; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, p. 287; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., pp. 35, 39, 99, 175; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 126-127; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*,

---

diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2004, tomo II, p. 1086, il quale sostiene che l'equivoco in cui cadono coloro i quali assimilano il contratto differenziale allo swap sia quello di confondere la struttura con la funzione che, invece, ne caratterizza il tipo.

La stessa M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 15, afferma che sorprende l'incertezza riguardo alla definizione di swap, considerata la semplicità della struttura di tale accordo; è anche la Banca d'Italia a definire lo swap come un contratto in cui le parti si scambiano reciproci pagamenti (si veda *Relazione annuale, 1989, Appendice*, p. 359). Si legga anche quanto riportato nella definizione normativa di cui al Regolamento della Banca d'Italia del 2 Luglio 1991, art. 49, in *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, del 25 Luglio 1991, in <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1991/07/25/091A3042/sg>.

C'è anche chi (B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, Torino, p. 2465) per quanto inizialmente affermi che il contratto di *interest rate swap* prevede il pagamento delle sole differenze (p. 2453; si veda anche ID., *Swap (contratto di)*, in *Contratto e Impresa*, 1988, p. 609), ritiene tuttavia ingiustificato un accostamento dell'*interest rate swap* al contratto differenziale. Si veda anche G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 34 ss., il quale sottolinea come nell'*irs* non è necessariamente previsto il pagamento delle differenze, come nel caso in cui non vi sia pieno *matching* delle scadenze fissate per l'adempimento delle obbligazioni di pagamento delle parti. Qualora poi un tale *matching* dovesse aversi, tuttavia, il pagamento della differenza sarà una conseguenza del fenomeno compensativo. L'Autore testé citato esclude la natura di contratto differenziale degli *interest rate and currency swap*, essendo più dubbioso in merito agli *interest rate swap*.

G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, mette giustamente in evidenza come «negli swap non si assiste ad una permutazione dei termini del contratto "consegna effettiva e prezzo", con "liquidazione delle differenze", in quanto l'oggetto delle prestazioni viene eseguito così come definito e determinato in contratto, con la mera eventualità della compensazione tra le prestazioni.». Inoltre, sottolinea la medesima, «le parti concordano di scambiarsi flussi di interesse o di cambio e realmente se li corrispondono, liquidando le differenze solo in caso di coincidenza delle scadenze. *Lo scambio oggetto del contratto si attua concretamente ed effettivamente nei termini nei quali è stabilito* (c.n.)». L'Autrice afferma che la figura del contratto differenziale non è adatta a descrivere lo swap e ritiene che siano in errore coloro i quali operino la riconduzione di quest'ultima fattispecie alla prima (ID. *op. ult. cit.*, pp. 98-99).

F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 79., prima parte, *ibidem*, I 1992, p. 291, seconda parte, tenta di ricostruire l'*interest rate swap*, esamina un caso di *asset swap*. Con tale termine, nel mondo finanziario si intende solitamente la combinazione della vendita di un titolo obbligazionario insieme alla contestuale conclusione di un *interest rate swap* che trasformi il tasso fisso (o variabile) del titolo in tasso variabile (o fisso) per l'investitore (così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 92, in nota n. 106). Da ciò la considerazione per la quale oggetto del contratto sarebbe la sola differenza tra i due tassi, che le parti non sanno ancora, al momento della conclusione del contratto, chi dovrà adempiere, che si tratti di contratto aleatorio e che sia riconducibile ad una scommessa e il cui oggetto sia lo scambio dei rischi. Contro tale affermazione c'è chi (F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 92, nota n. 106) ha sostenuto che «Prescindendo dalla semplice constatazione che il fatto di essere lo swap legato ad una operazione di vendita titoli non ne muta la natura giuridica (tutt'al più influenza i motivi di uno dei contraenti, l'investitore), l'Autore [F. Giuliani, *cit.*] afferma che le prestazioni durante la fase esecutiva (e cioè, alla scadenza pattuita), si azzerano (*n.d.r. il che significa che fino a quel momento esistono*) in capo all'uno e si quantificano in capo all'altro contraente: ma in che cosa differisce questa descrizione da una compensazione?».

D. PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap e index futures*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, p. 35, sostiene che negli swap le parti si obbligano reciprocamente a pagare alla scadenza la differenza tra il tasso di cambio o di interesse predeterminato e quello di mercato rapportati ad una data somma: tuttavia, ciò può apparire idoneo a descrivere i cc.dd. *domestic swaps*, ma non certo a descrivere un *interest rate swap*.

Tutto quanto affermato sino ad ora non intende, ovviamente, escludere che le parti possano accordarsi, già al momento della conclusione di un *interest rate swap* nel senso di pagare solo la differenza di quanto uno deve all'altro, escludendo la compensazione e ponendo in essere un vero e proprio contratto differenziale semplice: tuttavia, questa è - appunto- una mera *eventualità*, non già un elemento caratterizzante il tipo nè, tantomeno, una fattispecie diffusa nella prassi finanziaria.<sup>95</sup>

Sembra preferibile la tesi degli Autori<sup>96</sup> citati i quali sostengono la natura di contratto di scambio dell'*irs*, in quanto, a voler giudicare altrimenti, si perderebbe di vista il senso dell'operazione economico-giuridica posta in essere dalle parti, che è quello, lo si ribadisce, di scambiarsi i propri tassi di interesse ai quali risultano già indebitate con i rispettivi creditori, mentre sono del tutto eventuali i profili di gestione dei pagamenti tramite differenziale o meno, non incidendo questi sulla struttura del contratto.

---

Inoltre, come ribadito *supra*, c'è anche chi (E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 109 ss.) propende per una qualificazione dell'*interest rate swap* non conforme alla realtà dei commerci. Non sembra corretto sostenere, quantomeno in relazione proprio agli *irs* che oggetto dell'accordo sia il pagamento di un differenziale, piuttosto che lo *scambio di pagamenti*. L'Autore fa del pagamento del differenziale l'oggetto tipico del contratto di *irs*.

Stessa considerazione opera C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi*, cit., pp. 394 e 402, che accomuna gli *interest rate swap* e *domestic swap*, definendoli entrambi "contratti differenziali".

<sup>95</sup> Come rilevato da F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 93.

<sup>96</sup> Che, come si è visto diffusamente, sostengono l'irrilevanza, ai fini del giudizio *causale*, che i pagamenti dedotti nell' *irs* siano previsti alla medesima scadenza e tramite la corresponsione del *differenziale* o a scadenze diverse e tramite l'erogazione dell'*intera prestazione pecuniaria*: in entrambi i casi, la causa sarebbe da ravvisare, comunque, in uno *scambio*. Diversa prospettiva quella di chi (C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 96 ss.) conclude in modo analogo che sì, è vero che ai fini del giudizio causale non può assumere particolare rilievo che l'operazione si risolva in due distinti pagamenti ovvero si proceda alla liquidazione del solo differenziale tramite compensazione, ma partendo dalla *diversa premessa* secondo la quale sarebbe innegabile che il senso dell'operazione sarebbe comunque da ricercare con riferimento alla *differenza* risultante dagli indici/parametri di riferimento delle prestazioni e dalla loro evoluzione.

Della tesi dottrinale che a lungo ha assimilato l'*interest rate swap* al gioco e alla scommessa, si parlerà nel prossimo paragrafo, nel quale si analizzeranno le problematiche connesse ad una tale assimilazione.

Riprendendo l'analisi dell'accordo di *irs* oggetto d'esame, si ricordi quanto accennato *supra*: si è detto che lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

Viene in risalto, in primo luogo, il -più volte evidenziato- sinallagma tra le prestazioni, la pluralità dei pagamenti e il loro essere ancorati a parametri di riferimenti diversi.

Orbene, la interdipendenza tra le prestazioni è tratto distintivo ed essenziale delle operazioni di *irs*, poiché l'obbligo di una parte trova la propria ragion d'essere nella controprestazione dell'altra.

Per quanto riguarda poi la pluralità di pagamenti, questa consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. Esiste solo una ipotesi in cui una parte paga, in via anticipata -o posticipata- il valore attuale o futuro di una serie di pagamenti: in questo caso, una parte effettua un solo pagamento, mentre la controparte è obbligata ad una serie di pagamenti. Si tratta dello *zero coupon irs*.

Ulteriore caratteristica che emerge dalla definizione testé riportata è che i pagamenti tra le parti sono determinati sulla base di parametri diversi, intendendo far riferimento non soltanto ad un dato fisso o ad una

qualsiasi variabile che viene utilizzata al fine di determinare la quantità della prestazione, ma anche l'elemento temporale dell'esecuzione della obbligazione.

### **3.2. Sulla equivalenza delle prestazioni.**

Problema intimamente connesso alla riportata definizione dell'*irs* come contratto in cui le prestazioni dedotte sono legate da un nesso di sinallagmaticità è quello relativo alla necessità o meno di una loro equivalenza economica.<sup>97</sup>

Il quesito che si pone all'interprete è quello di stabilire se la suddetta equivalenza economica sia un requisito essenziale della fattispecie negoziale in esame.

Si consideri l'ipotesi di un *irs* di tre anni in forza del quale Tizio paga il tasso variabile mensile sul capitale nominale di un milione di euro e Caio paga il tasso fisso del 20%.

Valutate alla luce dei tassi correnti (che si suppone siano del 5% per le durate più lunghe), le prestazioni non possono non essere considerate sproporzionate: tuttavia, nulla vieta che le parti si formino aspettative tali per le quali ritengono che tali tassi non possano più che raddoppiare nei successivi tre anni.

«Ogni flusso di pagamento ha un suo valore attuale che può essere calcolato con le diverse formule di matematica finanziaria. Cento euro tra un anno, cento tra due anni e cento fra tre anni non equivalgono

---

<sup>97</sup> Lo rileva F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, 2011, seconda edizione, Giuffrè, pp. 62 ss..

intuitivamente a trecento euro oggi. Pagare gli interessi al tasso del 10 per cento annuo alla fine di ogni anno non equivale a pagare gli interessi allo stesso tasso annuale all'inizio di ogni anno o semestre o mese.

I flussi di pagamento, per quanto irregolari e diversi, possono essere sempre ridotti ad un comune denominatore al fine di paragonarli.».<sup>98</sup>

Pertanto, ci si chiede se, al momento della conclusione dell'*irs* sia necessario che i flussi dei pagamenti si equivalgano.

Ebbene, si ritiene che le parti siano libere di determinare le rispettive prestazioni (flussi di pagamenti) senza dover necessariamente far riferimento a determinate formule matematiche o a rigorosi criteri di proporzionalità.

D'altra parte, è ovvio, ciò che può sembrare proporzionato ad alcuni soggetti può non esserlo per la maggioranza degli altri. Con tale affermazione, tuttavia, non si vuole sostenere che vi sia assoluta irrilevanza del rapporto di valore tra le prestazioni.

L'analogia corre con il contratto di vendita: si ammette che il prezzo possa anche essere sproporzionato rispetto al valore del diritto trasferito, purché non sia meramente simbolico.<sup>99</sup> L'irrisorietà o la non proporzionalità del prezzo non incidono sul profilo della sua *essenzialità*: l'ammontare del prezzo rileva, invece, ai fini della

---

<sup>98</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 63.

<sup>99</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 64; Cass. 24 Novembre 1980 n. 6235, in *Rep. Foro It.*, 1980, voce "Vendita", n.39; L. GARDANI CONTURSI LISI, *La compravendita*, in *Giur. sist. civ. comm.*, Torino, 1985, p. 295; C. BIANCA, *Vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, VII, tomo 1, Torino, 1972, p. 62 ss..

rescissione per lesione, se sproporzionato rispetto al valore del diritto trasferito e in misura di oltre la metà e, ancora, la sua eccessiva tenuità può essere indice del fatto che l'operazione conclusa sia una vendita mista a donazione, potendo financo giustificare l'esercizio di una azione di simulazione della vendita.<sup>100</sup>

Le considerazioni testé riportate ben potrebbero essere applicate, con i dovuti adattamenti, all'accordo di interest rate swap, considerato che la sproporzione tra il valore delle prestazioni trova il suo limite nella simbolicità e nella mera apparenza.<sup>101</sup>

Si potrebbe pertanto sostenere che, nell'ipotesi in cui il valore di una prestazione sia meramente simbolico e irrisorio rispetto a quella dell'altra, venga meno la *causa di scambio* dei due pagamenti: se una vendita non è considerata tale se senza prezzo o con prezzo simbolico, così un *interest rate swap* non è tale se manca l'*elemento essenziale* dello scambio tra i due flussi di pagamenti.

Identica considerazione per quanto riguarda la tenuità del prezzo rispetto al valore della controprestazione: si potrebbe ipotizzare un negozio misto con donazione o si potrebbe pensare ad una simulazione.

Sarà il giudice di merito, naturalmente, a dover stabilire quando una prestazione è "tenue", "simbolica" o "sproporzionata" rispetto ad un'altra, non senza far riferimento, preferibilmente, anche a parametri di mercato.

---

<sup>100</sup> Cass. 22 Novembre 1978 n. 5444, in *Rep. Foro It.*, 1978, voce "Donazione", n. 6; D. RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1962, p. 268 ss.; G. FERRI, *La vendita*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. II, p. 211.

<sup>101</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 64.

La questione relativa alla correlazione tra causa onerosa del negozio e rapporto di valore tra le prestazioni è stata affrontata e risolta dalla dottrina in modo pressoché unanime nel senso che il testé menzionato rapporto di valore non è estraneo alla causa del negozio oneroso.<sup>102</sup>

Nei contratti con causa di scambio viene ad assumere rilievo giuridico la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio.<sup>103</sup>

Il giudizio su tale maggiore utilità è soggettivo: ciò che è vantaggioso per una parte può non esserlo per l'altra. Si possono, quindi, avere scambi antieconomici che sono pur sempre fenomeni economici al pari dei cosiddetti scambi economici.<sup>104</sup>

Parrebbe, pertanto, che nel nostro ordinamento non assuma rilievo l'equivalenza economica delle prestazioni nei contratti di scambio, se

---

<sup>102</sup> Tuttavia, alcuni Autori hanno sottolineato che il problema, in questi termini, è mal posto. Si veda quanto sostenuto da L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942, p. 271 ss.; M. DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, p. 23 ss.; in particolare A. BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952, p. 81 ss.: gli Autori citati sostengono che, in realtà, la necessità di un rapporto fra i valori economici delle prestazioni non si manifesta rispetto alla generale causa onerosa.

Il motivo è che in tal caso lo stesso ricorso all'economia avrebbe poco senso, in quanto la causa onerosa non corrisponde propriamente ad una funzione del mondo economico-sociale, ma costituisce -piuttosto- una astrazione giuridica operata esclusivamente dal diritto sulla base di un carattere comune a tutta una serie di funzioni economico-sociali tipiche.

Il carattere comune al quale si fa riferimento è il seguente: in tutti i negozi onerosi l'attribuzione patrimoniale di un soggetto si trova in vincolo di dipendenza giuridica con l'attribuzione compiuta dalla controparte, cosicché l'una è da considerare causa giuridica dell'altra. La causa onerosa si contrappone a quella gratuita e indica la necessità che vi sia un corrispettivo, ma da tale corrispettivo esula una qualsiasi valutazione economica o un rapporto di valore.

A chi obietta che una simile teoria rischia di rendere oltremodo evanescente il discrimen tra contratti onerosi e gratuiti, considerata l'esclusione di qualsiasi riferimento al carattere economico, si replica che, perché si possa parlare di "gratuità" non è sufficiente l'assenza di corrispettivo, ma occorre anche la consapevolezza di procurare ad altri un vantaggio patrimoniale senza alcuna ricompensa. La funzione economica assumerebbe rilievo nella causa di scambio che è una specificazione della causa onerosa.

<sup>103</sup> A. BOSELLI, *Op. ult. cit.*, p. 84.

<sup>104</sup> Così, A. BOSELLI, *Op. ult. cit.*, p. 86.

non in casi eccezionali, come ad esempio nei casi di lesione enorme e nei casi di contratti conclusi in stato di pericolo.

Per concludere, lo scambio proporzionato tra i due flussi di pagamenti di uno swap non è elemento essenziale di quest'ultimo.

Dal rapporto di valore tra i flussi di pagamenti vanno tenute distinte le somme che una parte versa all'altra a titolo di spese per i costi sostenuti da quest'ultima per originare, monitorare ed eseguire il contratto e le eventuali commissioni dovute.<sup>105</sup>

È stato osservato che «Le metodologie di *pricing* dei contratti derivati utilizzate universalmente dagli operatori finanziari si basano su un concetto teorico di prezzo a *mid-market*, cioè il prezzo medio tra la domanda e l'offerta di mercato di un determinato contratto. Questo prezzo rappresenta il dato oggettivo di partenza per prezzare ogni specifico contratto derivato. L'oggettività nasce dal fatto che vengono utilizzati, ad esempio, i tassi di interesse pubblicati e diffusi sul mercato. Si tratta della media di due prezzi di mercato, ma non è -di conseguenza- un prezzo di mercato. Utilizzando tale prezzo, il valore attuale dei flussi di cassa delle obbligazioni di pagamento di uno swap è zero, cioè il valore delle obbligazioni di pagamento di una parte equivale esattamente al valore delle obbligazioni di pagamento dell'altra parte.

*A tale prezzo in realtà non viene concluso nessun contratto (c.n.), ma è soltanto, come detto, il punto di partenza per calcolare il prezzo del caso specifico.*

---

<sup>105</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 67.

*Questo prezzo (mid-market) non tiene conto dei costi che l'operatore finanziario sostiene per originare, eseguire, monitorare il contratto derivato, nè considera il premio per il rischio sulla controparte (c.n.) -il cui valore varia ovviamente in funzione del profilo creditizio- nè un compenso per i rischi di mercato ed i rischi operativi. Se questi costi non venissero inseriti nella formulazione del prezzo dei derivati, non esisterebbero i dealer ed i market maker che consentono di far incrociare la domanda e l'offerta. In altre parole, il mercato non funzionerebbe (c.n.)».*<sup>106</sup>

#### **4. La tesi dell'*interest rate swap* come gioco e scommessa; la causa speculativa.**

Una delle tesi che ha avuto (e sembra avere tuttora) molto seguito è quella che riconduce lo swap al gioco e alla scommessa: di tale tesi, e dei profili problematici connessi, è opportuno operare una attenta analisi.

È necessario, pertanto, esporre la linea argomentativa seguita dalle prime linee di pensiero per poi pervenire a quelle più attuali.

---

<sup>106</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, pp. 66-67. L'Autore prosegue affermando che «Il valore attuale dei flussi di cassa di uno specifico contratto, pertanto, non è mai pari a zero, ma ha un valore positivo per il *dealer*. L'entità di tale valore dipende da numerosi fattori, i principali dei quali sono:

-il costo di copertura (*hedging*), che introduce il differenziale tra domanda e offerta del mercato interbancario;

-il premio per il rischio di credito;

-il premio per l'eventuale illiquidità del contratto;

-i costi amministrativi e operativi;

-i costi legati all'innovazione e complessità del contratto;

-il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Si usa distinguere il processo del *pricing* in seno stretto dal processo di valutazione *-valuation-*; il primo mira a determinare in maniera oggettiva il prezzo teorico di partenza, mentre il secondo consente di determinare il prezzo effettivo a cui viene negoziato il contratto derivato.».

Inizialmente, i derivati (famiglia alla quale appartiene, si ricordi, l'*interest rate swap*) vennero accolti con una certa ritrosia, quasi con sospetto, se non con vera e propria ostilità.

Tale atteggiamento era dovuto probabilmente anche e soprattutto alla astrattezza dei primi contratti di *swap domestico*, considerazione estendibile a tutti i derivati senza titolo sottostante.<sup>107</sup>

Poiché dottrina e giurisprudenza concepivano l'oggetto del contratto come l'attività sottostante al derivato, trovarono delle difficoltà a concepire e qualificare i derivati "astratti", cioè privi di riferimento con una attività sottostante.

Mancava una connessione esplicita del contratto con posizioni di rischio preesistenti e, anzi, c'era la possibilità che tali rischi neanche esistessero: per tale motivo si ipotizzò la somiglianza del derivato astratto al contratto differenziale semplice e, di conseguenza, lo si ricondusse alla fattispecie del gioco e della scommessa.<sup>108</sup>

Tale tesi finiva, però, inevitabilmente, per ritenere applicabile allo *swap* l'art. 1933 c.c. e, di conseguenza, si negava che alla parte creditrice spettasse il diritto ad agire giudizialmente.

Si constatava che nel *domestic currency swap* non esisteva alcuna corrispettività: le parti, infatti, non mutuano alcun capitale, ma individuano un importo di riferimento (c.d. "capitale convenzionale") quale puro parametro di calcolo e l'obbligazione di pagare può gravare in capo ad una parte o all'altra in funzione dell'andamento di un

---

<sup>107</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2011, p. 244.

<sup>108</sup> *Ibidem*.

indicatore esterno, soggetto a variabili che sfuggono alla volontà delle parti. Non esisterebbe alcun rischio prima dell'accordo (a differenza di quanto avviene, ad esempio, nel contratto di assicurazione, caso nel quale il rischio *preesiste* alla stipula del contratto stesso, anzi è proprio tale *preesistenza* del rischio a rendere valido il contratto stipulato) ma, al contrario, esso verrebbe creato dalle parti proprio in virtù dell'accordo di *swap*. Pertanto, il contratto altro non sarebbe che una *scommessa*.<sup>109</sup>

Partendo da tale, errata<sup>110</sup>, premessa, la dottrina distinse due tipi di *swap*: uno di questi aveva la funzione di coprire i rischi di cambio, pertanto causalmente giustificato e lecito; l'altro tipo, invece, era quello contratto in vista di una mera finalità speculativa, causalmente ingiustificato, assimilato alla scommessa e, di conseguenza, non dotato di tutela giudiziaria.

La distinzione operata mirava ad evitare che lo *swap* venisse ricondotto *tout court* alla generalizzata sussunzione nei contratti ludici, finendo così per essere invalidato. A tal fine la dottrina si adoperò per rinvenire nell'accordo di *swap* una causa di copertura del rischio o nell'esigenza di «raggiungere gli stessi effetti economici di una transazione su valute ma a costi inferiori di quelli sopportarsi in caso di transazione diretta.»<sup>111</sup>

Tuttavia, una simile impostazione della questione recava in sé il germe di un equivoco oltremodo insidioso<sup>112</sup>: quello, cioè, per il quale la liceità

---

<sup>109</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 245.

<sup>110</sup> La considerazione è di E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 245.

<sup>111</sup> *Ibidem*, p. 246. Si veda anche B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e Impr.*, 1988, p. 527; F. M. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Diritto e pratica trib.*, 1992, I, p. 884 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e impr.*, 1988, p. 406.

<sup>112</sup> Come avrà modo di mettere in luce G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. Dir. Priv.*, 1997, p. 587.

del contratto dipenderebbe dalla finalità soggettiva propostasi dalle parti, dipenderebbe cioè dai motivi dei contraenti, come tali considerati dal nostro legislatore, tendenzialmente, come irrilevanti (art. 1345 c.c.).<sup>113</sup>

Inizialmente, la giurisprudenza sostenne che «alla luce di un'eccezione richiamante l'art. 1933 c.c. non può essere accolta l'istanza, ex art. 186-ter c.p.c., d'ingiunzione al pagamento di un credito derivante da contratti di *domestic swap* conclusi da entrambe le parti *per finalità speculative* (c.n.)». <sup>114</sup>

Si passò poi col sostenere che «il contratto di *interest rate swap* con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c.». <sup>115</sup>

Nella motivazione della prima sentenza citata, inoltre, si legge che «rilevato che l'attore *afferma che le operazioni di swap non erano finalizzate a coprire i rischi delle oscillazioni dei cambi inerenti ad affari commerciali con soggetti stranieri* (c.n.), trattandosi di operazioni meramente speculative [...] si deve escludere che le operazioni di *swap* fossero obiettivamente finalizzate ad assicurare al cliente la copertura od il controllo dei rischi connessi alla variazione dei cambi rispetto ad obbligazioni sottostanti.», mentre in quella della seconda sentenza citata si afferma che «è pacifico che il contratto in esame non è collegato all'esistenza di obbligazioni

---

<sup>113</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p.248.

<sup>114</sup> Trib. Milano, 24.11.1993, in *Giur. Comm.*, 1994, II, p. 455.

<sup>115</sup> Trib. Milano, 26.05.1994, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 80.

della S.p.A. X nei confronti di terzi, come obbligazioni inerenti a mutui o più in generale a finanziamenti. Lo *swap* stipulato dalle parti, quindi, stabilisce il regolamento dell'incidenza delle variazioni dei tassi di interesse nella sfera patrimoniale del cliente, con fini meramente speculativi. Vale a dire, si deve escludere che lo *swap* n. 72/91 sia finalizzato all'esigenza di coprire concreti rischi d'impresa dipendenti dalle variazioni nel tempo del tasso degli interessi, considerato che l'operatività del contratto prescinde dall'esistenza di obbligazioni (per mutui o finanziamenti) della X S.p.A. verso terzi.».

In breve, dal tenore delle pronunce riportate emerge, appunto, la rilevanza attribuita all'intento soggettivo delle parti al fine di stabilire la natura speculativa (o meno) del contratto di *irs* e, eventualmente, in caso positivo, di negarne (o meno) tutela giuridica.

Così, la seconda sentenza citata<sup>116</sup> conclude affermando che «da ciò discende che il contratto in esame non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendosi piuttosto qualificare come ipotesi di "scommessa" non azionabile *ex art. 1933 c.c.* Invero, le parti si sono assoggettate all'alea delle variazioni del tasso degli interessi non per la necessità di coprire effettivi rischi di impresa, ma solo per collegare l'attribuzione di un vantaggio patrimoniale (lucro) alla sorte (cioè, appunto all'alea del corso degli interessi).».

La giurisprudenza accolse la distinzione tracciata dalla dottrina tra *swap* con causa di copertura, degni di tutela da parte dell'ordinamento, e

---

<sup>116</sup> Trib. Milano, 26.05.1994, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 80.

*swap* conclusi con finalità speculative, non degni di ricevere tutela giudiziaria, come la stessa sentenza da ultimo citata afferma: «è appena il caso di sottolineare, poi, come la conclusione non contrasti con l'orientamento dottrinale favorevole a riconoscere piena tutela al contratto di *swap*, considerato che il giudizio espresso in questa sede non esclude la configurabilità dei contratti di *swap* che (diversamente da quello in esame) assolvano una funzione di sicurezza e garanzia economica, perché collegati con effettivi rapporti obbligatori (di prestito o di import/export) sottostanti.».<sup>117</sup>

#### **4.1. Critica alla tesi dello *swap* come "scommessa": la tesi (preferibile) dello "scambio in sè" come causa dell'accordo.**

La qualificazione dello *swap* come "scommessa", tuttavia, non si rivela aderente alla struttura del contratto qui in esame e alla sua funzione oggettiva.

Come afferma la dottrina<sup>118</sup>, il ricorrere di una funzione protettiva piuttosto che speculativa è del tutto irrilevante, potendosi concludere uno *swap* sia per una funzione che per l'altra, ma di questo *non risentendone in alcun modo la struttura dell'accordo stesso*.

La suddetta conclusione, sostiene la dottrina da ultimo citata, discende logicamente dalla natura stessa del tipo negoziale in esame e dalla sua peculiarità, consistente nell'impiego della valuta come semplice parametro di riferimento: poiché il contratto non comporta nessun reale

---

<sup>117</sup> Ibidem.

<sup>118</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 249.

flusso valutario, esso deve risultare del tutto avulso dalla sorte dei rapporti principali alla cui copertura è (eventualmente) destinato.

La dottrina accoglierà la tesi dell'irrilevanza del fine soggettivo perseguito dalle parti.

Già sul finire degli anni '80 qualcuno aveva negato la natura di "scommessa" dello *swap* (riconducendolo alla figura dell'*accollo*)<sup>119</sup> già sul finire degli anni '80, riconoscendo il suo essere meritevole di tutela<sup>120</sup>.

La dottrina successiva, rifacendosi alla tesi che rinveniva la causa dell'accordo nel fatto stesso dello scambio dei reciproci impegni, sostenne che lo scopo dello *swap* era soddisfatto, appunto, dallo scambio in sè, optando, pertanto, per la causa della *corrispettività*.<sup>121</sup>

Fu agevole giungere alla conclusione per la quale «[I pagamenti negli *swap* vengono effettuati] senza altra causa che quella per cui la controparte si obbliga per converso a fare altrettanto, in un'altra valuta e/o in base ad un parametro diverso. Quindi le prestazioni pecuniarie

---

<sup>119</sup> Così E. GIRINO, *Future, option, swap commercial papers - Aspetti finanziari, contrattuali e giuridici*, Milano, 1988, p. 112, ove si legge che «Non rimane a nostro avviso che ricorrere [...] allo schema condizionale. Lo *swap* domestico risulterebbe essere dunque la fusione di un accollo semplice parziale di debito e di una promessa di pagamento entrambi sottoposti a condizione. In altre parole le parti, creditrice e debitrice verso terzi, si accordano nel senso che la prima si accollerà parte del debito della seconda a condizione che la valuta quoti sopra il cambio prefissato, laddove la seconda promette alla prima di pagare il differenziale fra cambio concordato e cambio *spot*, a condizione che quest'ultimo sia inferiore al primo.»

<sup>120</sup> R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, cit., p.406, la quale afferma che «Risulta invero meritevole di tutela l'interesse dell'imprenditore ad evitare il rischio economico delle oscillazioni valutarie attraverso l'incrocio di operazioni, caratterizzanti il rapporto di *domestic swap*, nell'ambito del quale soltanto trova giustificazione il pagamento del differenziale sui cambi.»

<sup>121</sup> D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 184, ove si afferma che «Il contratto appare quindi, dal punto di vista delle parti al momento della conclusione, un contratto a prestazioni corrispettive [...] come nella compravendita.»

reciproche non hanno in alcun modo la funzione né di prezzo per l'acquisto di un bene né di interesse o di altro corrispettivo. [...] si tratta senz'altro di un contratto atipico [...] la cui funzione di scambio potrebbe spiegarsi immaginando una sorta di *permuta finanziaria* dove il denaro non fungerebbe da prezzo, ma troverebbe la sua ragion d'essere proprio nella disomogeneità finanziaria delle reciproche prestazioni pecuniarie.».<sup>122</sup>

A pensarla diversamente, afferma -a nostro parere, correttamente- altra dottrina, si sarebbe snaturata l'essenza dell'accordo, poiché «ciò che qualifica gli *swap* è lo scambio di flussi di cassa. I contratti, dai quali non sorgessero obbligazioni tali da configurare questo scambio, denoterebbero l'orientamento delle parti verso operazioni diverse»<sup>123</sup> e, pertanto, «lo *swap* è da reputarsi un contratto a titolo oneroso, e più precisamente di scambio. Le parti, infatti, sono tenute a reciproci sacrifici patrimoniali, che si sostanziano in prestazioni interdipendenti, in forza del rapporto diretto fra ciascuna di queste e la soddisfazione dell'interesse individuale del contraente che ne è creditore. [...] Il contratto realizza un *do ut des*: ogni parte versa [...] un flusso di cassa per ottenerne un altro (c.n.)».

Sulla stessa scia chi scrive che la nozione soggettiva della causa della compravendita permetterebbe di far emergere il comune intento delle parti ad utilizzare lo schema del contratto stesso in una situazione di apparente squilibrio tra le prestazioni e, tuttavia, con una finalità più

---

<sup>122</sup> Così F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1993, p. 613.

<sup>123</sup> M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, p. 321.

ampia che «abbraccia e involge il contratto di *swap* in un *unicum* indefinibile come contratto misto o complesso.»<sup>124</sup>

La dottrina più recente, infine, non ha esitato ad affermare, in linea con la precedente, che la causa del contratto di *swap* è lo "scambio in sè".<sup>125</sup>

Risulta evidente il rifiuto, da parte di questa seconda corrente di pensiero, della distinzione tra contratti stipulati a scopo di copertura e contratti con finalità meramente speculative, ritenuti immeritevoli di tutela: risulta affermata, correttamente, con forza la prevalenza del *sinallagma* puro.<sup>126</sup>

Come afferma giustamente la dottrina<sup>127</sup>, la questione si sarebbe dovuta - a questo punto - considerare chiusa e si sarebbero dovute ammettere sia la natura commutativa dello *swap* sia la sua causa come scambio reciproco di pagamenti.

#### **4.1.1. La distinzione tra derivati uniformi e derivati *over the counter*.**

Un ulteriore tentativo di negare tutela agli *swap* passò da una interpretazione non convincente del diritto positivo.

L'art. 23, comma 4° della legge Sim del 02 Gennaio 1991 stabiliva che l'art. 1933 c.c. non si applicava ai contratti uniformi a termine autorizzati dalla Consob nell'ambito delle borse valori; *a contrariis*, pertanto, sosteneva la dottrina in esame, la norma poteva benissimo

---

<sup>124</sup> È il pensiero di F.M. GIULIANI, *op. ult. cit.*, p. 883.

<sup>125</sup> Così M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo Diritto*, 2007, p. 510.

<sup>126</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 252.

<sup>127</sup> *Ibidem*.

applicarsi ai derivati non uniformi e negoziati fuori borsa: tale evenienza avrebbe riconfermato la natura di scommessa di tali *swap*.

In realtà, come attenta dottrina<sup>128</sup> ha sottolineato, tale lettura si fondava su un errore di fondo o, quantomeno, su un equivoco: si passava sotto silenzio, infatti, la circostanza che la suddetta norma era meramente riproduttiva di quanto disposto dagli articoli 8, r.d. n. 3278 del 30 Dicembre 1923 e 5, r.d.l. del 14 Maggio 1925, n. 601, dettati per i contratti differenziali stipulati unicamente in seno alle borse valori. Per tale motivo sarebbe stato irragionevole sostenere che l'art. 23, comma 4 avrebbe avuto la contraddittoria funzione di negare tutela ai derivati negoziati fuori borsa.<sup>129</sup>

La giurisprudenza, tuttavia, come anche la dottrina, non avallarono la tesi qui in esame: la prima sostenne che «i contratti di *swap* devono essere ricompresi nella norma di cui all'art. 1, l. 2.01.1991 n.1, che, prevedendoli espressamente, ne riconosce in ogni caso la liceità e la meritevolezza degli interessi tutelati»<sup>130</sup>, mentre la seconda sosterrà che la standardizzazione del contratto non incide sulla connotazione causale che è a fondamento dello stesso.<sup>131</sup>

Ancora, la dottrina sostenne che una più attenta lettura dell'art. 23, comma 4° della legge Sim avrebbe dovuto condurre a qualificare come inadatta una lettura restrittiva dello stesso articolo: «Il quarto comma fa riferimento agli strumenti indicati nel primo comma. Nel primo

---

<sup>128</sup> Ibidem.

<sup>129</sup> Ibidem.

<sup>130</sup> Trib. Milano 11.05.1995, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, II, p. 442.

<sup>131</sup> Così F. CAPRIGLIONE, *I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1995, p. 362.

comma, si dispone che la Consob può autorizzare la negoziazione di detti strumenti sui mercati regolamentati. Quindi, una lettura del combinato disposto dei due commi porta a concludere come sia assolutamente non corretto formulare l'illazione che il richiamo contenuto nel quarto comma valga esclusivamente per quei titoli per i quali la Consob conceda l'autorizzazione alle negoziazioni.»<sup>132</sup>

Sarebbe d'altra parte ben strano che il legislatore avesse disciplinato in modo contraddittorio strumenti finanziari identici.

Si esprimerà in tal senso anche il Consiglio di Stato<sup>133</sup>, il quale affermerà che «D'altra parte ai fini della nozione di valore mobiliare *ex art. 1* della legge in parola non sembrano avere rilievo i caratteri (estranei di regola allo swap) della uniformità (standardizzazione) e della "negoziabilità" caratteri che sono invece previsti dal successivo art. 23 laddove sono disciplinati i mercati per la negoziazione dei contratti a termine.».

Contratti standardizzati e non, in breve, presentano la medesima struttura ed entrambi sono pienamente leciti e meritevoli di tutela giuridica. Il fatto che l'art. 23 della legge Sim facesse riferimento ai derivati standardizzati non significava automaticamente che delegittimasse quelli non standardizzati.

Bene, quindi, farà la giurisprudenza successiva ad affermare che la finalità dell'articolo in parola sarebbe un'altra, cioè quella di evitare che

---

<sup>132</sup> 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.*, I, p. 596.

<sup>133</sup> C. Stato, sez. III, 10.05.1994 n. 525, in *Il Consiglio di Stato*, 1995, I, p. 1328.

si possa applicare l'art. 1933 c.c. a rapporti negoziali autorizzati e disciplinati da una legge dello Stato.<sup>134</sup>

#### **4.1.2. Ancora sull'eccezione di gioco.**

Come si è appena scritto, ci si è chiesti se ai derivati fosse applicabile l'art. 1933 c.c., il quale dispone che non compete azione per il pagamento di un debito di gioco o di scommessa, anche se si tratta di gioco o di scommessa non proibiti. Colui che perde, 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.

Sempre come è stato accennato *supra*, il tema di analisi ha trovato origine nell'ormai abrogato articolo 23 della legge Sim<sup>135</sup>, quarto comma, il quale disponeva che l'art. 1933 c.c. non si applicava ai contratti di cui al comma 1, il quale a sua volta recitava: «la Consob può autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi come oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute.».

Al netto delle considerazioni già svolte nel precedente paragrafo, la dottrina<sup>136</sup> ha sottolineato come la disposizione fosse di incerta interpretazione, poiché oggetto di disciplina non sono gli strumenti finanziari, quanto -piuttosto- i contratti a termine che sugli strumenti

---

<sup>134</sup> Trib. Torino, 10 Aprile 1998, in *Contr.*, 1999, I, p. 45.

<sup>135</sup> Abrogato con d. lgs. 23 Luglio 1996, n. 415.

<sup>136</sup> G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, p. 72; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 1995, p. 87.

finanziari vengono stipulati. Per essere più espliciti, a voler interpretare letteralmente la norma, si finirebbe per giungere alla discutibile conclusione che solo i contratti uniformi a termine su derivati sarebbero sottratti all'applicazione dell'eccezione di gioco, mentre non lo sarebbero i derivati finanziari, con la conseguenza che «l'acquirente a termine non sarebbe esposto a detta eccezione da parte del venditore a termine del contratto derivato, mentre lo rimarrebbe a quella del contraente ceduto.»<sup>137</sup> Sembra, pertanto, che una interpretazione del dato normativo più ragionevole sia quella che estenda l'ambito di applicazione dell'articolo in esame anche ai derivati finanziari oggetto della contrattazione uniforme a termine.

Si è inoltre sottolineato<sup>138</sup> come già la legge n. 3326 del 13 Settembre 1876, agli articoli 2 e 4 disponesse che per i contratti di borsa stipulati nel rispetto della legge era concessa l'azione in giudizio, anche qualora avessero avuto ad oggetto il pagamento del differenziale; ancora, l'art. 5, comma 2°, del r.d.l. del 14 Maggio 1925 n. 601 disponeva che nelle controversie relative ai contratti di borsa di cui all'art. 34 della medesima legge, anche se conclusi fuori borsa e senza l'intervento di agenti di cambio, non potesse essere opposta l'eccezione di gioco.<sup>139</sup>

C'è stato chi si è occupato del problema che le norme citate miravano davvero a risolvere: la questione era sorta non già con riferimento ai differenziali semplici, cioè quei contratti unitari, aventi causa diversa da quella della compravendita, ma con riferimento alle operazioni

---

<sup>137</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 94.

<sup>138</sup> G. FERRARINI, *op. ult. cit.*, p. 72; ID., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, 1993, p. 36.

<sup>139</sup> L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretta da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, p. 388-389.

differenziali, cioè quegli affari complessi in cui due contratti di compravendita di titoli siano stipulati, in senso inverso ed in tempi diversi, tra parti diverse o tra le medesime parti.<sup>140</sup> Con riferimento a tali operazioni, si pose la questione se fossero da qualificare come scommesse, in quanto presentavano un meccanismo per il quale venivano liquidati sulla base delle differenze tra i prezzi negoziati.

Tale questione non si pose, invece, per i contratti differenziali semplici, poiché questi erano, all'epoca, sconosciuti o quasi.<sup>141</sup>

Il legislatore del 1991, comunque, intervenne per escludere espressamente l'applicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti di borsa. Tuttavia, a ben vedere, il problema dell'applicabilità dell'art. 1933 c.c. si rivela un "falso problema", il quale a sua volta si fonda sulla rilevanza attribuita al meccanismo, più volte citato, di liquidazione del differenziale.

A parere della dottrina<sup>142</sup>, l'art. 23 legge Sim avrebbe un preciso ruolo: premesso che alcuni contratti derivati ben potevano (e possono) avere natura di contratti differenziali e premesso che nei mercati regolamentati la liquidazione per differenze di alcuni contratti derivati (che non necessariamente sono contratti differenziali) è la norma, il legislatore sarebbe intervenuto in favore dell'inapplicabilità dell'eccezione di gioco ai contratti derivati perché avrebbe ritenuto opportuno prendere posizione sul problema; l'art. 23, comma 4° legge Sim, in breve, non deve essere letto come una spia di una particolare

---

<sup>140</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 95; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *op. ult. cit.*, p. 387-399.

<sup>141</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 95.

<sup>142</sup> G. FERRARINI, *I derivati finanziari*, cit., p. 37.

avversione del nostro ordinamento giuridico nei confronti dei contratti differenziali, quando gli stessi siano stipulati al di fuori dei mercati regolamentati, bensì come norma volta a risolvere mere situazioni di dubbio, originate da falsi problemi e tuttavia potenzialmente idonei a rendere insicure le negoziazioni di borsa.<sup>143</sup>

Inoltre, dal momento che si sostiene la natura dichiarativa dell'art. 23 legge Sim, è giocoforza da dubitare che detta norma abbia un qualche peso ai fini della indagine sulla natura commutativa o aleatoria degli swap. Innanzitutto, la norma fa riferimento a numerose fattispecie, tipiche e atipiche, diverse tra loro e, soprattutto, alcune pacificamente ritenute non aleatorie, neanche per volontà delle parti, cosicché il problema dell'inapplicabilità a queste ultime dell'art. 1933 c.c. non si pone affatto<sup>144</sup>; in secondo luogo, la norma va letta nel contesto più ampio in cui si colloca la legge Sim e sull'obiettivo della stessa, che è quello di assicurare la vigilanza e la trasparenza dell'attività di intermediazione mobiliare, anche mediante l'imposizione della regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati (art. 1, comma 2°)<sup>145</sup>. Come già scritto nel precedente paragrafo, apparirebbe del tutto irragionevole e contrario alla *ratio legis* che il legislatore avesse introdotto una discriminazione tra contratti identici sulla base del fatto che alcuni sono conclusi all'interno di mercati regolamentati e altri no.<sup>146</sup> Inoltre, appurata la natura dichiarativa dell'art. 23 legge Sim e che, pertanto, l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti uniformi non

---

<sup>143</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 96.

<sup>144</sup> *Ibidem*.

<sup>145</sup> *Ibidem*.

<sup>146</sup> F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 1993, p. 616 e ss.: l'Autore sottolinea l'incongruenza, a voler interpretare rigidamente l'art. 23 della legge in esame, della norma nella parte in cui non offre piena tutela ai contratti di *swap*.

dipende dall'art. 23 suddetto *ma dai principi generali che la norma richiama*, si potrebbe sostenere che l'art. 23 non può essere utilizzato al fine di sostenere *a contrariis* che l'eccezione di gioco sia applicabile ai contratti non uniformi regolati fuori dalla Borsa.<sup>147</sup>

L'art. 23 citato è stato abrogato dal d. lgs. 23 Luglio 1996, n. 415 e il quarto comma esaminato in precedenza è stato sostituito dal quarto comma dell'art. 18 del d. lgs. testé menzionato, il quale stabilisce che « Nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 2, comma 3, non si applica l'articolo 1933 del codice civile»: per strumenti finanziari "analoghi" sono da intendersi, come da definizione di "strumenti finanziari" data dallo stesso decreto, i contratti *futures* su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, ai contratti di scambio a pronti e a termine su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari, a contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci, e ai relativi indici, ai contratti di opzione per acquistare o

---

<sup>147</sup> In questi termini F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 97. Diversamente A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 82, il quale sostiene che le *swap transactions* stipulate con finalità speculative non sono protette dall'art. 23 e sono pertanto soggette all'art. 1933 c.c. in quanto manca l'uniformità del modello negoziale e la libera trasferibilità del contratto. Peraltro, lo stesso Autore da ultimo citato critica l'opinione di chi (C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991, p. 131) limita l'applicabilità dell'art. 23, comma 4°, ai solo accordi conclusi nell'ambito dei mercati regolamentati, sostenendo -a nostro avviso, giustamente- che la possibilità di estendere la disposizione anche a contratti conclusi fuori dai mercati regolamentati risulta confermata dal combinato disposto dell'art. , comma 2°, r.d.l. 04 Maggio 1925, n. 601 e dell'art. 1, r.d. 30 Dicembre 1923, n. 3278, che statuisce l'inapplicabilità dell'eccezione di gioco anche ai contratti conclusi fuori mercato ufficiale o senza l'intervento di agenti di cambio. Per l'inapplicabilità *a tutti i contratti derivati* dell'eccezione di gioco, siano essi conclusi all'interno di mercati regolamentati, siano essi conclusi fuori dai mercati regolamentati, si veda F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti finanziari derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 593.

vendere strumenti finanziari, nonché ai contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici.

L'art. 18 è stato a sua volta abrogato dal Testo unico della finanza (c.d. T.U.F.), che ha sostituito il suo quarto comma con il quinto comma dell'art. 25, il quale dispone che «nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lettera *a*), non si applica l'art. 1933 c.c.».

Il legislatore sembra confermare la tesi interpretativa dell'art. 23, quarto comma, l.n. 1 del 1991, riportata *supra*, cioè quella relativa alla interpretazione estensiva del suddetto articolo oramai abrogato: si conferma l'inapplicabilità dell'art. 1933 ai contratti derivati, siano essi uniformi o meno, negoziati su mercati regolamentati o meno.

Tutte le norme testé richiamate (l'art. 23, l. 2 Gennaio 1991, n.1; l'art. 18, quarto comma, d.lgs. 23 Luglio 1996, n. 415; l'art. 23 del T.U.F.) sembrano decisamente tracciare una interpretazione volta ad eliminare ogni dubbio circa l'efficacia dei contratti qui in esame. Di più: nella stessa relazione al decreto legislativo n. 415/1996, al riguardo dell'art. 18 si afferma che «al fine di attribuire certezza all'utilizzo di tale strumento da parte degli intermediari e clienti, viene precisato che a tutti i contratti della specie stipulati nell'ambito della prestazione di servizi di investimento non si applica l'eccezione di gioco di cui all'art. 1933 c.c.». Anche tale elemento sembra confermare la portata meramente

dichiarativa e non innovativa della norma che dispone l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti qui in esame.<sup>148</sup>

Come afferma la dottrina<sup>149</sup>, la suddetta portata dichiarativa della norma oggetto d'esame è confermata dal fatto che diversi contratti ai quali si riferisce hanno evidente natura commutativa e, ai fini dell'inapplicabilità a questi ultimi dell'art. 1933 c.c., non vi sarebbe bisogno di una apposita norma come quella contenuta nell'art. 23 del T.U.F., in quanto tale inapplicabilità discenderebbe direttamente dalla natura -appunto, commutativa- di quei contratti.<sup>150</sup>

---

<sup>148</sup> Critico a proposito del dibattito sulla natura "dichiarativa" o "normativa" dell'art. 23 T.u.f. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 133, il quale scrive che «l'interprete di diritto scritto non può non muovere dal presupposto che ogni disposizione abbia un significato normativo e contribuisca pur essa necessariamente alla costruzione del sistema e alla comprensione del ruolo che le vicende disciplinate in esso assumono: con la conseguenza che, per quanto ci interessa, diviene necessario comprendere per quali aspetti quelle qui considerate debbono intendersi, dal punto di vista dell'ordinamento, *diverse* da quelle previste nell'art. 1933 c.c.; ma anche quali siano le motivazioni sulla cui base si è posto il problema di affermarne normativamente la diversità.»

<sup>149</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., p. 73; M. PERASSI, *Commento all'art. 18*, in *La disciplina degli intermediari finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 156; F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, pp. 98-99.

<sup>150</sup> Una diversa ipotesi ricostruttiva dei rapporti tra art. 1933 c.c. e art. 23 T.u.f. è proposta da C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 131 ss.. L'Autore, constatando che la qualificazione dei derivati è passata dalla *pre-qualificazione* degli stessi come gioco e scommessa a causa della aleatorietà che connota i primi (come i secondi), rileva che l'emergere dei singoli tipi di contratto aleatorio è «avvenuto a seguito di una sorta di loro distacco dalle figure ora considerate nell'art. 1933 c.c.». La disciplina *residuale* dell'art. 1933 c.c., secondo l'Autore, sarebbe da ricondurre ad un'esigenza di *tipicità*, da parte dell'ordinamento, dei contratti aleatori che non potessero essere ricondotti a fattispecie tipiche: all'ordinamento sarebbero estranei contratti aleatori atipici e, qualora venissero posti in essere, tali accordi dovrebbero "confrontarsi" proprio con l'art. 1933 c.c.. Accogliendo tale ricostruzione, secondo l'Autore testè citato sarebbe possibile ricostruire la *ratio* dell'art. 23 del T.u.f. in un duplice senso: l'interprete dovrà (*nella prospettiva dell'ordinamento*) o spiegare che cosa i derivati abbiano *di più e di diverso* rispetto alle fattispecie di cui all'art. 1933 c.c. e tali da giustificare la disciplina derogatoria di cui all'art. 23 T.u.f.; o, invece, spiegare che cosa abbiano di *peculiare* le fattispecie di cui all'art. 1933 c.c. e tali da renderle *diverse dai derivati*, ulteriori alla mera aleatorietà e in che senso gli eventuali elementi di *diversità* contenuti in tali fattispecie debbano ritenersi *assenti nei derivati*. L'Autore, tuttavia, propende per la non necessaria riconducibilità al gioco e alla scommessa di qualsiasi contratto aleatorio innominato e privo di una specifica causa, potendo avere un suo specifico spazio nel sistema giuridico un contratto aleatorio *atipico*.

Come si è sostenuto<sup>151</sup>, «Il fatto che la non applicabilità dell'eccezione di gioco sia stabilita per i contratti *stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio o di una attività di investimento* non significa, *a contrariis*, che gli stessi contratti stipulati *al di fuori* dell'ambito della prestazione di un servizio o attività di investimento siano soggetti all'art. 1933 c.c.. Se così fosse, bisognerebbe sostenere che contratti chiaramente commutativi stipulati al di fuori del citato ambito sarebbero soggetti all'eccezione di gioco, il che appare inaccettabile.».

Si consideri, inoltre, che l'art. 1, comma 5°, del d.lgs. 58/1998 (c.d. T.U.F.) statuisce che per "servizi e attività di investimento" «si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: *a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.*». Da ciò risulta che *creazione ed emissione* di strumenti finanziari non rientri propriamente nella definizione di "servizi di investimento", dato che è la *negoziazione professionale e al pubblico* che risulta concretare tali servizi. Se, quindi, l'art. 1933 c.c. fosse applicabile ai derivati negoziati fuori dall'ambito dei servizi di investimento, si avrebbe la contraddittoria conclusione per la

---

<sup>151</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 99. G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 73, afferma in modo chiaro che: «L'art. 23, 5° comma, [...] nell'escludere la disciplina del gioco per gli strumenti finanziari derivati, non instaura una relazione di eccezione [cioè, la inapplicabilità ai derivati dell'art. 1933 c.c.] a regola [cioè, la -presunta- normale applicabilità ai derivati dell'art. 1933 c.c.], bensì è dotato di una natura meramente ricognitiva, come conferma la stessa relazione al decreto.».

quale la stessa eccezione di gioco non sarebbe opponibile a chi questi stessi derivati negozia.<sup>152</sup> Il ragionamento che potrebbe svolgersi è il seguente: premesso che per "servizi di investimento" si intende la negoziazione di strumenti finanziari (tra i quali sono compresi, tra gli altri, azioni ed obbligazioni); premesso che l' *emissione* di azioni ed obbligazioni non può essere considerata "servizio di investimento" (a voler ragionare diversamente, infatti, solo banche e s.i.m. potrebbero emetterle); premesso che l'*emissione* di altri strumenti finanziari, tra i quali proprio gli *swap*, non è considerata "attività di investimento" (in quanto ogni soggetto è libero di stipularli e, in caso, offrirli al pubblico risparmio rispettando la relativa disciplina); premesso che la successiva *negoziazione professionale e al pubblico* di tali strumenti finanziari ricade, questa sì, nella definizione di "servizi di investimento" (attività riservata a banche e s.i.m.); premesso ancora che agli *swap* stipulati nell'ambito di una attività di investimento non si applica il 1933 c.c.; *premessato tutto questo*, la non applicabilità dell'eccezione di gioco prevista dall'art. 1933 c.c. non dipenderà dall'art. 23 T.U.F., cioè dalla *negoziazione professionale e al pubblico*, ma dipenderà dalla *natura stessa del contratto, che non è assimilabile alla scommessa*.<sup>153</sup>

Tutto ciò non sembra che confermare la natura *dichiarativa* dell'art. 23, quinto comma, del d. lgs. 58/98.

Fatta questa breve analisi in merito alla (in)applicabilità del suddetto quinto comma dell'art. 23 T.U.F. ai contratti qui in esame, essendone stata appurata la natura meramente dichiarativa, l'inapplicabilità

---

<sup>152</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 99.

<sup>153</sup> *Ibidem*.

dell'eccezione di gioco agli *interest rate swap* discende da quella che è la natura *commutativa* di tali accordi e che solo ad uno sguardo superficiale possono presentare la struttura e la funzione del gioco e della scommessa.<sup>154</sup>

Tale ultima conclusione non è di poco momento: poiché l'art. 23, quinto comma T.U.F. in esame non si applica agli *swap* stipulati fuori dall'ambito dei servizi di investimento (mentre rientrerebbero in tale ambito quelli in cui una parte sia una banca o una impresa di investimento), l'interprete non può esimersi dalla ricerca della *ratio* della inapplicabilità dell'eccezione di gioco agli *swap* conclusi tra privati.

Non sembra necessario, né tantomeno è opportuno, ricorrere, al fine di stabilire se la suddetta eccezione sia applicabile agli *swaps* conclusi tra privati e al di fuori dei servizi e delle attività di investimento, ai *motivi soggettivi* che inducono le parti a contrarre. A voler ragionare diversamente, è *ictu oculi* evidente che si introdurrebbe un elemento di incertezza tale da minacciare l'ordinaria esistenza dei mercati.<sup>155</sup> Come è stato giustamente rilevato, a voler ragionare diversamente, poi, «se la questione della piena tutela andasse risolta di volta in volta in base all'analisi dei bisogni soddisfatti con la possibilità di disconoscimento qualora lo swap non svolgesse una funzione di copertura dei rischi preesistenti significherebbe, tra l'altro, spingere il nostro Paese verso il

---

<sup>154</sup> Per l'inapplicabilità dell'eccezione di gioco anche D. PREITE, *Contratti differenziali e articolo 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, collar, swap e index futures*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, p. 35; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. privato*, 1997, n. 3, p. 597; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1997, I, p. 112 ss..

<sup>155</sup> Così G. FERRARINI, *op. ult. cit.*, p. 39.

terzo mondo della finanza internazionale, con la conseguenza che le parti prediligerebbero la scelta di diritto straniero per regolare i rapporti di questo tipo grazie alle maggiori certezze offerte da altri ordinamenti in siffatta materia.»<sup>156</sup>

In conclusione, sarà la stessa natura *commutativa degli interest rate swap* ad esigere la piena tutela da parte dell'ordinamento, grazie alla funzione tipica (di scambio) che tali accordi soddisfano, senza la necessità di ricorrere all'art. 23, quinto comma, T.U.F.

#### **4.1.3. A proposito della funzione sociale e del rilievo giuridico della speculazione.**

La tesi testé esposta e contrastata, che ha dapprima relegato gli swap a fine speculativo nell'area di non protezione giuridica, qualificandoli -in quanto appunto, con funzione speculativa- come gioco o scommessa, va incontro ad una ulteriore obiezione: quella di non aver tenuto in dovuta considerazione quanto affermato da dottrina ancora precedente.<sup>157</sup>

Già negli anni Venti si affermò molto lucidamente che «La facilità del rapido guadagno e della rapida perdita è in rispondenza con l'intensità della vita commerciale, non già con l'assenza di questa e con la sostituzione ad essa della infruttifera attività del giuoco.

È vero che la speculazione di Borsa, che generalmente si esercita mediante operazioni differenziali, ha comune col giuoco e con la scommessa l'elemento dell'alea.

---

<sup>156</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 101.

<sup>157</sup> Così E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 255.

Ma l'elemento aleatorio non basta per ritenere illeciti e immorali, al pari di un giuoco d'azzardo, gli affari di Borsa: esso si presenta nei contratti di Borsa, tranne che in proporzioni maggiori, come in qualunque altro ramo del commercio. L'alea è, senza dubbio, la base della maggior parte dei contratti commerciali. Ce lo dice lo Scaccia: "Mercatores consueverunt futura prognosticari". Sarebbe, dunque, un equivocare il considerare come giuoco d'azzardo ogni contratto, in cui il vantaggio dell'uno o dell'altro contraente dipenda da un avvenimento incerto (art. 1102 c.c.). Se così fosse, anche il contratto di assicurazione, anche il contratto vitalizio, contratti riconosciuti e legittimi, si dovrebbero considerare a quella stregua.

Nel giuoco di mera sorte, nel giuoco d'azzardo è preponderante l'elemento dell'alea, del rischio, della cieca sorte. La speculazione di Borsa, invece, pur nell'incertezza degli eventi, opera rispetto a questi prevedendone e calcolandone dal più al meno le vicende.

Non si ha per chi guardi all'elemento intenzionale l'intento riprovevole, caratteristica del giuoco proibito, di far dipendere da una mera sorte e da un'attività improduttiva il guadagno o la perdita. Nel giuoco, infatti, inteso nel senso di cui all'art. 1802 c.c., la sorte equivale a caso fortuito, cioè evento indipendente da leggi di causalità, perché detta causa è ignota all'uomo, che non sa arrivarvi con i metodi del raziocinio e della logica comune.

Per le contrattazioni speculative, fondate sulla oscillazione dei valori di mercato borsistico, si richiedono particolari attitudini e condizioni, in base alle quali è più agevole presagire e valutare, come un calcolo più o

meno esatto delle probabilità, le cause economiche, finanziarie, politiche e sociali che influiscono sul regime dei corsi del titolo o della divisa.».<sup>158</sup>

Dalla lettura di tale -lucido- passo, emerge in modo oltremodo evidente che la causa ludica è estranea a qualsivoglia operazione che voglia definirsi *commerciale*.

Nel commercio, infatti, non c'è posto per il gioco e la scommessa.<sup>159</sup> Ciò perché «Chi scommette afferma il proprio convincimento tra opposti pareri intorno ad un fatto o ad un evento e lo assevera. Qui l'intento è l'asseverazione e l'affermazione del proprio amor proprio, del proprio convincimento, del proprio puntiglio. In ciò sta la sua essenza e il suo scopo.

Qui, dunque, *l'alea è fine a sé stessa* (c.n.). Nell'atto di speculazione, invece, l'alea è *mezzo* e non fine a sé stessa e per suo mezzo si conducono a perfezione i più arditi negozi. L'atto di speculazione diventa una semplice scommessa quando l'alea, il rischio, anziché esser mezzo per cui chi vuol conseguire un determinato effetto, è invece *fine a se stessa*.

Con la scommessa, con il giuoco d'azzardo si ha la manifestazione di una attività fittizia e improduttiva, con l'atto di speculazione si ha la manifestazione di un'attività reale ed economicamente apprezzabile e produttiva.».<sup>160</sup>

---

<sup>158</sup> Così G. VALENZANO, *I contratti differenziali di Borsa su divisa estera*, Roma, 1929, pp. 23 ss..

<sup>159</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 256.

<sup>160</sup> G. VALENZANO, *op. ult. cit.*, pp. 26 ss..

Il punto centrale risulta essere proprio quest'ultimo: la speculazione, in quanto sotteso al concetto di produttività, non può porsi a confronto con l'intento ludico sotteso al gioco e alla scommessa, ponendosi, anzi, in antitesi nei confronti di quest'ultimo.

Il fine ludico, in altre parole, ricorrerebbe quando il rischio non preesista alla stipulazione del contratto, ma sia proprio da quest'ultimo artificialmente creato.

Come giustamente affermato dalla dottrina<sup>161</sup>, infatti, «È del tutto evidente che, ove due parti mettano in gioco una somma di denaro quale posta per la vittoria in una gara di dadi, esse danno vita ad un'operazione manifestamente ludica. Esse si espongono ad un rischio patrimoniale connesso *non già ad un evento esterno di origine e rilevanza economica, bensì ad un accadimento di pura accidentalità, completamente avulso dalla circostante realtà del mercato, del commercio che vi si svolge e della finanza che lo assiste: un accadimento costruito dalle stesse parti e dalle medesime voluto e chiamato a causa della incerta attribuzione patrimoniale fra esse pattuita* (c.n.). Siamo propriamente di fronte alla manifestazione di una attività fittizia e improduttiva [...].

Viceversa, la speculazione finanziaria muove da premesse e persegue fini del tutto opposti. Innanzitutto il rischio su cui essa incide preesiste alla pattuizione dei contraenti. L'oscillazione di una valuta, di un tasso di interesse, di una azione o di un indice azionario non sono accadimenti creati ad arte, bensì insiti nell'economia reale e nei più elementari principi che la governano. L'atto speculativo che insiste su

---

<sup>161</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 257.

tali entità economiche non mira dunque all'artificiale creazione di un rischio altrimenti inesistente, frutto della mera sorte che cada su un evento di per sé inidoneo a creare o distruggere ricchezza (il rotolare dei dadi) e che tale diventa solo per la futile volontà di chi decida di assoggettarvisi.

Lo scopo dell'atto di speculazione è dunque quello di intervenire su una realtà economica cui lo speculatore sarebbe soggetto comunque (cioè, al di là del suo gesto speculativo).».

In altri termini, anche qualora in concreto chi stipuli un derivato abbia come fine quello della speculazione, piuttosto che quello di proteggersi dal ribasso o dal rialzo valutario, non già solo per questo si può sostenere che tale causa speculativa sia da vituperare e da considerare come non approvata dall'ordinamento ma, anzi, essa è da contrapporre a quella ludica, e deve essere riconosciuta in relazione al mondo del commercio, divenendo essa stessa atto di commercio e con ciò prescindendo da ogni considerazione circa l'intimo ed ulteriore fine che la muova. La speculazione è intimamente connessa alla realtà economica e a tale realtà i contraenti sono comunque soggetti in via generale, ancorché non dovessero esserlo nel momento in cui stipulano l'accordo.<sup>162</sup>

Anche la giurisprudenza coeva della dottrina dianzi riportata si era risolta in tal senso: in alcune pronunce viene operata in modo chiaro la distinzione tra speculazione produttiva e improduttività del gioco: si pone l'attenzione sulla natura e sul tipo di ragionamento che lo

---

<sup>162</sup> In tal senso E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 258.

speculatore è chiamato a mettere in atto e sui criteri che lo guidano, «criteri di apprezzamento, si capisce, di valore, che non possono essere assoluti: ch , del resto, non avrebbe ragione d'essere questo mercato se la previsione fosse certa e non relativa. Ma ci  non esclude che il substrato che anima la speculazione sia un calcolo su elementi effettivi di probabilit , l'apprensione dei quali dipende dalla percezione sulla stabilit  o meno di un determinato valore. Non   quindi, come suol dirsi, un giuoco cieco del numero imbussolato o del dado buttato in aria, ma una vera e propria speculazione commerciale fondata sulla eventualit  di profitto o di perdita del valore di una merce (denaro), cos  come avviene in una infinit  di altre speculazioni, che invece di danaro, di azioni, di titoli trattano i metalli, le derrate, i carichi di viaggio.». <sup>163</sup>

La giurisprudenza riconobbe pieno statuto giuridico ai contratti differenziali, affermando che «Si   spesso qualificato giuoco e scommessa, ma ci  non sembra perch  in questi la sorte, con l'efficacia e il risultato di continuazioni indipendenti dalla volont  di chi specula   un elemento decisivo sul quale si fa affidamento per risarcire un valore patrimoniale; nel contratto differenziale influiscono le leggi dei fenomeni economici, la conoscenza dei mercati, le previsioni di ordini diversi, compreso quello politico, la cultura, l'esperienza e l'intuito, con tutte le qualit  personali delle parti ed oggettive dei titoli e delle merci che si pongono come termini di confronto per le differenze.». <sup>164</sup>

---

<sup>163</sup> App. Torino, 15.03.1927, in *Riv. dir. civ.*, 1927, II, p. 953.

<sup>164</sup> App. Torino, 17.08.1927, in *Foro Subalpino*, 1927, p. 1247.

La dottrina successiva riprenderà tale periodare.<sup>165</sup>

Già con riferimento alle operazioni sui titoli azionari si era affermato il principio dell'indifferenza e dell'inscindibilità tra finalità di copertura e finalità speculativa.<sup>166</sup>

Per quanto riguarda i derivati, invece, v'è stato chi, oltre a riprendere (aderendovi) la dottrina più avveduta degli anni Venti e la giurisprudenza a quella conforme, ha inoltre sostenuto che: «In materia finanziaria la speculazione ha natura essenziale e fondamentale e anche positiva, in quanto da un lato comporta la possibilità, per i clienti dal profilo prudente, della copertura di rischi finanziari elevati, mentre dall'altro fornisce ai clienti dal profilo più elevato la possibilità di forme di investimento pure, individuate e personalizzate con meccanismi elaborati, anche creati "ad hoc" con l'ausilio dell'intermediario.»<sup>167</sup>

Tale lettura offre argomenti a supporto della teoria dell'*interest rate swap* quale "scambio in sè".

Come ha fatto giustamente notare una attenta dottrina, l'equivoco, l'errore è stato confondere l'astrattezza pura dello *swap* con la causa del

---

<sup>165</sup> Ci si riferisce a F. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. delle Società*, 1996, p. 1119; L. ZITIELLO, *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Le Società*, 1996, p. 1126; M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fiscali*, in *Diritto e Finanza*, 2005, p. 365.

<sup>166</sup> Come afferma E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 259, che riporta, a riprova di tale affermazione, quanto sostenuto da E. GABRIELLI, *Contratti di Borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1986, I, p. 575: «La realtà delle cose ci mostra [...] che la speculazione di borsa è attività del tutto diversa dal gioco e dalla scommessa. Essa si realizza [...] attraverso le oscillazioni del corso dei titoli in un certo periodo di tempo, mediante la compravendita dei titoli ed il compimento di operazioni di copertura in senso inverso, che consentono poi la loro liquidazione per differenze, non può consistere in una semplice scommessa sul corso dei titoli.»

<sup>167</sup> F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, p. 323.

negozio giuridico.<sup>168</sup> Si era poi giunti alla conclusione -errata- secondo la quale tale astrattezza ("pura", nel senso di assenza di una entità tangibile di riferimento) avrebbe dovuto essere definitivamente qualificante lo *swap* come contratto con causa ludica.<sup>169</sup>

Tale soluzione risulta non essere condivisibile.

Come sostiene un Autore, infatti, «Il *future* che assuma a sottostante una azione (ossia un titolo materialmente esistente) e il *future* che insista su un indice azionario (ossia una grandezza economica impalpabile) non evidenziano alcuna alterità: entrambi mirano all'assunzione di un rischio, la loro efficacia prescinde dalle finalità propostesi dalle parti, sia l'uno che l'altro pur sempre si fondano su una previsione circa la variazione di valore di grandezze economiche (grandezze economiche, dunque non eventi artificiosi di per sé economicamente inerti).».<sup>170</sup>

L'equivoco di fondo, come fa notare l'Autore in questione, dal quale certa dottrina non ha saputo chiamarsi fuori, è stato quello di «cadere nel tranello dialettico per il quale è tutelabile ciò che consenta di acquisire un qualcosa di tangibile, mentre è *indegna scommessa* (c.n.) ciò che permetta di ricevere denaro in cambio di un numero astratto.».<sup>171</sup>

Per sostenere quella tesi e quel distinguo (tra derivati con sottostante, tutelabili e derivati astratti, non degni di tutela giuridica), pertanto, si fece leva sulla finalità soggettiva delle parti, tralasciando l'oggettività della causa.

---

<sup>168</sup> G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, pp. 594-595.

<sup>169</sup> Come fa notare E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 260.

<sup>170</sup> *Ibidem*.

<sup>171</sup> *Ibidem*, p. 261.

Si diede, in altre parole, rilevanza ai motivi, che, tendenzialmente, il nostro ordinamento considera irrilevanti, se non nel caso previsto dall'art. 1345 c.c. (motivo illecito comune ad entrambe le parti): peraltro, tale ultima eventualità non sembra comprendere la fattispecie testé in esame, poiché «non sembra realisticamente sostenibile, sia perché l'intento di ottenere un guadagno non assume, di per sé, i tratti dell'illiceità, sia in quanto la valutazione pregiudizievole della finalità speculativa non trova alcun fondamento positivo, poiché la stipulazione di contratti a questi fini non incide in modo peculiare sui mercati internazionali.».<sup>172</sup>

Si tenga presente, inoltre, che una ulteriore occasione di errore si ebbe quando, avendo confuso la causa con una mera modalità costruttiva del negozio, cioè con l'astrattezza, si confuse ancor prima la nozione di alea, come avremo modo di vedere più oltre nel presente lavoro.

In conclusione, anche qualora lo *swap* fosse stipulato con intento speculativo, ciò non lo renderebbe comunque accostabile al gioco e alla scommessa. Inoltre, non solo non sarebbe accostabile a tali ultime fattispecie, ma neanche sarebbe immeritevole di tutela *per il solo fatto di essere stato concluso con finalità speculative*, quasi che la speculazione fosse di per sé immorale e riprovevole.

Non è un caso se la dottrina si è affannata a prendere le distanze dalle teorie che hanno sostenuto la natura aleatoria e l'accostabilità degli *swap* al gioco e alla scommessa; da una simile impostazione, infatti,

---

<sup>172</sup> È quanto afferma G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 599. Si veda anche, nello stesso senso, E. FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 483; 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, p. 599.

deriverebbe come logica conseguenza che, in quanto nell'aleatorietà (che connoterebbe anche la speculazione) del gioco e della scommessa (e, pertanto, anche dei contratti di borsa) non sarebbe presente alcuna ragione meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico, tali contratti sarebbero oggetto di sostanziale sfavore da parte dello stesso ordinamento.<sup>173</sup>

Detto in altre parole, la *speculazione*, che si presenterebbe *indistintamente* nel gioco e nella scommessa e negli *swap*, non sarebbe meritevole di protezione giuridica.<sup>174</sup>

Certa dottrina più recente rispetto a quella degli anni Venti già citata, poi, dedicandosi alla connotazione negativa solitamente attribuita al termine *speculazione*, ha svolto un attento esame della funzione che

---

<sup>173</sup> Basti dare un'occhiata a quanto si legge in L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Cedam, 2000, p. 128, nota 21: l'Autore riporta in tale nota quanto documentato da L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Vallardi, 1942, p. 84 ss., il quale documenta il pensiero della dottrina tedesca, scrivendo che «Così, in Germania l'Elster, traendo lo spunto da precedenti osservazioni dell'Endemann e del Wilda, ha affermato che *segno caratteristico dei contratti di giuoco è il fatto che essi costituiscono una attività in contrasto con la serietà della vita e dell'economia* (c.n.). Egli cioè nota che *le attività umane tendono essenzialmente al soddisfacimento delle necessità della vita mediante il lavoro e lo scambio. Tutto ciò che non tende a questi scopi seri, e cioè gli accordi che fanno dipendere il vantaggio patrimoniale di una parte da un evento incerto senza scopo economico serio, sono contratti di giuoco* (c.n.)». Tali affermazioni in merito alla *speculazione* rendono evidente tutto il vero e proprio *mondo intellettuale* che si cela dietro tali questioni.

<sup>174</sup> Alla tesi che sostiene la non assimilabilità dei contratti di borsa al gioco e alla scommessa per il solo fatto che i primi, come i secondi, presentino un certo grado di aleatorietà, aderisce Cass. Sez. Un., n. 26724 del 23.10.2007, in *I contratti*, 2008, p. 221 ss., ove si legge che «La mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un giuoco o ad una scommessa, cui sia applicabile il regime giuridico dettato dall'art. 1933 c.c.; [...]. Occorre subito osservare che l'acquisto e la vendita a termine di valuta e le altre operazioni finanziarie [...], pur comportando sicuramente un certo grado di aleatorietà e pur potendo essere anche ispirati da intenti speculativi da parte di chi quelle operazioni abbia disposto, non sono di per sé necessariamente riducibili ad una scommessa sul futuro andamento dei tassi di cambio, *potendo altrettanto ragionevolmente fungere da strumenti di stabilizzazione del rischio* (c.n.)».

questa viene ad assumere nel nostro ordinamento, al fine di dimostrarne la piena meritevolezza di tutela.<sup>175</sup>

Tale dottrina constata che già le scienze economiche hanno assegnato alla finalità speculativa il ruolo di riequilibratore dell'andamento dei prezzi, elaborando le stesse svariati modelli che studiano il comportamento dello speculatore e la sua capacità di formulare previsioni: nel caso di previsioni corrette si ritiene che i prezzi correnti e i prezzi futuri in un dato mercato e ad una certa scadenza tenderanno a coincidere.<sup>176</sup> Anche la letteratura giuridica ha dedicato vari studi sull'effetto stabilizzante della speculazione.<sup>177-178</sup>

---

<sup>175</sup> Ci si riferisce al ragionamento svolto da G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 117 e ss..

<sup>176</sup> *Ibidem*, p. 117.

<sup>177</sup> F. VASSALLI, *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Studi Giuridici*, Milano, 1960, vol. II, p. 147; T. ASCARELLI, *Lo speculatore professionale è un operatore commerciale*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1956, I, p. 163.

<sup>178</sup> Critico rispetto alla funzione positiva assegnata dall'Autrice alla speculazione attuata tramite derivati M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale. L' "azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 571 ss., ove si legge che «Del tutto improponibile si mostra, infatti, la pretesa di estendere ai derivati speculativi le funzioni positive che spesso si accreditano alla speculazione in generale. La speculazione di cui si dice così bene è quella che concerne scambi reali (quand'anche differiti nel tempo: l'acquisto di merci in fase di eccesso di offerta ne tiene su i prezzi e la loro vendita in fasi di eccesso di domanda li calmieria, così da svolgere meritevoli funzioni di stabilizzazione dei mercati [...]). Niente di tutto questo avviene, invece, nel caso dei cc.dd. derivati speculativi e degli scambi fittizi che in essi prendono corpo: essi concernono una "merce" che (almeno nei termini in cui si prospetta nei cc.d. derivati speculativi) non c'è e che non ci sarà mai; rispondono ad una domanda e ad un'offerta che nulla hanno a che vedere, neanche mediamente, con quanti possono essere interessati al consumo, alla commercializzazione o alla produzione del *quid* [...] di cui apparentemente in essi si dispone; proprio per questo non solo non sono in grado di influire sui mercati reali [...], ma soprattutto, se presi in considerazione da tali mercati, rischierebbero di offrire scenari del consumo e/o del commercio e/o della produzione gravemente [...] distorsivi.» pertanto, sostiene l'Autore da ultimo citato, la funzione speculativa dei derivati sarebbe tutta un'altra cosa, consistente nella creazione di un'apparenza (cioè, lo scambio fittizio) volta ad assegnare ricchezza a chi avrà "puntato" sul verso in cui andranno le cose nel "mondo reale", ossia a chi avrà azzeccato la previsione. Tuttavia, c'è chi (C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 51) precisa che tale prospettiva ha senso se si ritiene che le parti creino (con la stipula del derivato) *artificialmente* un rischio e, in definitiva, se si ha riguardo al *rischio* in senso *soggettivo*; ma, si fa notare, potrebbe ben adottarsi una diversa prospettiva, quella cioè di un *rischio* in senso *oggettivo*, cioè che *preesiste* alla stipula dell'accordo e che le parti intendono

Proprio su tale aspetto della speculazione, sulla sua reale natura, dovrà essere posta l'attenzione: non a caso la dottrina da ultimo citata afferma che «Se discutere, su un piano astratto e generale, della giuridicità di uno dei moventi principali dell'*homo aeconomicus* può sembrare provocatorio, in realtà, rappresenta l'unico metodo rigoroso per liberare da contaminazioni ideologiche questa materia ed individuarne, così, la posizione nei confronti dell'ordinamento. L'indagine, svolta sulle norme, prescinde dai profili relativi sia al ruolo che, in astratto, tale interesse assume nella fenomenologia negoziale tra causa e motivi, sia, in concreto, nei contratti derivati: con ciò [...] si vuole dimostrare che i valori emergenti dall'impianto normativo non sono per nulla incompatibili con la speculazione e il profitto nelle attività economiche.».<sup>179</sup>

A tal proposito, cioè, a proposito di "indagine svolta sulle norme" di cui parla l'Autrice in esame, la stessa avvia la propria analisi osservando come, nel nostro ordinamento, si individuino due gruppi di norme utili ai fini dell'indagine.

Un primo gruppo di norme regola lo scopo di lucro e la professionalità, l'oggetto tipico dell'attività di imprenditore e delle società e gli obblighi cui sono soggetti: le regole di cui agli articoli 2247 e 2082 del codice civile esprimerebbero l'esigenza che l'imprenditore persegua la economicità della gestione, poiché l'attività posta in essere deve seguire criteri di efficienza.<sup>180</sup>

---

gestire: tale sarebbe il rischio *già presente nel mercato* e, pertanto, *reale*. Per tale motivo, aggiungiamo noi, i derivati non sarebbero qualificabili come "scommesse" *tout court*.

<sup>179</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 118.

<sup>180</sup> *Ibidem*.

Il secondo gruppo di norme, invece, è costituito da quelle regole che attribuiscono rilevanza penale a determinati comportamenti fraudolenti: si fa riferimento all'art. 2628 c.c., dove si discorre di manovre fraudolente su titoli della società; all'art. 501 del codice penale (aggiotaggio); all'art. 501-*bis* c. p. (manovre speculative su merci); all'art. 138, d. lgs. n. 385/1993 (aggiotaggio bancario); e così via.

In breve, secondo la dottrina testé citata, dall'esame di tale gruppo di norme emergerebbe che oggetto di attenzione da parte del legislatore non sarebbe tanto la speculazione in sé, la quale si rivela essere fenomeno eminentemente economico e irrilevante, di per sé, per il diritto<sup>181</sup>; bensì «la lesione di altri soggetti portatori di interessi generali, attraverso lo svolgimento di attività fraudolente, irresponsabili e disoneste. Ove, infatti, la sete di profitto esca dalle regole e induca a compiere frodi che danneggino l'economia o altri soggetti direttamente interessati agli affari, allora vi sarà reato; *il punto di rilevanza ermeneutica si sposta dalla speculazione alla frode (c.n.)*». <sup>182</sup>

Si cita, a sostegno di tale tesi e del fatto che l'avversione per l'intento speculativo non ha alcun fondamento positivo, l'art. 3, n. 3 del codice del commercio del 1882, dove espressamente venivano annoverati tra gli atti di commercio l'acquisto e la rivendita di immobili a scopo di speculazione commerciale, suggellando, in tal modo, la corretta accezione del termine *speculazione* come di acquisto, al fine di rivendere, di attività reali o finanziarie allo scopo di trarne un profitto.<sup>183</sup>

---

<sup>181</sup> Ibidem.

<sup>182</sup> Ibidem.

<sup>183</sup> Ibidem.

Emergerebbe, in altri termini, in modo chiaro il favore dell'ordinamento verso forme di attività imprenditoriali realizzate con efficienza ed economicità, senza tuttavia giungere alla conclusione che sia stato accolto un modello di capitalismo puro.<sup>184</sup> Inoltre, difficilmente si potrebbe sostenere che il nostro ordinamento preveda l'illiceità di un negozio nel caso in cui i contraenti fossero spinti dall'intento speculativo.

Giustamente osserva tale dottrina che bisognerebbe abbandonare la prospettiva marcatamente ideologica piena di pregiudizi intellettuali e si dovrà, invece, comprendere a mente serena quali siano i valori espressi dalle norme del nostro sistema giuridico; l'interprete dovrebbe abbandonare la tradizionale ritrosia nei confronti di un'economia che cambia rapidamente.<sup>185</sup>

La dottrina da ultimo richiamata si interroga sul se e in che termini i moventi individuali (ad es., il fine speculativo o di copertura perseguito con uno *swap*) rilevino nel nostro ordinamento, a tal punto da configurare negozi differenti in base a finalità differenti e se sia pertanto giustificata una ricostruzione del medesimo *swap* diversa a seconda delle finalità perseguite, alla stregua di fattispecie contrattuali diverse l'una dall'altra.<sup>186</sup>

---

<sup>184</sup> Ibidem.

<sup>185</sup> Ibidem. L'Autrice, giustamente, continua affermando che «Per impostare correttamente l'indagine sulle caratteristiche del mercato nel nostro ordinamento, l'attenzione va rivolta alla stretta connessione esistente tra sistema economico, autonomia privata e negozio giuridico, nell'esame dei confini e dei limiti (*ex art. 41 Cost.*) dell'iniziativa economica privata e dell'autonomia privata.»

<sup>186</sup> Ibidem, p. 125.

Si osserva, innanzitutto, come anche indicato *supra*, che il meccanismo operativo di determinazione delle prestazioni delle parti contraenti risulta indifferente alle varie finalità perseguite con l'accordo.

La finalità speculativa potrebbe essere perseguita da entrambe le parti, divenendo un «interesse obiettivato nell'affare»<sup>187</sup> e tale swap si potrebbe contrapporre ad un altro tipo di swap che persegue finalità non speculative: ciò, tuttavia, non comporterebbe un automatico accostamento al gioco e alla scommessa, che sarebbe tutto da dimostrare.<sup>188</sup> E abbiamo visto come tale accostamento sia poco opportuno, essendo al massimo utile per analizzare le fattispecie e rendersi conto del perché *non si possano accostare* il gioco e la scommessa allo swap, foss'anche speculativo.

La finalità speculativa, poi, potrebbe rilevare solo come motivo e, pertanto, rilevarebbe solo nei casi previsti dalle norme, come nell'ipotesi di cui all'art. 1345 c.c., qualora l'intento speculativo dovesse concretarsi come motivo illecito comune ad entrambe le parti: tuttavia, si fa notare che anche tra coloro i quali dubitavano della tutelabilità da parte dell'ordinamento giuridico dell'intento speculativo non si è mai avanzata l'ipotesi della nullità del relativo accordo, bensì solo dell'applicabilità dell'art. 1933 c.c..

È verosimile -ulteriore ipotesi- che le parti possano concludere uno swap l'una con intento speculativo e l'altra con finalità di copertura: tuttavia, in tal caso, c'è chi tende a ridimensionare le conseguenze negative di una ricostruzione della fattispecie tale per cui sia

---

<sup>187</sup> Ibidem.

<sup>188</sup> Ibidem.

conseguente l'applicabilità dell'eccezione di gioco.<sup>189</sup> Se una delle parti persegue un intento speculativo e l'altra no, non sarà applicabile l'art. 1933 c.c.<sup>190</sup>

In conclusione, certa dottrina vorrebbe che se entrambe le parti stipulino uno *swap* con finalità di copertura, questo sarà tutelabile da parte dell'ordinamento; se solo una sia mossa da finalità di copertura mentre l'altra da finalità speculativa, stessa conclusione; se, infine, entrambe le parti sono mosse da intento speculativo, si applicherebbe la disciplina dei debiti di gioco.<sup>191</sup>

Appare pertanto evidente che, se è vero che è necessario indagare quale sia stato l'intento dei contraenti, è anche vero che quest'ultimo non emerge di per sé stesso dall'atto,<sup>192</sup> che non muta la propria struttura se esso sia posto in essere a fini di copertura o a fini speculativi.

---

<sup>189</sup> Ibidem. Ivi si richiama, inoltre, il pensiero di A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative e eccezione di gioco*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 86, ove si legge che, in tal caso, nel caso, cioè, in cui solo una delle parti sia mossa da un intento speculativo, «la presenza di siffatte caratteristiche non impone tuttavia la conclusione che a tali contratti risulta applicabile la disposizione di cui all'art. 1933, 1° comma, c.c.: come si è già rilevato, l'eccezione di gioco non può essere sollevata qualora il contratto realizzi -con l'interesse delle parti a conseguire un vantaggio per effetto della sorte- un ulteriore fine che l'ordinamento riconosce meritevole di piena tutela e in considerazione del quale esclude, con espressa previsione, la rilevanza dell'art. 1933 c.c.».

<sup>190</sup> Ibidem. Qui viene, inoltre, citata una decisione della giurisprudenza anglosassone che richiama le conclusioni testè rassegnate. Si legge in *Morgan Grenfell v. Welwyn Hatfield D.C.*, (1995) 1 All E.R. 1; HUDSON, *Swap and wagering contracts*, in *K.C.L.J.*, 1995-96, p. 129: «It is necessary to look at what was the interest or purpose or both of the parties to it since if one of them was not entering into the contract with the purpose of wagering then it would not be a wagering contract [...] Certain contracts are by their very character gaming or wagering contracts, such as a bet upon what horse will win a particular race. Entering into such a contract inevitably has the purpose of wagering. Other contracts may on their face appear to have nothing to do with any wager but it may be possible to prove that the purported contract was a sham and the true transaction was a wagering transaction. In between there are, [...] contractes which may or may not be wagering contracts, depending upon the interest of the parties and their purpose in entering into the particular contract. Interest rate swap contractes are such contractes (c.n.).».

<sup>191</sup> Come riportato in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 129.

<sup>192</sup> Ibidem.

Chi individua due strutture negoziali distinte, partendo dal medesimo oggetto contrattuale, sembra condizionato dalla valutazione funzionale complessiva dell'affare, ma sul piano della struttura contrattuale nulla si dice.<sup>193</sup>

Orbene, una volta appurata la non accostabilità dell'*interest rate swap* al gioco e alla scommessa; una volta appurato che l'eventuale fine speculativo è *ben lungi dall'essere considerato non degno di tutela giuridica da parte dell'ordinamento*; che la finalità di copertura o speculativa che ha mosso le parti dell'accordo *non incide in alcun modo sulla struttura del contratto, il quale rimane comunque un contratto di scambio*; una volta appurato tutto ciò, in relazione all'analisi svolta in questo paragrafo ci si sente di poter concordare con quella dottrina la quale sostiene che «Questa varietà di fini [di speculazione, di copertura, di arbitraggio] non si riflette sulla struttura contrattuale né informa la funzione negoziale, rimanendo indifferente rispetto alla ricostruzione del tipo (c.n.). La configurabilità di contratti di swaps, nei quali l'una parte è mossa da una data finalità e l'altra ne persegue, invece, una diversa, conferma la natura di motivi soggettivi - e per ciò stesso, imponderabili - degli intenti perseguiti dalle parti e, quindi, rilevanti soltanto nei limiti previsti dalla legge.

Queste considerazioni conducono a definire i confini del tipo swap, ricomprendendo anche i negozi conclusi con finalità speculativa nel tipo sociale cui fa riferimento l'art. 1 del d. legisl. 58/1998, *superando qualsivoglia questione sulla meritevolezza di tutela del contratto, posto in essere a questi fini (c.n.)*. Ciò non esclude [...] la possibilità che si

---

<sup>193</sup> Ibidem.

verifichino alterazioni, da valutarsi caso per caso, dello schema negoziale socialmente tipico. *La disciplina del tipo non sarà graduata in relazione alle diverse finalità se non in alcune ipotesi, espressamente previste, e a tutela di specifici interessi* (c.n.).

Anche il dato strutturale conferma queste conclusioni segnalando all'interprete che il congegno contrattuale di determinazione delle prestazioni segue, attraverso la fissazione dei parametri finanziari, regole tecniche "oggettive", in linea con l'andamento del mercato. *In alcun modo, di conseguenza, si può ritenere che l'oggetto o il meccanismo strutturale vari in funzione delle singole finalità che muovono le parti alla conclusione del contratto* (c.n.).

[...] La funzione realizzata dagli swap deve trovare un fondamento nel contratto in sé [...].».<sup>194</sup>

A ragione, poi, l'Autrice continua affermando che «La difficoltà incontrata dalla dottrina, nel disegnare lo scambio che si realizza negli swaps è determinata sicuramente dal peculiare meccanismo operativo dei contratti derivati, in attuazione del quale, le parti si scambiano due somme di denaro, ancorate a diversi parametri, ma che non ha ad oggetto alcuna *res* materialmente individuabile, né alcuna prestazione per così dire caratterizzante»<sup>195</sup>. Alla scarsa sensibilità dell'interprete per

---

<sup>194</sup> Ibidem.

<sup>195</sup> A tale osservazione a proposito della peculiarità della prestazione oggetto dello swap (una *somma di danaro*) sembra fare eco C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 90 ss., il quale osserva, inoltre, che il fatto che sia dedotta nel rapporto di swap una prestazione pecuniaria e che, pertanto, l'intera operazione economica verrebbe ad esaurirsi in una o più promesse di somme di danaro, porterebbe alla conclusione per la quale tali promesse si *giustificerebbero da sé*, nel segno di quella *astrattezza* che si contrappone dialetticamente alla *causa*. Per utilizzare l'esempio chiarificatore dell'Autore: in un contratto di assicurazione è vero che si prevedono a livello formale due obbligazioni pecuniarie, ma la *ragione* dell'operazione è quella di *dare sicurezza*, con la duplice conseguenza che l'impegno dell'assicuratore è anche quello di adottare le misure di

il continuo affinarsi della nozione di obbligazione pecuniaria si aggiungono l'antica polemica sui contratti differenziali e la pregiudiziale ideologica contro la speculazione, determinando non solo la confusione intorno alla rilevanza delle finalità individuali che muovono alla conclusione dell'atto, ma anche l'ondivaga ricostruzione del dato strutturale: a volte prestazione effetto di una compensazione, altre volte, posta di una scommessa ed in altri casi ancora, scambio caratteristico del contratto di compravendita.»<sup>196</sup>

#### **4.1.3.1. Sulle conferme giurisprudenziali e amministrative dell'irrilevanza della distinzione tra derivati negoziati nei mercati regolamentati e non e del rilievo giuridico della speculazione.**

Nel paragrafo precedente si è fatto cenno a quella dottrina che, tralasciando quanto sostenuto dagli Autori ad essa precedenti, ha formulato illazioni in merito alla causa speculativa, assimilandola al gioco e alla scommessa, dei derivati e negando di conseguenza tutela giuridica o a quelli conclusi per mera speculazione o, comunque, a quelli non negoziati fuori dai mercati regolamentati<sup>197</sup>. A tale corrente di

---

gestione imprenditoriale in grado di fornire la *sicurezza* ottenibile con la tecnica assicurativa e che il rischio dell'assicurato assume il significato di *presupposto causale dell'operazione*; in tale contratto, pertanto, lo scambio dei due impegni a contenuto pecuniario non troverebbe in se stesso la propria ragione ma, a causa della *neutralità* di tali impegni, in riferimento a rapporti *esterni* allo scambio. Questo non sarebbe dato riscontrare in un derivato che, sempre nelle parole dell'Autore, vuole di per sé presentarsi come una promessa o come uno scambio di promesse *allo stato puro*, che, cioè, non vuole giustificarsi altro che in se stesso e che, pertanto, *vuol prescindere dalla esigenza di verificare presupposti causali ad esso esterni*.

<sup>196</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 129.

<sup>197</sup> Sostiene sia rilevante, per una migliore intelligibilità dell'art. 23 T.u.f., la distinzione tra derivati negoziati nel mercato regolamentato e derivati *over the counter* C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 156 ss.. L'Autore si interroga sul senso di disciplinare in modo eguale situazioni ben differenti, dato che nel caso di derivati negoziati nei mercati regolamentati avrebbe senso *astrarre dalla causa*, considerato che gli stessi ben possono essere "astratti" in quanto inseriti - perchè, appunto, *negoziati* - in una *logica collettiva di mercato* (considerata tale astrattezza, poi, potendo ben essere ricondotti al gioco e alla scommessa, il legislatore ha evitato tale conseguenza con l'art. 23 T.u.f.); diverso il caso dei derivati *otc*, i quali sono strutturati in modo

pensiero si è obiettato riportando il pensiero di altra dottrina che, a ragione, ha avvertito le conclusioni raggiunte dalla prima.

A sostegno di tale ultima corrente dottrina, che ha sostenuto la non assimilabilità dei derivati e della eventuale loro finalità speculativa al gioco e alla scommessa e, pertanto, la loro piena liceità, sono intervenute conferme sia di tipo amministrativo che giurisprudenziali.

Tra le prime, si pensi a quanto sostenuto dagli Organi di Vigilanza che affermarono la piena liceità del derivato, la sua assimilabilità ai valori mobiliari, la loro soggezione alla disciplina in tema di intermediazione mobiliare e ripudiando, pertanto, qualsivoglia classificazione dei derivati in termini di gioco e scommessa.

---

per così dire *personalizzato*, *costruiti* sulle specifiche esigenze delle parti contraenti: in tal caso emergerebbe l'esigenza di individuare una causa concreta dell'accordo per evitare l'applicazione dell'art. 1933 c.c. L'Autore sostiene debba ricercarsi la ragione dell'assimilabilità dei secondi ai primi, ritenendo che questa sia da rinvenirsi nella possibilità che anche i secondi si inseriscano in una logica di mercato. Detto altrimenti, l'art. 23 T.u.f. andrebbe applicato *per definizione* ai derivati negoziati nei mercati regolamentati in quanto rispondenti ad una *logica oggettiva e collettiva di mercato* e ai derivati *otc*, *ma solo quando questi riproducano la medesima logica dei primi*. Con una esemplificazione dello stesso Autore: «[...] nelle operazioni di mercato, per tali intendendo ai nostri specifici fini quelle che si avvalgono dei meccanismi del mercato finanziario, il prezzo si pone per le parti come un *dato*: che esse certamente contribuiscono a definire con i loro ordini, ma che non risulta da una loro contrattazione individuale, presentandosi invece come *risultato complessivo e collettivo del mercato medesimo*. Sicché, se fra le funzioni di un mercato vi è quella di determinare, mediante il prezzo che in esso si forma, il valore dei beni ivi negoziati, caratteristica dei mercati organizzati [...] è che con essi si perviene a una loro essenziale coincidenza (fra valore e prezzo, cioè) anche per quanto concerne la singola operazione [...] in modo del tutto generico e impressionistico [...] se il prezzo è «giusto» quando corrisponde a quello definito dal mercato, in tal caso lo è per definizione. [...]»; ben potrebbe darsi che anche un derivato negoziato fuori dal mercato regolamentato replichi tale logica e, pertanto, non si vedrebbe perché non applicare anche a questo la disciplina dell'art. 23 T.u.f.: la *quotazione del mercato*, in altri termini, fungerebbe da *ragione* e da *limite* per l'applicabilità di tale articolo ai derivati *otc*. Qualora tali ultimi derivati non replicassero la logica suddetta, *andrà verificato in concreto*, ai fini dell'applicabilità dell'articolo 23 T.u.f., lo scopo dell'accordo che da tale logica di mercato diverge: *andrà ricercata*, in altri termini, l'eventuale funzione di *copertura*. Se anche tale funzione dovesse ritenersi assente e dovesse ritenersi sussistente una finalità *speculativa*, secondo l'Autore, dovrebbe a questo punto discorrersi, più che di applicabilità dell'art. 23 T.u.f./applicabilità dell'art. 1933 c.c., di *mananza di causa tout court*: un derivato *otc* che non replichi la logica del mercato in quanto *di copertura* ma che sia con finalità di *speculazione congegnata in modo tale da non determinarne gli esiti con riferimento alle condizioni oggettive del mercato*, non sarebbe neanche un «derivato» ai sensi dell'art. 23 T.u.f.

Nel 1992, ad esempio, già la Consob affermò, in merito al dubbio sull'applicabilità del più volte citato articolo 23 legge S.I.M. ai derivati non conclusi in un mercato regolamentato, che «l'art. 1 della l. n. 1/1991 non chiede [...] che detti contratti abbiano l'attributo dell' "uniformità", a differenza di quanto stabilisce l'art. 23 della medesima legge. Vi è d'altronde una logica giustificazione di questa differenza: mentre l'art. 23 disciplina un mercato secondario che richiede necessariamente l'uniformità dei prodotti scambiati, l'art. 1 ha lo scopo di riservare a soggetti professionalmente qualificati e sottoposti a vigilanza la conclusione di tali operazioni.».<sup>198</sup>

Anche il Consiglio di Stato affermò che «lo *swap* può essere ricondotto, in accezione lata, alla categoria - per la verità genericamente definita dal Legislatore - relativa agli strumenti finanziari collegate a valute e a indici di valute e sul piano sostanziale, pur non costituendo oggetto di investimento in senso stretto, è strumento utilizzato dagli investitori e offerto dagli intermediari mobiliari, con conseguente logica attrazione nell'ambito dell'attività disciplinata dalla legge n. 1 del 1991.».<sup>199</sup>

Anche la giurisprudenza successiva sembra essersi pacificamente orientata nel senso della piena validità e tutelabilità in sede giudiziaria degli *swap* e della loro non assimilabilità alle fattispecie del gioco e della scommessa.

---

<sup>198</sup> CONSOB, *com. n. 92000277* del 14 Gennaio 1992, citata in E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 262, il quale cita, sempre a proposito dell'irrelevanza della standardizzazione ai fini del riconoscimento della natura dei derivati come valore mobiliare, le comunicazioni nn. 91007444, 91007445, 91007446, 91007447 del 18.12.1991, n. 92000671 del 06.02.1992 e n. 95003811 del 09.05.1995, nn. 94011739 del 02.12.1994 e 93001309 del 24.02.1993.

<sup>199</sup> Cons. St., 10.05.1994 n. 525/94, in *Il Cons. di Stato*, 1995, I, p. 1328.

In tal senso, una delle prime sentenze che sostennero l'irrilevanza del fine speculativo fu quella del Tribunale di Milano, ove si legge che «l'intento di speculazione sul corso dei cambi nella convinzione di un apprezzamento della lira sul marco, appartiene alla sfera interna dei motivi che nulla hanno a che vedere con la causa del negozio in senso tecnico-giuridico», sostenendo inoltre che «il contratto di *swap* non ha natura di gioco o di scommessa, con conseguente inapplicabilità della disciplina per gli stessi previsti, e ciò anche quando lo stesso rivesta finalità meramente speculativa o comunque prescindendo dalla sussistenza di un collegamento tra l'operazione finanziaria ed un rapporto sottostante.».<sup>200</sup>

Anche una pronuncia arbitrale del 1996 si espresse in modo simile: «il nostro ordinamento conosce e disciplina il contratto di *swap* e tale riconoscimento risulta del tutto incompatibile con un regime che neghi l'azione per il pagamento dei debiti da esso derivanti.

*L'applicabilità dell'eccezione di "gioco" o di "scommessa" trova dei limiti non tanto nella misura più o meno accentuata dell'aleatorietà, quanto piuttosto nella complessa funzione causale realizzata dal contratto (c.n.).*

*Tale funzione, nel caso del contratto di *swap*, è diretta a realizzare una finalità ritenuta meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico (la soddisfazione di un'esigenza di garanzia) (c.n.).*

L'elemento aleatorio, infatti, non costituisce l'unica ragione che determina le parti alla conclusione del contratto, bensì, al contrario, costituisce lo strumento tecnico attraverso il quale si distribuisce il

---

<sup>200</sup> Trib. Milano, 20.02.1997, in *Gius*, 1997, p. 1263.

rischio dei cambi su una massa di soggetti. L'eccezione di "gioco" o di "scommessa" non è, quindi, invocabile per quei contratti che, come lo *swap*, utilizzano l'alea per perseguire e realizzare funzioni ed esigenze economiche complesse ed articolate (quale la neutralizzazione del rischio valutario o finanziario) ma sicuramente meritevoli di tutela.»<sup>201</sup>

Le successive pronunce giurisprudenziali accoglieranno la tesi di quella dottrina<sup>202</sup> che ha sostenuto la contraddittorietà di una interpretazione volta all'inapplicabilità dell'esenzione di cui all'art. 23, comma 4°, legge S.i.m.. In una pronuncia del 1998, si legge infatti che «[la disposizione di cui all'art. 23, comma 4°, le. S.i.m.] ripresa successivamente dall'art. 18 del d. lgs. n. 451/96, incastonandosi nella disciplina della attività della società di intermediazione, è volta ad evitare che possa essere adoperata l'eccezione in esame nell'ambito di un rapporto negoziale che è autorizzato e disciplinato da una legge dello Stato. Non avrebbe senso che, debitamente disciplinata l'attività delle società di intermediazione mobiliare, questa medesima attività, avente ad oggetto tipologie negoziali riconosciute dal legislatore come perfettamente legittime, possa rimanere vulnerata da chi, eccependo quanto previsto dall'art.

---

<sup>201</sup> Così Coll. Arb., 26.03.1996, in *Banca, Borsa e tit. crec.*, 1996, II, p. 669. In senso analogo si veda Coll. Arb. 19.07.1996, in *Riv. di dir. priv.*, 1997, p. 576, ove si legge che «Le leggi, la giurisprudenza interna, le circolari e le comunicazioni di Consob, Banca d'Italia, Ministero del Tesoro e le norme comunitarie hanno reiteratamente e esplicitamente definito e qualificato il contratto di *swap*, ne hanno fissato le caratteristiche e le funzioni, ne hanno chiarito contenuto ed effetti, ne hanno disciplinato le modalità operative. Tutto ciò ha forgiato una struttura negoziale che respinge l'applicabilità alla specie delle regole proprie dei contratti di scommessa, qualificati come strumenti di azzardo e di alee fini a sé stesse e svincolata da qualsiasi funzione che caratterizza i contratti di *swap* e i derivati in genere. [...] Tra i contratti di *domestic currency swap* e i contratti di gioco e di scommessa esiste una *differenza incolmabile* (c.n.): è ben diverso lo scopo di chi intende migliorare i risultati di operazioni sostanzialmente di scambio e concorrere alla formazione di nuova ricchezza per equilibrare le differenze da chi si affida alla mera alea per lucrare speculativamente e cioè rimettendosi alla mera sorte, partecipando a giochi d'azzardo e di scommesse.».

<sup>202</sup> Tra cui E. GIRINO, *Future, option, swap commercial papers - Aspetti finanziari, contrattuali e giuridici*, 1988, Milano.

1933 Codice Civile, voglia "scaricare" ogni rischio, connesso all'attività sui mercati mobiliari, sulla controparte negoziale che pretenda l'esecuzione di quanto direttamente deriva dalla esecuzione del contratto.».<sup>203</sup>

Anche la Cassazione aveva posto, già un anno prima rispetto alla pronuncia testé menzionata, l'irrilevanza della differenza tra contratti standardizzati e non, negoziati in mercati regolamentati e non, ai fini della sussunzione di tutti i derivati nella fattispecie di cui all'art. 1, l. 02.01.1991, n. 1: si legge in tale pronuncia che « l'art. 1, l. 02.01.1991, n. 1, dopo aver annoverato fra le attività di intermediazione mobiliare regolate dalla stessa quelle aventi ad oggetto veri e propri titoli di investimento, lett. a), ed altre per le quali la negoziabilità è meramente eventuale, pone un'esplicita regola di assimilabilità, ai "valori mobiliari", di altri specifici strumenti, fra i quali, non ponendo la norma in questione alcun requisito di standardizzazione e negoziabilità in mercato aperto, rientra senz'altro il cosiddetto contratto di *swap*.».<sup>204</sup>

La successiva giurisprudenza di merito si schiererà per l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. agli *swap* stipulati per mera speculazione e per la non assimilabilità di questi ultimi al gioco e alla scommessa.<sup>205</sup>

---

<sup>203</sup> Trib. Torino, 10.04.1998, in *Contr.*, 1999, I, p. 46.

<sup>204</sup> Cass., 14.11.1997 n. 11279, in *Foro It.*, 1998, p. 3292.

<sup>205</sup> Si veda, ad esempio, quanto affermato in App. Milano, 26.01.1999, in *I Contr.*, 2000, p. 257: «L'eccezione di gioco di cui al citato art. 1933, primo comma, trova applicazione solo quando il contratto soddisfa esclusivamente l'interesse a conseguire un guadagno per mero effetto di un'attività di tipo ludico o puramente aleatoria: qualora invece il contratto realizzi anche interessi ritenuti dall'ordinamento meritevoli di tutela, i diritti di credito che ne derivano possono essere fatti valere in giudizio... può quindi fondatamente ritenersi che il contratto a termine su valute, concluso da un soggetto abilitato all'esercizio dell'attività bancaria e di intermediazione mobiliare, rientra nell'ambito dell'attività tutelata dall'ordinamento e vale ad escluderla da quel giudizio di scarsa meritevolezza che è sotteso alla disciplina riservata al

In conclusione, si può a ragione sostenere che «L'ordinamento dunque riconosce e legittima [...] la speculazione intesa [...] quale atto a contenuto economico (dunque, non ludico), che insiste parimenti su grandezze economiche (dunque, non su eventi casuali patrimonializzati solo per volontà di parte), che impiega l'alea quale mezzo (dunque, non quale fine) per esprimersi negozialmente e che si avvale dell'astrattezza quale semplice criterio per sintetizzare i preesistenti valori economici e non già per chiamarsi al di fuori di essi.»<sup>206</sup>

### **5. L'*interest rate swap* e la funzione di copertura.**

Ciò che caratterizza tutti i derivati, nonché lo *swap* oggetto del presente studio, è l'incertezza connessa alle fluttuazioni che le grandezze economiche di riferimento possono assumere nel tempo: il derivato viene negoziato al fine di assicurare all'operatore un certo risultato rispetto alla variazione futura del valore di un bene. Il punto centrale è l'effetto modificativo della situazione economico-finanziaria dell'investitore rispetto alla condizione in cui lo stesso si verrebbe a trovare in assenza della stipulazione del derivato.

Tale caratteristica del derivato lo rende idoneo ad una molteplicità di funzioni, una delle quali è quella *protettiva*.

Indicata anche con il termine *hedging*, la funzione in esame si riferisce all'attività volta al controllo del rischio di un evento futuro e incerto, che nella specie si sostanzia nella variazione del valore di un bene o di una grandezza economica.

---

gioco e alla scommessa.». Ancora, secondo Trib. Milano, 03.04.2004, in *Giur. Comm.*, 2004, II, p. 530 «I contratti di *swap* meramente speculativi esulano dalla previsione di cui all'art. 1933 c.c.».

<sup>206</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 267.

Volendo fare un esempio, si pensi ad un operatore il quale ritenga che un certo titolo, oggi quotato a 100, sarà soggetto ad un rialzo nei successivi sei mesi: il suddetto operatore, allora, per prevenire tale effetto indesiderato, stipulerà, sempre a titolo di esempio, un *future*, impegnandosi ad acquistare, dopo sei mesi dalla stipula, lo stesso titolo ma al prezzo di 100.

La dottrina ha individuato e analizzato sia la *copertura del rischio di interesse*, sia la *copertura del rischio di cambio*.<sup>207</sup>

Quando si discorre di "rischio di interesse" si intende far riferimento, solitamente, all'eventualità che l'investitore in titoli a tasso fisso, in seguito alla salita dei rendimenti, veda il proprio investimento diminuire di valore, incorrendo in perdite se costretto a liquidare le proprie attività finanziarie prima della scadenza.<sup>208</sup>

«Il rischio di interesse, cui in questo caso si attribuisce la configurazione di rischio di investimento, si rifletterebbe sul prezzo di realizzo: esso risulterebbe inferiore al valore nominale, di una somma che si quantifica sulla base della differenza fra gli accresciuti tassi di mercato ed il tasso cui è vincolato ciascun titolo, ignorando, per semplicità, il reddito che deriverebbe dal reinvestimento degli interessi ed i risvolti fiscali. A prescindere dalla liquidazione forzata delle attività finanziarie, il rischio di investimento si caratterizza come costo-opportunità, in quanto rischio di mancare opportunità di investimento a tassi di mercato più elevati senza perdite patrimoniali. [...]

---

<sup>207</sup> M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, 1990, p. 83 ss..

<sup>208</sup> *Ibidem*.

Il rischio di variazioni dei tassi di interesse [...] interagisce con il rischio monetario, che si sopporta in relazione all'adeguatezza del tasso su attività finanziarie a ricostruire la graduale erosione, provocata sul loro valore dal processo inflazionistico: l'aumento dei tassi di mercato, nel rendere relativamente esiguo il parametro di tasso fisso concordato fra creditore e debitore, riduce il premio, in termini reali, che il primo percepisce per la rinuncia alla liquidità.»<sup>209</sup>

Tutti gli investitori e tutti coloro che sono coinvolti in transazioni finanziarie, a prescindere da una eventuale emissione di un titolo, sopportano un simile rischio, insito in ogni scambio creditizio ove vi è - appunto - lo scambio tra una prestazione certa (l'esborso di moneta del creditore) e la prestazione della controparte, incerta in quanto il debitore potrebbe rivelarsi inadempiente, inoltre, sarebbe incerta anche in relazione a quest'ultimo, «in termini reali, poiché all'atto della negoziazione possono solo formularsi ipotesi, in merito alla variazione del potere d'acquisto della moneta nel periodo intercorrente fra l'assunzione e l'adempimento dell'obbligazione. Il rischio concerne l'eventualità che le condizioni fissate per il prestito si rivelino relativamente onerose, in rapporto all'evoluzione economico-finanziaria, come avverrebbe se i rendimenti imboccassero una brusca ed accentuata discesa.»<sup>210</sup>

---

<sup>209</sup> Ibidem.

<sup>210</sup> Ibidem.

Da qui l'esigenza di copertura del rischio di interesse e la conseguente diffusione di strumenti a tasso variabile e di durata contrattuale più breve.<sup>211</sup>

E si avverte l'ulteriore esigenza di perseguire condizioni accettabili *ex ante*, anche in relazione ai rischi impliciti nelle singole transazioni.

Ed è proprio in questa circostanza che assumono importanza gli *swap* come tecnica di *hedging*, «e, specificamente, come strumenti che traggono origine dalla separazione di componenti di rischio dal contratto finanziario principale: quali parti, che si dissociano in questo processo di *risk unbundling*, le operazioni in esame hanno un proprio prezzo e circolano separatamente. Ai debitori ed ai creditori, che resterebbero esposti ai rischi propri delle rispettive posizioni, si appresta un'assicurazione, in senso atecnico, contro eventi avversi (c.n.), allorchè si connettano ai negozi creditizi transazioni di diversa natura, quali gli *swap*, che si svolgono in distinti segmenti di mercato.»<sup>212</sup>

L'utilità degli *interest rate swap* risiede, per l'appunto, nel fatto che «si conferisce autonomia al rischio di interesse, che trova copertura, in relazione alle condizioni pattuite.»<sup>213</sup>

Grazie alla possibilità di "trasformare", per mezzo dell'*interest rate swap*, la modalità di determinazione degli interessi, «diventa meno pregnante il suo ruolo nelle scelte relative all'assunzione di attività e passività finanziarie.».

---

<sup>211</sup> Ibidem.

<sup>212</sup> Ibidem.

<sup>213</sup> Ibidem.

Questo strumento estremamente duttile, in breve, viene incontro alle esigenze economiche di tutti coloro i quali operano in attività finanziarie: ad esempio, i creditori riescono a stabilizzare il rendimento dei propri impieghi, grazie a *swap* che permettono loro di obbligarsi a flussi indicizzati contro flussi a tasso fisso.<sup>214</sup>

A tal proposito, la dottrina citata sottolinea l'utilità degli *interest rate swap* al fine di ponderare in forma separata il rischio del tasso di interesse, in relazione a poste di bilancio espresse in valute differenti, dal momento che sembra poco realistico che tassi di monete differenti fluttuino sempre e solo simultaneamente, con pari intensità e nello stesso senso.<sup>215</sup>

«Così, il rischio di interesse si potrebbe coprire con *interest rate swap* espressi nelle diverse valute, per singole fasce temporali: fra l'altro, si conseguirebbe il vantaggio - di non poco conto - di neutralizzare l'esposizione con un numero di operazioni limitato, rispetto a quelle che confluiscono nella gestione e che concorrono a determinare la posizione netta di rischio.»<sup>216</sup>

Come si è detto all'inizio del presente paragrafo, esiste anche uno specifico *rischio di cambio*, connesso ai movimenti su tassi di interesse di una valuta, che si ripercuotono sul valore della valuta stessa. Tale rischio è tipicamente connesso alle transazioni internazionali. Si pensi al c.d. rischio-Paese, dato che il creditore deve saper valutare, insieme alla solvibilità del debitore, anche la situazione generale della bilancia dei

---

<sup>214</sup> Ibidem.

<sup>215</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 90.

<sup>216</sup> Ibidem.

pagamenti ed eventuali sconvolgimenti politici del Paese del suo debitore.<sup>217</sup>

«[Pertanto] È comprensibile che l'esigenza di neutralizzare il rischio di cambio diventi più pressante, man mano che le scadenze delle operazioni in valuta si allungano, che la loro frequenza si intensifica e che il loro importo cresce: per le aziende [coinvolte in qualsiasi modo in affari condotti in valuta diversa dalla propria] [...] la copertura del rischio di cambio rappresenta, in un certo senso, una polizza sulla vita.»<sup>218</sup>

Da qui l'esigenza di utilizzare gli *swap* con finalità di *hedging*: ad esempio, grazie ad un *currency swap* un importatore, se accede ad agevolazioni creditizie in valuta, con un simile accordo riuscirebbe a finanziarsi a tassi preferenziali senza dover sopportare il rischio di cambio, dato che la valuta ottenuta in prestito verrebbe trasferita alla controparte che ne abbisogna, contro i fondi che questa raccolga nella moneta nazionale dell'importatore.<sup>219</sup>

### **5.1 ...e la sua analogia con la funzione assicurativa.**

L'analogia della funzione di copertura con la funzione assicurativa, ha spinto la dottrina ad interrogarsi sulla funzione del derivato e a chiedersi se vi fosse o meno, oltre ad una analogia di funzione col contratto di assicurazione, la possibilità -di conseguenza- di applicare la disciplina del secondo contratto al primo.

---

<sup>217</sup> Ibidem.

<sup>218</sup> Ibidem.

<sup>219</sup> Ibidem.

La dottrina è concorde nel sostenere che tra i derivati e il contratto di assicurazione vi siano delle differenze tali da non permettere una sovrapposizione tra i due contratti.

C'è chi<sup>220</sup> sostiene che la funzione di *hedging* corrisponde ad un modello di tutela finanziaria ispirato, sì, al modello assicurativo, ma più evoluto e financo totalizzante, estremo. L'operatore, secondo l'Autore, non paga un premio per proteggersi contro l'evento futuro e incerto, bensì pone in essere un accordo che lo espone, al contempo, ad un possibile vantaggio di copertura totale del rischio e all'eventualità della sopportazione totale del rischio di segno opposto.

Altri ancora<sup>221</sup>, pur volendo contestare sul piano giuridico la fondatezza di una prospettiva ermeneutica che ravvisi un rapporto di tipo assicurativo nell'ambito del modello contrattuale in esame, sostiene che non può essere contestata almeno l'esistenza di un'operazione di tipo assicurativo in senso tecnico-economico: non sembra, all'Autrice testé citata, che sia possibile ravvisare, al netto e nei limiti di quest'ultimo, ulteriori riferimenti al contratto di assicurazione.

C'è poi chi<sup>222</sup>, rilevata una certa similarità della finalità di copertura del rischio connessa al contratto di assicurazione e allo swap, esamina le diverse vie attraverso le quali, in entrambi i contratti, si perviene tecnicamente a tale obiettivo.

---

<sup>220</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 25.

<sup>221</sup> R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 404.

<sup>222</sup> B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 619.

Nell'assicurazione, sostiene l'Autore della posizione adesso presa in esame, con l'applicazione delle tecniche attuariali, attraverso la ripartizione dei rischi dei singoli tra la massa degli assicurati e sulla base del calcolo relativo alla misura della ripartizione del rischio (il quale ultimo è proporzionale al numero degli assicurati e all'entità del fondo premi), si calcola l'ammontare del premio dovuto dall'assicurato, il quale oltre a dover uguagliare il valore statistico medio dell'impegno del rischio verso l'assicurato, sarà gravato delle spese sostenute dall'assicuratore e dal relativo margine di utile.

L'Autore non manca di sottolineare che anche nel contratto di swap non può essere esclusa la possibilità che la banca concretamente faccia fronte ai rischi assunti con la massa delle prestazioni per le quali i clienti delle operazioni di swap si sono obbligati nei confronti della banca; tuttavia, rileva anche che allo stato attuale non sembra sia rinvenibile nell'attività di swap l'utilizzo delle tecniche attuariali al fine di distribuire i rischi, pur non escludendo che un simile meccanismo possa essere adottato in futuro per il controllo dei rischi risultanti dall'attività di swap.

L'Autore da ultimo citato si sofferma, poi, sempre al fine di sottolineare le differenze tra lo swap e il contratto di assicurazione, sulla natura del «premio»: mentre quest'ultimo, nell'assicurazione, si concreta nel pagamento, in misura fissa, di una somma quale corrispettivo della copertura del rischio (somma calcolata, si ricordi, anche tramite tecniche attuariali), nello swap non può proprio parlarsi di «premio», perché in quest'ultima tipologia contrattuale il corrispettivo dovuto dal cliente sarà costituito, a secondo dell'esito dell'alea, da una prestazione

pecuniaria pari in sostanza al vantaggio che a lui sarebbe derivato dalle variazioni dei cambi o dei tassi di interesse, vantaggio questo del quale il cliente si priva a favore della banca per la copertura del rischio inverso.<sup>223</sup>

L'Autore sostiene che si debba tener ben presente, pertanto, la differenza tra contratto e impresa: per le imprese assicuratrici, così come per le banche che esercitano operazioni di swap, le diverse tecniche di controllo del rischio possono consentire una così ampia redistribuzione dello stesso da eliminare o, quantomeno, neutralizzare le diseconomie connesse alla aleatorietà che si accompagna a tali operazioni. In entrambi i casi, tanto il contratto di assicurazione e lo swap, in sé considerati, presentano comunque i caratteri tipici del contratto aleatorio.<sup>224</sup>

Infine, attenta dottrina<sup>225</sup>, sottolinea come l'accostamento dello swap al contratto di assicurazione implicherebbe una sorta di connessione dello stesso swap col rapporto sottostante, il quale risulterebbe così presupposto indefettibile, criterio di esistenza (in quanto criterio di configurabilità e di misura) delle obbligazioni dedotte in contratto.<sup>226</sup>

---

<sup>223</sup> «In sostanza, è questo il cuore del meccanismo corrispettivo ed aleatorio del contratto di swap: la sicurezza di ottenere dalla banca una somma di denaro in grado di neutralizzare gli svantaggi subiti per effetto del non favorevole corso dei cambi o degli interessi.». Così B. INZITARI, *op. ult. cit.*, p. 618.

<sup>224</sup> Ibidem.

<sup>225</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, pp. 182 e ss..

<sup>226</sup> Ibidem, dove si legge che «L'irrelevanza, nella ricostruzione tipologica, di eventuali rapporti obbligatori sottostanti allo swap, unitamente alla inconfigurabilità di una relazione biunivoca tra finalità individuale e struttura contrattuale hanno indotto ad escludere il rischio finanziario - oggetto di gestione- dagli elementi della fattispecie.».

L'Autrice suggerisce di puntare l'attenzione su una prima differenza, apparentemente meramente terminologica, tra il contratto di assicurazione e lo swap: la «gestione del rischio finanziario», scopo perseguito tramite i derivati, è inteso come perseguimento delle varie finalità (siano esse di copertura, di arbitraggio o di speculazione) suscettibili di incidere sulla esposizione al rischio che deriva dalle quotazioni di cambi, interessi, azioni o merci, che ciascuna parte tende ad attuare per conto proprio grazie a quel particolare meccanismo contrattuale costituito dallo swap; nel contratto di assicurazione, invece, si parla di trasferimento -o copertura- di un rischio da un singolo ad un imprenditore che gestisce professionalmente una pluralità di contratti, secondo la legge dei grandi numeri: l'impresa assicurativa, infatti, per mezzo delle tecniche attuariali, gestisce il rischio individuale trasformandolo in rischio collettivo. Da una parte, l'assicurato trasferisce il proprio rischio di un danno sull'impresa assicuratrice, riducendo il suo impegno patrimoniale ad una somma costituita dal premio, mentre l'assicuratore, per parte sua, neutralizza i rischi attraverso l'applicazione delle tecniche assicurative. In breve, secondo il pensiero dell'Autrice testé citata, il procedimento tecnico-attuariale, idoneo a disperdere i singoli rischi e che diviene elemento integrante della fattispecie del contratto di assicurazione, caratterizza la funzione tipica di tale contratto.

La differenza con la disciplina relativa agli intermediari che svolgono l'attività di swap sarebbe evidente: i caratteri di tale ultima attività,

infatti, nonché la disciplina della stessa, non incidono sull'atto, in quanto non contribuirebbero alla configurazione tipica dello swap.<sup>227</sup>

Ancora, la funzione assicurativa sarebbe attuata nei confronti di un cliente, mentre nello swap la posizione delle parti è analoga e reciproca; in relazione al contenuto dell'obbligazione, poi, la prestazione dell'impresa assicuratrice sarebbe subordinata al verificarsi di un evento futuro e incerto, mentre nel contratto di swap le prestazioni sarebbero determinate nell'*an* e nel *quantum*.

Si osserva, in aggiunta, che dall'analisi degli articoli 1895, 1897 e 1898 del codice civile emerge che la stretta relazione esistente tra rischio e premio, secondo le regole attuariali, è dotata di rilevanza giuridica e che il premio «non assume un generico senso di corrispettivo, ma un preciso significato tecnico, postulando il riferimento al rischio collegato ad una massa di rischi omogenei»<sup>228</sup>; la prestazione dell'assicuratore, poi, è commisurata all'entità del danno verificatosi nella sfera patrimoniale dell'assicurato.

«L'essenzialità del rischio, a pena di nullità, e il criterio di determinazione della prestazione dell'assicuratore sono dati radicalmente diversi da quelli emergenti nella fenomenologia negoziale degli strumenti finanziari derivati e del contratto di swap in particolare. In esso, infatti, non si svolge alcuna indagine sulla complessiva situazione finanziaria dell'altra parte, né è oggetto di verifica se la

---

<sup>227</sup> Ibidem.

<sup>228</sup> Ibidem. Il virgolettato è tratto da A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, 1964, pp. 383 ss..

gestione del rischio di una variazione sfavorevole dei parametri finanziari sia rispondente alle peculiari esigenze di ciascuno...».<sup>229</sup>

Si sottolinea, inoltre, come nel contratto di swap non assumano alcuna rilevanza le conseguenze ex post delle modalità di manifestazione del rischio e non esiste, per tal motivo, alcuna connessione tra la prestazione e il risarcimento del danno, connessione propria, invece, del contratto di assicurazione: come sostiene l'Autrice «Quale che sia l'andamento dei parametri di riferimento, quale che sia -e se vi sia- il rischio che le parti corrono, l'obbligazione che ciascuno assume non è di indennizzare l'altro delle perdite subite, bensì di corrispondere una obbligazione pecuniaria, determinata in dipendenza di indicatori finanziari, contrattualmente previsti [...]; peraltro, che quei valori, scelti o calcolati secondo formule matematiche, siano in linea con le attese, rimane un elemento di fatto, ininfluenza sul contenuto e sulle obbligazioni delle parti [...]. Ben diversa è la situazione dell'impresa assicuratrice, la quale, da un lato, può calcolare il rischio del verificarsi di uno specifico evento, con una determinata probabilità media; dall'altro, ove l'evento si verifichi in tempi o in misura non rispondenti alle attese, dovrà comunque risarcire il danno nell'ammontare effettivamente verificatosi...».<sup>230</sup>

La logica dello swap non è riconducibile, sostiene l'Autrice, neanche in termini economici a quella di un contratto di assicurazione: non c'è, nel primo, la reciproca mutualità, bensì creazione di parametri finanziari in linea con le proprie esigenze.

---

<sup>229</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 184 ss..

<sup>230</sup> *Ibidem.*

In conclusione, dall'analisi delle posizioni della dottrina qui riportate - senza pretesa di completezza-, si ritiene di poter concordare con quanti sostengono l'impossibilità di sovrapporre la tipologia contrattuale dello swap a quella del contratto di assicurazione, vuoi per le peculiarità dei soggetti parti contraenti, vuoi per quanto riguarda le diverse finalità di entrambe le tipologie contrattuali, vuoi per quanto riguarda i criteri di determinazione dell'oggetto della obbligazione, vuoi per quanto riguarda la struttura di entrambe le fattispecie.<sup>231</sup>

## **6. L'*interest rate swap* e la funzione di arbitraggio.**

Una ulteriore funzione svolta dall'*interest rate swap* è quella di arbitraggio, facendo riferimento con tale termine alle operazioni che si sostanziano nello spostamento di fondi da un mercato all'altro, per vari motivi.<sup>232</sup>

---

<sup>231</sup> Per alcuni spunti problematici scaturenti dall'accostamento degli swap al contratto di assicurazione, C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 66 ss. . In queste pagine l'Autore scrive che «Si osserva spesso che con i derivati emerge una tecnica di «gestione dei rischi» basata su criteri diversi da quelli utilizzati da altre tecniche [...] come in particolare l'assicurazione: nel senso che, mentre questa provvede a tal fine essenzialmente sulla base della legge dei grandi numeri, facendo quindi riferimento ad una massa di rischi omogenei e applicando i criteri di calcolo attuariale, i derivati provvedono alla valutazione del rischio mediante la sua quotazione nel mercato, in definitiva sulla base della legge della domanda e dell'offerta [...] un [tale] confronto del tutto stilizzato, non [è] tale da oscurare le molteplici *nuances* che debbono rivelarsi nella concreta realtà operativa: se non altro in quanto neppure al settore assicurativo è di per sé estraneo, specie quando si tratta di rischi a carattere singolare e di rilevanti implicazioni economiche, un ruolo della legge della domanda e dell'offerta, una quotazione perciò non soltanto secondo criteri attuariali; mentre anche per la prassi dei derivati sono rilevanti sia esigenze di distribuzione dei rischi, facendo così riferimento a masse di operazioni, sia il ruolo di calcoli probabilistici. [...] Mentre con la tipologia assicurativa, anche quando la singolarità o la dimensione del rischio non consentono una piena utilizzazione dei metodi attuariali, e diviene quindi necessaria una negoziazione del premio, il rischio resta pur sempre considerato per il suo significato di (riferirsi a) *un fatto* e non come elemento che rileva per l'andamento di un mercato e lo influenza. *In definitiva, penso, deve considerarsi estraneo alla ricercata tipologia dei derivati il riferimento a singoli fatti, pur valutabili in termini di rischio, privi di rilevanza per il mercato; così come sarebbe estraneo a quella assicurativa riferirsi a vicende, pur potenzialmente produttive di danno, il cui significato si esaurisce nell'evoluzione del mercato (c. n.).*».

<sup>232</sup> M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, 1990, p. 105.

Di tale finalità si è fatto cenno al paragrafo n. 1 del presente lavoro.

Si prenda come punto di riferimento la capacità oggettiva di credito di alcune aziende e si consideri l'ipotesi che due aziende differiscano tra di loro per la diversa capacità che ha ognuna di approvvigionarsi nel mercato del credito.

Ciascuna di queste aziende riesce ad accedere a segmenti di mercato diversi in base anche alla propria struttura finanziaria e redditività prospettica.

Ciascuna ha la possibilità di spuntare tassi differenziati anche a seconda dei finanziatori ai quali fa ricorso.

Si faccia l'esempio<sup>233</sup> delle imprese giapponesi, che reputano accettabili quozienti di indebitamento che appaiono elevati ai finanziatori americani. Così, le imprese giapponesi, che volessero approvvigionarsi in dollari per le loro consociate negli Stati Uniti, in questo Paese dovrebbero sobbarcarsi un alto premio per il rischio che viene loro associato mentre riuscirebbero a finanziarsi a tassi preferenziali raccogliendo nel mercato interno yen e "convertendoli" nella valuta desiderata.<sup>234</sup>

Ed è proprio sulla capacità di riconoscere e sfruttare la convenienza relativa dei tassi praticati nei diversi mercati che ha trovato terreno fertile l'utilizzo degli *interest rate swap*.

---

<sup>233</sup> Tratto da M. MORI, *Swap - Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, 1990, p. 106.

<sup>234</sup> Ibidem.

Tali ultimi accordi «hanno tratto impulso dalle discrepanze fra mercati, quali quello obbligazionario e quello del credito a breve: gli investitori si mostrano più prudenti e conservatori delle banche, nell'accordare credito alle imprese, acquisendo obbligazioni, rispetto alle quali i prestiti a breve sono percepiti come meno rischiosi, perché rinnovabili più di frequente; d'altra parte, il sistema bancario ha una maggiore "confidenza" nella propria capacità di ponderazione dei rischi rappresentati dai mutuatari, ancorché sulla negoziazione dei tassi non influisca solo il loro *rating* e questo non riceva un peso costante. Di conseguenza, il differenziale fra il costo del denaro presso le banche di due imprese, le quali implicino rischi diversi, tende ad ampliarsi sul *bond market*.»<sup>235</sup>.

Esistono pertanto opportunità, meritevoli di essere sfruttate, di raccolta di fondi da parte di ciascuna impresa nel mercato presso il quale può realizzarsi il rispettivo vantaggio comparato: un *interest rate swap*, specificamente strutturato e concluso sulla base dei debiti negoziati da ciascuna impresa, «garantirebbe il conseguimento della formula di *funding* più gradita a ciascuna, se diversa da quella direttamente più vantaggiosa. [...]

[...] L'*interest rate swap*, costruito su questi prestiti [sui prestiti, cioè, della singola impresa] permetterebbe di sfruttare il vantaggio comparato e di "convertire" la modalità di pagamento degli interessi relativamente meno onerosa in quella desiderata da ambo le parti.

---

<sup>235</sup> Ibidem.

La "trasformazione" del parametro di tasso, da fisso a variabile o viceversa, nella quale si ravvisa un effetto tipico degli *interest rate swap*, ne caratterizza la fisionomia di tecnica di arbitraggio. Ad esempio, società prive dei requisiti (anche solo di notorietà, non necessariamente di *standing*) per attingere alle risorse a tasso fisso offerte dal mercato obbligazionario, grazie agli *swap*, vi pervengono, in contropartita con società interessate a corrispondere flussi ancorati a parametri di tasso variabile.»<sup>236</sup>.

Grazie agli *interest rate swap* si potranno combinare le opposte esigenze delle due imprese, una delle quali ha accesso privilegiato a fondi a tasso fisso mentre l'altra no o, comunque, riesce a negoziare prestiti solo ad un tasso superiore a quello dell'altra parte. Si realizzano così le preferenze di imprese che, per quanto possano negoziare prestiti a tasso fisso in condizioni privilegiate, optano tuttavia per l'indebitamento a tasso variabile, sia per un'esigenza relativa alla struttura dei propri investimenti sia perché spera nella discesa dei tassi: d'altra parte, il vantaggio di cui gode quest'impresa nell'accesso a prestiti a tasso fisso a condizioni privilegiate, verrebbe "condiviso", grazie proprio all'*interest rate swap*, con un'impresa che vorrebbe indebitarsi a quel tasso fisso cui si indebita l'altra parte e che troverebbe, però, molto più oneroso negoziare un simile prestito direttamente. Di fatto si realizza uno scambio: un tasso fisso privilegiato contro un tasso variabile privilegiato.<sup>237</sup>

---

<sup>236</sup> Ibidem.

<sup>237</sup> In questo senso, M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 109.

Inoltre, il ricorso all'*interest rate swap* come tecnica di arbitraggio favorisce i "profitti da arbitraggio", cioè diminuisce il costo del *funding*.

Ad esempio, con un *interest rate swap* si potrebbe attuare «un arbitraggio fra il mercato obbligazionario e quello dei prestiti bancari, operandosi la distribuzione fra le parti dello *spread*, rappresentato dal vantaggio comparato: cambiando l'ordine dei fattori, a questo margine assommerebbe il risparmio che [...] verrebbe conseguito dall'uno e dall'altro contraente, rispetto al tasso negoziabile direttamente per la modalità desiderata, ipotizzandosi un'equa suddivisione del vantaggio. Se ne trae una dimostrazione per la tesi secondo la quale, con gli *swap*, le imprese possono approfittare di imperfezioni, che permeano la formazione dei tassi su operazioni di finanziamento, senza che ne abbia a soffrire la loro gestione del passivo.»<sup>238</sup>.

Detto in altre parole: due imprese, nello stipulare un *interest rate swap* tra loro con finalità di arbitraggio, non solo conseguirebbero il vantaggio di scambiare il proprio tasso di indebitamento con quello dell'altra, ma avrebbero un ritorno anche in termini di vantaggio comparato, nel senso che ciascuna parte risparmia, "sfruttando" il tasso dell'altra, qualche punto percentuale rispetto ai tassi che otterrebbe indebitandosi direttamente in prima persona al tasso preferito. Così, se A indebitandosi direttamente a tasso fisso ottenesse un prestito all'8% e B al 7%, il risparmio di A, che scambia il proprio tasso con quello di B, sarebbe quasi pari all'1% ("quasi" perché, si ricordi, vi sono dei costi legati, tendenzialmente, alla remunerazione dell'intermediario che

---

<sup>238</sup> Ibidem.

solitamente opera al fine di far incontrare le esigenze opposte delle due imprese).

In conclusione, quando si parla di finalità di *arbitraggio*, ci si riferisce ad un *interest rate swap* con il quale due imprese si scambiano il vantaggio di cui ciascuna gode nell'accesso ad un certo mercato.

A voler ulteriormente sottolineare l'utilità di stipulare tale tipologia di accordi, si riporta quanto affermato dalla dottrina qui citata<sup>239</sup>: «È indiscutibile che l'*interest rate swap* agevoli il conseguimento di tassi (attivi così come passivi) altrimenti non negoziabili, su poste espresse in una determinata unità di conto, senza rinunciare alle modalità desiderate per il pagamento degli interessi (tasso fisso ovvero variabile) o ai parametri di ancoraggio ambiti [...]. Meritano di essere richiamate le difficoltà che, in fase di tassi crescenti, si frapporterebbero all'ottenimento di mutui a tasso fisso a scadenza protratta, giacché la loro offerta presumibilmente si rivelerebbe limitata: la raccolta a tasso indicizzato, più facilmente disponibile, potrebbe essere trasformata di fatto dai mutuatari in indebitamento a tasso fisso con uno *swap*; alternativamente, essi potrebbero "modificare" da fisso a variabile il parametro, eventualmente già concordato, su impieghi a fronte della raccolta, che si fosse a torto previsto di effettuare a tasso fisso.».

**7. Sull'irrelevanza della distinzione tra scopo speculativo e di copertura ai fini della validità civilistica intrinseca dell'*interest rate swap*.**

---

<sup>239</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 116.

Si è più volte ribadito nei precedenti paragrafi che i vari scopi perseguiti dall'accordo di *interest rate swap* non influiscono in alcun modo sulla validità civilistica del negozio stesso, così come hanno affermato dottrina e giurisprudenza.

Tuttavia, bisogna fare i conti con alcune norme del nostro ordinamento che sembrano far propendere proprio per l'orientamento opposto.

Sembra che tali norme vogliano assegnare rilievo al fine perseguito dalle parti.

Le normative di settore (ad esempio, in materia assicurativa, di fondi pensione, di enti locali) spesso impongono l'utilizzo di *swap* solo per finalità di copertura, vietando quelli a fini speculativi.

Tali disposizioni, se fraintese, alimentano (come hanno alimentato) l'equivoco per il quale lo strumento oggetto di questo studio potrebbe impiegarsi solo a fini di protezione e mai per fini speculativi.

Quando le disposizioni di settore alle quali si fa riferimento parlano di *finalità* di tali accordi, non intendono certamente far riferimento all'elemento soggettivo, come si è più volte sostenuto *irrilevante*, ma allo *scopo oggettivo* dell'accordo: è l'obiettivo finanziario che tale accordo persegue che viene ad essere oggetto di attenzione.<sup>240</sup>

Per questo motivo la finalità di copertura viene accertata facendo riferimento ad uno stato preesistente alla stipulazione (pertanto, oggettivo): a tale stato preesistente si fa riferimento quando si parla di "correlazione", che «può definirsi il rapporto funzionale che si instaura

---

<sup>240</sup> In tal senso E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 272.

tra il contratto derivato ed uno "stato di rischio" economico preesistente. Siffatto "stato di rischio" risiede a) nella titolarità di una esposizione finanziaria sulla quale lo strumento derivato, pur senza alcuna confusione delle - o contaminazione fra le - autonomie dei relativi negozi, è destinato ad incidere in termini puramente finanziari e b) nella coerenza dimensionale e qualitativa dello strumento rispetto allo stato di rischio medesimo.».<sup>241</sup>

Pertanto, un derivato sarà considerato stipulato a scopo di copertura se a questo preesiste già un sottostante nel patrimonio di chi stipula il derivato stesso.

Ad esempio, se un ente pubblico, prima della stipulazione del derivato, ha già a proprio carico una esposizione debitoria, allora potrà stipulare derivati di copertura di tale esposizione debitoria.

La correlazione andrà accertata anche in considerazione della coerenza dimensionale e quantitativa: un derivato si riterrà stipulato a fini di copertura quando il nozionale coincida con la dimensione finanziaria sottostante e il cui segno si ponga in direzione opposta al rischio da prevenire:<sup>242</sup> così, ad esempio, se un impresa o un ente pubblico ha un debito di 5 milioni a tasso fisso, un derivato che sia propriamente *di copertura* si baserà su un nozionale di 5 milioni e sulla percezione, da parte della prima, di un tasso variabile.

Le limitazioni sancite dalle normative di settore, tuttavia, non incidono sulla validità civilistica del derivato. L'obiettivo di tali norme è solo

---

<sup>241</sup> Ibidem.

<sup>242</sup> Ibidem.

quello di vietare ad alcuni enti, a cagione della loro natura istituzionale o soggettiva di altra natura, la stipula di uno strumento a rischio potenzialmente illimitato (quale tipicamente è un derivato) senza che vi sia necessità di copertura di una esposizione debitoria preesistente.

Tali norme, pertanto, non sono volte a sancire l'invalidità del derivato con fine speculativo, ma la sua non stipulabilità da parte di determinati soggetti per determinati motivi.

Come ha affermato la dottrina, «Uno stesso strumento derivato può essere indifferentemente utilizzato per finalità di copertura così come per finalità speculative, la differenza dipende non dallo strumento derivato di per sé ma dalla sussistenza o no nel patrimonio del risparmiatore di posizioni in senso contrario.»<sup>243</sup>

Quando le normative di settore statuiscono che ad un ente locale è proibito la stipulazione di un *interest rate swap* se non si ha già una posizione debitoria sottostante, significa statuire che un ente locale non può compiere operazioni speculative, non già che l'*interest rate swap* speculativo sia uno strumento il cui uso sia vietato da parte dell'ordinamento giuridico o che esso equivalga ad una scommessa. Si tratta solo di una scelta del Legislatore di gestione del rischio, non già di norme che invalidino il negozio di per sé.<sup>244</sup>

Non sono da condividere, pertanto, le conclusioni raggiunte da una recente giurisprudenza, ove si legge che «Il contratto di *interest rate swap*, se stipulato da un imprenditore per difendersi dal rischio di un

---

<sup>243</sup> F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 322.

<sup>244</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 274.

eccessivo rialzo dei tassi connesso ad un mutuo a tasso variabile contratto con la banca, è un contratto tipicamente aleatorio con funzione assicurativa, che impedisce di considerarlo privo di causa, mentre è assimilabile alla scommessa se stipulato con fini meramente speculativi, al di fuori della detta funzione legata all'attività imprenditoriale.»<sup>245</sup>, o che «Il contratto concernente strumenti finanziari derivati, per sua natura atipico, deve considerarsi con causa astratta qualora alla finalità speculativa, sempre presente, non si affianchi alcun'altra più specifica finalità espressa dai contraenti.»<sup>246</sup>

Nella prima pronuncia viene bocciato un *interest rate swap* perché non stipulato con finalità di copertura e per questo ritenuto estraneo all'attività imprenditoriale; nella seconda pronuncia, invece, si ritenne estranea all'attività sociale, anche dal punto di vista della strumentalità rispetto a questa, la conclusione di un accordo di *interest rate swap* con finalità speculativa.

Le pronunce, a ben vedere, a differenza di quelle che le hanno precedute e che sono state menzionate nei paragrafi precedenti, non dichiarano *tout court* illecito il derivato a fini speculativi, bensì ne sostengono solo l'incompatibilità con il fine perseguito dall'impresa non finanziaria. E ciononostante, entrambe non possono condividersi, in quanto sanciscono la non stipulabilità, da parte di alcuni soggetti dell'ordinamento, di *swap* a scopo speculativo, *pur nella totale assenza di norme che ciò vietino a tali soggetti*, assumendo come punto di rilevanza ermeneutica il fine dell'atto e il fine dell'impresa non finanziaria,

---

<sup>245</sup> Trib. Lanciano, 06.12.2005, in *Giur. Comm.*, II, p. 131.

<sup>246</sup> Trib. Bergamo, 04.05.2006, in *Riv. dei dott. comm.*, 2007, p. 705.

statuendo una (presunta) incompatibilità dei fini di quest'ultima con il fine speculativo dello *swap* sottoscritto.

Come giustamente osserva la dottrina, «Il sillogismo non persuade, non può persuadere: a darvi seguito, bisognerebbe evitare ad un'impresa di investire le eccedenze di tesoreria in obbligazioni o quote di fondi comuni, posto che anche dette operatività sono volte al conseguimento di un vantaggio di natura prettamente speculativa. Né potrebbe ragionevolmente asserirsi che il divieto risiederebbe nell'accentuata rischiosità del derivato, posto che non può essere la dimensione del rischio, in assenza di specifiche preclusioni normative o pattizie, a rendere non stipulabile una operazione di per sé lecita.»<sup>247</sup>

La questione che si pone all'interprete è un'altra: quella, cioè delle conseguenze della stipulazione di un derivato da parte di soggetti per i quali detta stipula è vietata da disposizioni normative.

La dottrina<sup>248</sup> ha individuato tre diverse classi di ipotesi.

La prima riguarda limitazioni statutarie che dispongano un espresso divieto di stipula di derivati speculativi. In tale ipotesi si avrebbe sia la responsabilità interna di colui il quale abbia agito in difformità dalle disposizioni statutarie, sia la responsabilità dell'intermediario per non aver accertato la sussistenza di un rapporto di correlazione fra il derivato stipulato e l'attività sottostante. Si potrà chiamare in causa l'obbligo dell'intermediario di astenersi dal compiere o proporre operazioni inadeguate alla clientela (dato che la vendita del prodotto

---

<sup>247</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 275.

<sup>248</sup> *Ibidem.*

"derivato" integra *negoziazione per conto proprio*, come tale assistita dal servizio di consulenza stabilito nella riforma MiFID , la quale rende applicabile il principio di *adeguatezza*), e "inadeguate" perché vi sarebbe una evidente incompatibilità tra le disposizioni dello statuto che vietano derivati a fini speculativi e la stipulazione proprio di tali derivati.

Una seconda ipotesi è configurabile quando il divieto di stipula di derivati a scopo speculativo sia stato posto dalle parti stesse tra loro: si pensi al caso di un contratto-quadro nel quale si stabilisce che l'intermediario non dovrà stipulare la suddetta tipologia di derivati. In questo caso, qualora l'intermediario comunque stipulasse i derivati in questione, incorrerebbe in responsabilità per inadempimento, con conseguenti effetti risarcitori e risolutori. Ovviamente, rimane spazio per un giudizio volto a verificare che quel derivato a scopo speculativo, stipulato in divergenza con quanto stabilito dall'accordo-quadro, non sia stato concluso in deroga a quest'ultimo e con l'assenso del cliente: si dovrà pertanto decidere sulla base di idonei elementi probatori, non già ricostruendo la cognizione che di quello specifico derivato avesse avuto il cliente, cioè se quest'ultimo si rendesse conto della natura speculativa o meno del derivato.<sup>249</sup>

Terza e ultima ipotesi, quella di divieti normativi posti, ad esempio, agli enti locali. Poiché non si dubita della natura imperativa di tali norme, si discorre di una configurabilità o meno, in caso di violazione delle suddette disposizioni, di una nullità virtuale: tale problema non si pone, ovviamente, quando la legge commini espressamente la nullità

---

<sup>249</sup> Ibidem.

della stipulazione di derivati speculativi, come nel caso di cui all'art. 62, l. n. 133/2008. Quello che in tale sede interessa sottolineare, tuttavia, è che anche qualora si dovesse ritenere che la violazione delle disposizioni che vietino - ad esempio - all'ente locale la stipula di derivati speculativi implichi la nullità di tale titolo negoziale, tuttavia tale nullità dipenderebbe proprio da quella norma che pone la restrizione, *non già dalla natura speculativa dello swap*.<sup>250</sup> Inoltre, difficilmente si potrà sostenere, per i motivi esposti nel presente paragrafo, una eventuale interpretazione analogica delle disposizioni limitative della stipulazione dei derivati in esame.

In conclusione: è da considerarsi *irrilevante*, ai fini della validità civilistica intrinseca di uno *swap*, che questo sia stipulato con finalità di copertura o di speculazione.

---

<sup>250</sup> Ibidem.

## CAPITOLO III

### BREVI CENNI SUI CONCETTI DI ALEA, RISCHIO E CONTRATTO

#### ALEATORIO: LA QUALIFICAZIONE E LA STRUTTURA

#### DELL'ACCORDO DI *INTEREST RATE SWAP*.

### Sezione I

#### ALEA, RISCHIO, CONTRATTO ALEATORIO

##### 1. Alea e rischio: linguaggio comune e terminologia giuridica.

L'esame della figura contrattuale dell'*interest rate swap*, secondo la nostra opinione, rende obbligato un approfondimento delle nozioni di "alea", "rischio" e di "contratto aleatorio": tale passaggio è reso necessario per la ritenuta, da parte di certa dottrina e di certa giurisprudenza che più oltre indicheremo, natura *aleatoria* del negozio giuridico oggetto del presente lavoro. Tale qualificazione non è di poco momento e non è del tutto peregrina: per tale motivo si porrà dapprima l'attenzione sullo studio dei termini suddetti, per saggiarne la compatibilità (o meno) e la declinabilità (o meno) nel contratto di *interest rate swap*.

Alla voce "àlea", nel vocabolario online Treccani<sup>251</sup>, il lettore apprende innanzitutto l'etimo del lemma, che nella lingua latina stava per "gioco dei dadi"; successivamente, il noto dizionario ne indica l'uso antico, che corrisponde a "gioco d'azzardo"; subito dopo, quindi, ne viene esplicitata

---

<sup>251</sup> <http://www.treccani.it/vocabolario/alea/>. Si è scelto di far riferimento proprio a tale vocabolario per l'autorevolezza del medesimo: la definizione del termine oggetto della nostra analisi contenuta nello stesso è, del resto, rappresentativa dell'uso del lemma invalso nel linguaggio comune.

la funzione nella lingua corrente, dove il termine "àlea" indica comunemente il "rischio", "la sorte incerta". Lo stesso lemma viene indicato quale sinonimo dei termini "azzardo", "rischio", "caso".

Infine, il vocabolario del noto Istituto dell'Enciclopedia Italiana riporta un esempio dell'uso, in ambito giuridico, del termine "àlea", segnatamente discorrendo di "àlea normale del contratto", espressione che starebbe ad indicare "quel grado di incertezza economica che è implicito in tutti i contratti, in quanto dall'avverarsi di circostanze estrinseche e future può dipendere il vantaggio dell'una o dell'altra parte."<sup>252</sup>

Non volendo ancora prendere posizione su tale ultima definizione del sintagma "àlea normale" (che richiama una serie di problematiche che verranno affrontate, senza pretesa di completezza, più oltre), ci si soffermerà brevemente innanzitutto sull'utilizzo, invalso nel linguaggio comune e sintetizzato alla voce testé indicata, del termine "àlea", per poi analizzare il significato -e la funzione- che il medesimo termine assume nel linguaggio giuridico, per riscontrare -o meno- in quest'ultimo l'identità concettuale rispetto al significato assunto dal termine sul piano empirico, ben potendo -come è noto- essere differente il significato (e la funzione) che un medesimo termine può assumere sul piano empirico (e del linguaggio comune) da quello che può assumere sul piano del linguaggio giuridico: l'eventualità non è peregrina, dato che il legislatore, per forza di cose, spesso non può che attingere alla lingua comunemente parlata<sup>253,254</sup>. Inoltre, si tenga presente come la

---

<sup>252</sup> Ibidem.

<sup>253</sup> Come limpidamente spiegato in G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Giuffrè, 2004, pp. 6 e ss., dove si legge che «il linguaggio giuridico, infatti, così come qualsiasi «codice» scientifico,

funzione delle parole nella lingua parlata è, tendenzialmente, quella di agevolare la comunicazione tra soggetti che di quella lingua fanno uso, favorendone lo scambio dei messaggi; mentre, sempre tendenzialmente, lo scopo del linguaggio normativo è quello di dare ordine agli eventi - rilevanti per il diritto- che coinvolgono i soggetti dell'ordinamento e di disciplinare gli atti e i comportamenti di questi ultimi, al fine di regolarne i rapporti reciproci e di sanzionarne le eventuali deviazioni da quanto le norme comandano o dispongono.

Volendo tracciare per sommi capi la storia del concetto, il termine "alea"<sup>255</sup> richiama, a livello empirico, la possibilità del verificarsi di un

---

può ricorrere ad espressioni o segni propri della lingua comune, attribuendo loro quel medesimo significato corrente, oppure uno diverso o ancora dettando una espressa e compiuta definizione».

<sup>254</sup> Volendo porsi dal punto di vista della filosofia ermeneutica, si legga quanto in proposito scritto da G. BENEDETTI, *Diritto e linguaggio. Variazioni sul «diritto muto»*, in *Europa dir. priv.*, 1999, pp. 137 ss.: «Il diritto è parola. Che è il modo di farsi e manifestarsi della legge. La quale si disvela a pieno solo di fronte al caso della vita. Cioè con l'interpretazione e dunque attraverso la sua essenziale linguisticità». In merito alla derivazione del linguaggio del diritto e dei giuristi dal linguaggio corrente, in quanto «linguaggio naturale», G. KALINOWSKI, *Introduzione alla logica giuridica*, Milano, 1971, pp. 61 ss.; si veda anche V. FROSINI, *La parola del diritto e le sue trasformazioni linguistiche*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, pp. 423 ss. Sottolinea la sempre maggiore irruzione, nel linguaggio giuridico, di termini tecnici relativi a determinate materie e ad esso estranee N. IRTI, *L'età della decodificazione*, in *L'età della decodificazione*, Milano, 1999, p. 31 ss.; per quanto riguarda la questione più ampia dell'evoluzione della tecnica di redazione delle norme, ID., *Tecnica della legislazione civile e responsabilità della dottrina*, *ivi*, p. 203 ss. Di aderenza del linguaggio del codice civile italiano «alle forme espressive della lingua comune» discorre anche P. RESCIGNO, *Introduzione al codice civile*, Bari, 1991, p. 234.

<sup>255</sup> Senza pretese di completezza, sull'argomento si veda L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Giuffrè, Milano, 1942; ID., *Gli effetti giuridici della svalutazione monetaria*, Giuffrè, Milano, 1948; A. DE MARTINI, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione*, Giuffrè, Milano, 1950; L. BUTTARO, *In tema di giuoco*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, p. 407 ss.; E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, III, Giuffrè, Milano, 1954; R. NICOLÒ, *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958, p. 1024 ss.; C. CARAVELLI, *Alea*, in *Nuovo Dig. It.*, I, Torino, 1937, p. 307 ss.; G. SCALFI, *Alea*, in *Dig. Disc.Priv.*, Sez. civ., 1989, p. 253 ss.; ID., *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, p. 135 ss.; A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 769 ss.; ID. *Le obbligazioni fondamentali nei contratti aleatori*, *ivi*, 1949, p. 596 ss.; ID., *Alea*, in *Noviss. Dig. It.*, vol. I tomo I, Torino, 1957, p. 448 ss.; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1958, I, p. 435 ss.; C. COLTRO CAMPI, *Considerazioni sui contratti a premio e sull'aleatorietà dei contratti di borsa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1958, I, p. 393 ss.; G. SCALFI, *Corrispettività ed alea*, Milano, 1960; ID., *Osservazioni sui contratti a prestazioni corrispettive*, in *Riv. dir. comm.*, 1958, I, p. 460 ss.; ID., *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I p. 135 ss.; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei*

evento favorevole o sfavorevole all'interesse di un individuo. Ogni volta che vi sia un rischio nell'agire umano o, più in generale, nella vita di un singolo essere umano, tendenzialmente ci troviamo dinanzi a fenomeni connotati da una certa aleatorietà.

I termini "alea" e "rischio", vengono, nel linguaggio comune, solitamente equiparati: l'uno viene utilizzato come sinonimo dell'altro e viceversa.

Per "rischio", inoltre, solitamente si intende una situazione che dipende dalla sorte, "incerta", un evento futuro destinato ad incidere sulla prima, tendenzialmente in modo negativo.

L'origine del termine "alea" sembra sia da riscontrare<sup>256</sup> nell'utilizzo che di tale termine si faceva per indicare il gioco dei dadi, grazie a quanto si deduce dalla lettura dei testi giustinianeï, dove il termine risultava associato proprio al gioco dei dadi, all'azzardo e al caso fortuito. C'è

---

*contratti aleatori*, Milano, 1964; ID., *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, p. 416 ss.; C. MIRABELLI, *La rescissione del contratto*, Iovene, Napoli, 1962; P. PERLINGIERI, *I negozi sui beni futuri*, Iovene, Napoli, 1962; A. DURANTE, *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 569 ss.; A. PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 1221 ss.; ID., *Il difetto di alea nella costituzione di rendita vitalizia*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 533 ss.; ID., *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, in *Riv. ass.*, 1960, I, p. 236 ss.; ID., *Gioco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Scritti in onore di Francesco Santoro-Passarelli*, Napoli, 1972, p. 777 ss.; A. SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 450; E. GABRIELLI, *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 710 ss.; G. ALPA-M. BESSONE-V. ROPPO, *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Iovene, Napoli, 1984; G. ALPA, *Rischio contrattuale*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Utet, Torino, 1986, p. 863 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987; ID., *I contratti speciali: i contratti aleatori*, in *Tratt. dir. priv. diretto da Mario Bessone*, XIV, Giappichelli, Torino, 2005, p. 3 ss.; ID., *Alea e rischio contrattuale nei contratti di assistenza*, in *I contratti di informatica-Profilo civilistici tributari e di bilancio*, a cura di G. Alpa-V. Zeno-Zencovich, Giuffrè, Milano, 1987, p. 175 ss.; E. GABRIELLI, *Alea e rischio nel contratto. Studi.*, Napoli, 1997; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000; F. GAMBINO, *Normalità dell'alea e fatto di conoscenza*, Milano, 2001; V. FERRARI, *Il problema dell'alea contrattuale*, Napoli, 2001; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Giuffrè, 2004.

<sup>256</sup> G. DI GIANDOMENICO, *I contratti speciali: i contratti aleatori*, in *Tratt. dir. priv. diretto da Mario Bessone*, XIV, Giappichelli, Torino, 2005, p. 3 ss.

anche chi<sup>257</sup> sostiene che il termine oggetto di analisi abbia origine nella lingua greca, nello specifico nel verbo "αλάομαι", che significherebbe "essere incerto". Si riporta anche una ulteriore ipotesi<sup>258</sup>: quella secondo la quale il termine "alea" deriverebbe dal nome di un soldato greco, chiamato -appunto- "Alea", vissuto al tempo della guerra di Troia, che avrebbe inventato il gioco dei dadi.

Pacificamente, l'alea risulta intimamente connessa al gioco e alla scommessa, non risolvendosi, tuttavia, necessariamente in questi ultimi; peraltro, l'atto aleatorio è un *atto voluto*, incerto nel suo esito.<sup>259</sup>

Secondo una parte della dottrina<sup>260</sup>, il termine "alea" non equivarrebbe a quello di rischio: con il primo termine, infatti, si indicherebbe uno stato dal quale c'è da sperare e temere insieme, mentre con il secondo si indicherebbe il pericolo di un male<sup>261</sup>.

Poiché la nozione empirica di alea richiama, come si è sottolineato, la possibilità di accadimento di un evento favorevole o sfavorevole ad un soggetto, risulta evidente che la nozione ne risulta eccessivamente generica e, come tale, la si può applicare indistintamente ad ogni

---

<sup>257</sup> C. CARAVELLI, *Alea*, in *Nuovo Dig. It.*, I, Torino, 1937, p. 307 ss.

<sup>258</sup> C. CARAVELLI, *op. ult. cit.*

<sup>259</sup> Che l'alea non possa essere ricondotta solo ed esclusivamente a fenomeni ludici lo sottolinea V. FERRARI, *Il problema dell'alea nei contratti*, ESI, Napoli, 2001, p. 8, il quale, prendendo ad esempio la famosa frase di Cesare, "alea iacta est", pronunciata da quest'ultimo prima di attraversare il Rubicone, afferma che «[...] Altra semplice e immediata considerazione, però, consente di superare l'accezione ludica del concetto di aleatorietà, con la constatazione che attraversando il Rubicone Cesare non dava certamente sfogo ad un impulso, più o meno irrefrenabile, che gli derivasse dalla sua propensione verso il gioco e la scommessa, bensì poneva in essere un comportamento diretto a tutelare le proprie prerogative di dittatore.»

<sup>260</sup> A. BOSELLI, *Alea*, cit., p. 469.

<sup>261</sup> L'idea di «rischio» come pericolo di un danno deriva dalle dottrine canonistiche nel diritto comune. Si veda quanto affermato in G. SCALFI, *Alea*, in *in Dig. Disc.Priv., Sez. civ.*, 1989, p. 253 ss.

aspetto dell'agire umano, rendendo doveroso per l'interprete tradurre il concetto in modo tale da dargli rilevanza nel mondo del diritto.

A causa di tale genericità, peraltro, la dottrina ha, nel tempo, affastellato sul concetto di alea fenomeni del tutto eterogenei tra di loro, ravvisando (o credendo di ravvisare) in ognuno degli istituti giuridici di volta in volta analizzati, il fenomeno aleatorio, così da ricondurre ad unità, sotto l'unico vessillo dell'alea, fenomeni totalmente dissimili tra di loro, come la sopravvenienza, il patto di conservazione del rapporto contrattuale, il risultato economico del contratto.<sup>262</sup>

Tradizionalmente, come rilevato *supra*, si è considerato il rischio come la probabilità di un danno, inteso come perdita patrimoniale, mentre nell'alea si è vista l'incertezza riguardo al risultato economico dell'affare.

Non essendo questa la sede adatta per ripercorrere interamente il dibattito sulle varie accezioni delle nozioni di "rischio" e di "alea", sarà sufficiente riportare gli arresti della dottrina utili a definire il campo di applicazione delle norme del codice che all'alea fanno -più o meno direttamente- riferimento, per poi saggiarne la compatibilità con il (nonché l'applicabilità al) contratto oggetto di analisi del presente lavoro: ci si riferisce agli articoli 1448, 1467, 1468, 1469 e 1472 del codice civile.

---

<sup>262</sup> La questione viene sollevata in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 9 ss..

In breve, è necessario riconoscere quale sia l' "alea" rilevante perché si possa discorrere di "contratto aleatorio" e dell'applicabilità delle norme testé citate.<sup>263-264</sup>

L'unica norma in cui si riscontra il termine "alea", accostato all'attributo "normale", peraltro, è l'art. 1467 c.c.: la maggior parte della dottrina<sup>265</sup> è concorde nel ritenere che col sintagma "alea normale" il legislatore abbia inteso fare riferimento alle oscillazioni di valore cui sono soggette le prestazioni dei soggetti del contratto. "Alea normale", si sostiene, è cosa ben diversa dall'alea "giuridica": con la prima si intende far riferimento, di volta in volta, alla onerosità non eccessiva, al verificarsi di eventi non straordinari ed imprevedibili che incidono sul contratto, al margine di rischio prevedibile dalle parti<sup>266</sup>, mentre, col sintagma "alea giuridica" si fa riferimento all'evento che determina l'an e il quantum di una o di entrambe le prestazioni, quantum che comprende anche la «misura zero» (assenza della prestazione)<sup>267</sup>.

---

<sup>263</sup> «Una corretta definizione della categoria è, peraltro, indispensabile al fine di sistemare e regolare i c.d. nuovi contratti, ovvero tutte quelle figure innominate che vengono elaborate dalla prassi nel tentativo di rispondere alle esigenze, in continua evoluzione, dei privati. Ciò soprattutto in ragione del crescente interesse per l'applicabilità dei rimedi alla eccessiva onerosità sopravvenuta e, più in generale, alla sopravvenienza contrattuale»: così G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 20 ss.

<sup>264</sup> «Così, l'interprete deve verificare se esista una nozione giuridica di alea e individuarne lo statuto; oppure, se l'alea sia un concetto irrilevante, di per se stesso, per il diritto; o ancora rappresenti una sintesi verbale di problematiche differenti e, talvolta, discordanti, riconducibili ad una pluralità di fattispecie, variamente disciplinate dal legislatore. In questa prospettiva sarebbe la natura empirica e non tecnica dell'alea a consentire di ricondurvi una pluralità di possibili significati, così come avviene nel linguaggio corrente.». Così G. CAPALDO, *op.ult. cit.*, p. 227.

<sup>265</sup> Si vedano A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale*, cit., p. 795; R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1025 ss.; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 435 ss.; A. GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, cit., pp. 416 ss.; G. SCALFI, *Alea*, cit., p. 258; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., pp. 293 ss.

<sup>266</sup> F. GAMBINO, *Normalità dell'alea e fatto di conoscenza*, cit., pp. 53 ss.

<sup>267</sup> Lo rileva G. SCALFI, *op. ult. cit.*, p. 62, il quale riporta il periodare dell'Ascarelli.

Questione intimamente connessa a quella testé descritta è quella relativa alla configurabilità o meno di una categoria di negozi ad "alea normale illimitata", cioè quei contratti in cui le parti sono soggette a variazioni illimitate del valore delle prestazioni dedotte in contratto per il fatto stesso di averli stipulati.<sup>268</sup> I negozi ad alea normale illimitata sarebbero quelli nei quali «è normale la possibilità del verificarsi, in breve periodo di tempo, di variazioni di valore anche notevolissime e quindi tali da comportare in sé un'eccessiva (in senso quantitativo) onerosità della prestazione per una delle parti: variazioni di valore che, per la loro prevedibilità da parte dei contraenti, non danno luogo, per effetto dell'art. 1467, comma 2, c.c., all'applicazione del rimedio legislativo. Così *nei contratti di borsa ogni squilibrio di valori può dirsi normale e prevedibile, anche se non sono affatto prevedibili gli eventi che potranno provocarlo (corsivo nostro)*».<sup>269</sup>

Inoltre, in un solo caso il legislatore qualifica un contratto come "aleatorio"<sup>270</sup>: si intende far riferimento all'*emptio spei* di cui all'art. 1472, 2° comma, c.c.: ivi si legge che «Qualora le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio, la vendita è nulla se la cosa non viene ad esistenza».

## **2. Il contratto aleatorio. Alea normale e convenzionale; bilaterale e unilaterale.**

---

<sup>268</sup> Secondo T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pp. 448 ss., l'alea normale è relativa al negozio in concreto; contrario A. GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, pp. 435 ss., per il quale la normalità dell'alea è da valutare rispetto al tipo legislativo. Secondo quest'ultimo autore, se si dovesse seguire la tesi criticata, verrebbe messa in crisi la categoria stessa dei contratti ad alea normale illimitata.

<sup>269</sup> T. ASCARELLI, *op. ult. cit.*, p. 450.

<sup>270</sup> Come sottolineato da G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 23.

La dottrina tradizionale<sup>271</sup> insegna che è aleatorio quel contratto in cui l'esistenza, la misura ed il valore di almeno una delle prestazioni corrispettive ivi dedotte dipendono da un avvenimento futuro e incerto: la differenza con i casi in cui si ha un contratto sospensivamente condizionato, poi, risulterebbe agevole: in quest'ultimo caso, viene ad essere sospesa l'efficacia dell'accordo (e le prestazioni sarebbero già determinate nella loro quantità), mentre nel primo l'accordo è già perfettamente valido ed efficace, essendo rimessa all'avverarsi di un evento futuro incerto la stessa esistenza o quantità di una o più prestazioni dedotte<sup>272</sup>.

La giurisprudenza<sup>273</sup> ha ripreso il periodare della dottrina, discorrendo anche di un'incertezza che sia obiettiva ed indipendente dalla volontà dei contraenti.

Ancora, si contrappone la categoria dei contratti aleatori a quella dei contratti commutativi, essendo in questi ultimi certi i vantaggi e i sacrifici patrimoniali reciproci<sup>274</sup>, tesi che sembra prevalere.

Peraltro, c'è chi, molto attentamente, sottolinea l'inadeguatezza delle teorie tradizionali a dar conto in modo preciso del fenomeno aleatorio e

---

<sup>271</sup> Per un'ampia rassegna, si veda G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 24 ss.

<sup>272</sup> A. PINO, *Il giuoco e scommessa e il contratto aleatorio*, cit., p. 786. La distinzione sembra pacifica quando si discorra di condizione sospensiva apposta all'intero contratto; più problematica appare quando quest'ultima sia apposta alla singola prestazione.

<sup>273</sup> Si veda la nota precedente.

<sup>274</sup> Per una posizione decisamente contraria, si legga A. PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, cit., p. 1229.

delle caratteristiche del contratto aleatorio, così come elaborate dalla dottrina tradizionale.<sup>275</sup>

Una ulteriore questione che ha agitato la dottrina è quella relativa alla più o meno necessaria bilateralità dell'alea: se, in altre parole, possa ammettersi un contratto in cui l'alea ricada solo ed esclusivamente su una parte (cd. "alea unilaterale"). In modo quasi unanime, si insegna che l'alea non può che essere bilaterale, cosicché, in caso di alea unilaterale, ci si dovrà risolvere per un giudizio di nullità del contratto per mancanza di causa.<sup>276</sup> Tuttavia, afferma certa dottrina<sup>277</sup>, dalla constatazione che l'alea debba essere necessariamente bilaterale, non consegue inevitabilmente che i rischi debbano essere equivalenti.<sup>278</sup> C'è anche chi rileva che la necessaria bilateralità dell'alea, poi, non deve essere intesa quale ulteriore requisito da cui far dipendere l'aleatorietà del negozio, bensì come un mero rilievo di fatto, nel senso che l'alea è

---

<sup>275</sup> Si allude alla posizione di G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 32 ss., la quale sottolinea che «In primo luogo, rimane oscuro quali siano i requisiti dell'evento da cui si determinano le prestazioni a carico di ciascuna -o di una sola- delle parti di una convenzione aleatoria; [...]inoltre, rimane incerto a quali dati si debba aver riguardo per predicare o negare l'aleatorietà di un negozio.»

<sup>276</sup> Per un'analisi della questione, si veda G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit. pp. 285 ss., ove si legge che «Di alea bilaterale si può parlare [...] nel senso che ognuna delle parti corre il rischio (giuridico) di un mutamento di situazione soggettiva da cui può uscire vittorioso o perdente. Essendo le posizioni reciproche, la vittoria di uno sarà la perdita dell'altro. In questo senso l'alea è la causa stessa del negozio, la sua funzione di rischio ed, ovviamente, in un negozio bilaterale non può che essere bilaterale. Esprimendo dunque l'alea la funzione contrattuale, ed essendo la causa degli aleatori per definizione onerosa, ne discende non solo che l'alea non può che essere bilaterale, ma che la bilateralità si identifica con la onerosità o, se vogliamo, che la aleatorietà si identifica con l'onerosità.»

<sup>277</sup> ID., *op. ult. cit.*, ove si richiama il pensiero di A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, pp. 284-285.

<sup>278</sup> G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, p. 287, ove leggiamo che «Le nuove legislazioni [...] hanno acquisito il libero convincimento individuale delle proprie utilità anche in campo contrattuale: coerentemente, non può richiedersi, per i contratti aleatori, nessuna equivalenza dei rischi, pur essendo i rischi statisticamente misurabili.»

bilaterale poiché «entrambi i termini del rapporto ne saranno in varia misura proporzionalmente influenzati».<sup>279</sup>

Prendendo le mosse dall'art. 1469 c.c. che menziona i "contratti aleatori per volontà delle parti", ci si è impegnati nel delineare i tratti distintivi di questi ultimi rispetto ai contratti "aleatori per loro natura" e, di conseguenza, nell'analisi di ciò che si intende quando si discorre di "estensione convenzionale" dell'alea.

Il dibattito è tutt'ora aperto: c'è chi sostiene che si possa parlare di "alea convenzionale" nel caso in cui le parti alterino lo schema commutativo di un negozio, trasformandolo in aleatorio con l'inserzione di una apposita pattuizione; altri ancora, sostengono che l'alea convenzionale equivalga all'estensione dell'alea normale (che, a sua volta, consisterebbe, come già ricordato, nella variazione del valore economico della prestazione dedotta in contratto).<sup>280\_281</sup>

La dottrina si è impegnata nella elaborazione e nell'esame della categoria del contratto aleatorio<sup>282</sup>, ponendone in luce e valorizzandone talvolta il profilo funzionale, talora il profilo strutturale.<sup>283</sup>

---

<sup>279</sup> Il pensiero è espresso in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 37, la quale richiama l'insegnamento di E. Betti.

<sup>280</sup> Per una rassegna delle varie posizioni, si veda G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 39 ss. Si veda anche G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, p. 75 ss.

<sup>281</sup> Perplessità in merito a questa seconda posizione vengono avanzate in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 186 ss.

<sup>282</sup> La prima opera di delineazione dei contorni della figura contrattuale in esame e la relativa opera di sistematizzazione all'interno della categoria dei contratti onerosi (nell'ambito della quale i contratti aleatori si contrappongono ai commutativi), è dovuta a J.R. POTHIER, *Trattato delle obbligazioni*, in *Opere contenenti i trattati di diritto francese*, trad. it., 2a ed., I, Livorno, 1841, p. 15.

<sup>283</sup> Si veda G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, pp. 65 ss.

Nel periodo immediatamente dopo l'entrata in vigore del codice civile, è stata opinione dominante in dottrina<sup>284</sup> che l'alea, da un punto di vista funzionale, dovesse essere intesa come incertezza sull'entità del vantaggio e del relativo sacrificio cui il contraente va incontro.

La dottrina che ha fatto leva proprio su tale profilo *funzionale*, ha considerato aleatori i contratti nei quali fosse stato impossibile, all'atto della loro conclusione, valutare la relazione di reciprocità tra vantaggi e perdite.<sup>285</sup> A tale criterio si è fatto ricorso, soprattutto per i contratti di borsa e, in particolar modo, per la compravendita a termine di titoli. A tale categoria di contratti, poi, sono state ben presto applicate, da altra parte della dottrina, le nozioni di speculazione, gioco e scommessa.<sup>286</sup>

Altro criterio che si è fatto strada nella dottrina è stato quello *strutturale*. Tale ultima corrente di pensiero ha messo in luce alcuni aspetti critici della precedente teoria, quali l'eccessiva genericità della categoria elaborata sulla base della concezione finalistica, che avrebbe portato a considerare aleatori anche contratti commutativi di durata, destinati a subire ripercussioni di eventi estrinseci sul rapporto; ancora, si è criticata l'eccessiva valorizzazione dell'aspetto speculativo, che ben avrebbe potuto caratterizzare qualsiasi acquisto di beni non immediatamente destinati al consumo.<sup>287</sup>

Secondo questa corrente dottrinarica, l'elemento caratterizzante il contratto aleatorio deve essere individuato nel particolare criterio di

---

<sup>284</sup> Se si eccettua, come riportato in G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, p. 65, la posizione di A. PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, cit., p. 1251.

<sup>285</sup> Per una rassegna di tale dottrina, si leggano le note riportate in G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, p. 66.

<sup>286</sup> *Ibidem*.

<sup>287</sup> T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 437.

misurazione quantitativa della prestazione: contratto aleatorio è da considerarsi, pertanto, quello nel quale l'evento incerto incide sull'esistenza o sulla determinazione di una prestazione, sull'an o sul quantum di essa.<sup>288</sup>

Una terza corrente di pensiero<sup>289</sup> ha proposto una *sintesi* del criterio *funzionale* e del criterio *strutturale* ai fini dell'elaborazione della categoria del contratto aleatorio: tali saranno quelli che «a) abbiano nella causa concreta l'alea negoziale, quale funzione essenziale di rischio necessario, riferito ad un elemento esterno espressamente voluto e previsto dalle parti; b) ed in cui, proprio per questo, le prestazioni delle parti, intese come effetti giuridici che incidono sulle parti medesime, siano indeterminate -senza reciproca correlatività- nell'an o nel quantum al momento del perfezionamento contrattuale.»<sup>290,291</sup>

Storicamente, le nozioni di "alea", "contratto aleatorio", "gioco e scommessa" sono stati spesso accostati dalla dottrina. Come già rilevato *supra*, pacificamente è stato rinvenuto nel gioco e nella scommessa l'elemento dell'aleatorietà e, spesso, su tale elemento si è basata la dottrina proprio per elaborare la categoria del contratto aleatorio, finendo per creare un concetto di alea che, a ben vedere, risultava

---

<sup>288</sup> G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., p. 114.

<sup>289</sup> G DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, pp. 73 ss.

<sup>290</sup> *Ibidem*.

<sup>291</sup> C'è, inoltre, chi sostiene che «Non è l'alea di per sé ad assumere il ruolo di elemento essenziale del contratto aleatorio, bensì i due elementi, strutturale e funzionale[...]superando in tal modo anche il dibattito intorno alla nullità per difetto di alea. Oggetto di verifica sarà il ricorrere di quei due elementi e, in particolare, dell'interesse meritevole di tutela; ma il giudizio non potrà essere formulato a priori, poiché richiede il controllo della causa concreta.» Così G. CAPALDO, *op. ult.cit.*, p. 189.

inapplicabile alle ulteriori tipologie contrattuali alle quali si pretendeva di applicarlo.<sup>292</sup>

Lo studio della categoria contrattuale in esame, poi, si è sviluppato di pari passo con lo studio della figura prevista dall'art. 1472, comma 2, c.c. (*emptio spei*) e del contratto di assicurazione, che una parte della dottrina ha ritenuto rientrasse nella categoria del contratto aleatorio<sup>293</sup>, mentre altra dottrina si è opposta ad una tale ricostruzione.<sup>294-295</sup>

Tuttavia, come rilevato giustamente da alcuni<sup>296</sup>, il dato aleatorio e il contratto di gioco e di scommessa non vanno indebitamente accostati, essendo questioni distinte e indipendenti: infatti «[...]il punto rilevante della disciplina del gioco risiede nello spostamento patrimoniale che - pur non essendo fondato su attività socialmente utili o economicamente produttive- si realizza ugualmente tra le parti; ne discende -rigorosa- l'esigenza di modificare la prospettiva di indagine quando si esaminano invece tipi contrattuali che soddisfano interessi meritevoli di piena

---

<sup>292</sup> Per le note critiche rivolte a chi considera un unico fenomeno l'alea e il gioco, si veda quanto sottolinea -a ragione- G. CAPALDO, *Il contratto e l'alea*, cit., p. 122.

<sup>293</sup> È l'opinione di A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, 1964.

<sup>294</sup> È l'opinione di C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione*, Milano, 1885.

<sup>295</sup> Tuttavia, l'accostamento dello studio del contratto di assicurazione allo studio del contratto aleatorio risulta, a ben vedere, di modesta rilevanza pratica: premesso, infatti, che pacificamente vengono ritenuti inapplicabili al primo contratto gli artt. 1448 e 1467 c.c. e che, pertanto, anche qualora venisse accertata la natura aleatoria del suddetto contratto non vi sarebbe alcuna conseguenza dal punto di vista giuridico (riguardo all'applicabilità dei testé menzionati articoli), l'importanza dello studio del contratto di assicurazione sembra consistere, in modo più circoscritto, nella elaborazione dei concetti di "contratto aleatorio" e di "alea", anche al solo fine di escludere lo stesso contratto dalla categoria di quelli aleatori. In sintesi, il contratto di assicurazione è uno strumento utile al fine di ricostruire una categoria dogmatica o un concetto: ciò si verifica in quanto, storicamente, l'assicurazione ha costituito il primo esempio di contratto aleatorio; anche per tale motivo, lo studio del contratto di assicurazione è quasi un "passaggio obbligato" nello studio condotto sui contratti aleatori.

<sup>296</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 122

tutela e godono della più completa salvaguardia da parte dell'ordinamento[...]<sup>297</sup>.

In estrema sintesi, non necessariamente l'elemento aleatorio presente nel gioco e nella scommessa (*rectius*, la ricostruzione del dato aleatorio così come elaborata sullo studio di tali contratti) è accostabile a quello presente in altri contratti in cui dovessero emergere elementi di aleatorietà.<sup>298</sup>

Inoltre, come vien fatto giustamente notare, le parti contraenti non addivengono alla stipula di un contratto aleatorio al (mero) fine di correre l'incertezza del risultato economico, fine che di per sé non sarebbe idoneo a giustificare la protezione da parte dell'ordinamento: bensì, proprio per gestire e neutralizzare il rischio.<sup>299</sup>

L'importanza della definizione delle finalità perseguite con la stipula di una pattuizione aleatoria non è di poco momento: è proprio in seguito all'analisi degli scopi perseguiti dalle parti, infatti, che potrà essere formulato il giudizio di meritevolezza (o meno) degli stessi, così come previsto dall'art. 1322, 2° comma, c.c., il quale -come si sa- lascia libere le parti di stipulare anche contratti che non siano legalmente tipici, purché con tali accordi si perseguano finalità non contrarie all'ordinamento.<sup>300</sup>

---

<sup>297</sup> Ibidem.

<sup>298</sup> Una simile riflessione tornerà particolarmente utile nel prosieguo dell'analisi degli elementi caratterizzanti il contratto di *interest rate swap* e nella ricostruzione dei tratti distintivi di quest'ultimo: *last but not least*, tornerà utile anche ai fini dell'inquadramento -o meno- di tale tipologia contrattuale entro categorie già esistenti.

<sup>299</sup> È quanto sostenuto da G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 141 ss.

<sup>300</sup> In dottrina c'è chi sostiene, in un'ottica - oseremmo dire - liberale, che meritevolezza e liceità siano la medesima cosa, nel senso che ciò che non contrasta con norme imperative, ordine

La contrapposizione tra i sostenitori della causa quale funzione economico-individuale<sup>301</sup> del contratto e i sostenitori della causa quale funzione economico-sociale<sup>302</sup> (tra i quali si discorre di causa "in astratto", riferita al tipo legislativo predeterminato, e causa "in concreto", riferita al concreto assetto dato ai propri interessi dalle parti in una singola e specifica pattuizione), come è ovvio, coinvolge direttamente anche il contratto di interest rate swap: non essendo quest'ultimo un contratto *legislativamente* tipico, ma solo *socialmente* tipico, si potrà concentrare l'analisi o sulla meritevolezza degli interessi perseguiti dalla specifica pattuizione intercorsa tra le parti, o si potrà discorrere di causa *in astratto*, ma solo in merito -appunto- ad una categoria socialmente tipica e, dal punto di vista dell'ordinamento, atipica e riflettere sulla meritevolezza - o meno - di tale causa astratta.<sup>303</sup>

---

pubblico e buon costume sia, già per questo, meritevole di tutela: per una tale posizione ("meritevolezza" = "liceità") si veda G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Giuffrè, 1968, pp. 406 ss.; in una prospettiva diversa, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, E.S.I., 2002, pp. 189 ss., il quale, in un'ottica orientata ad un più energico controllo dell'atto da parte dell'ordinamento giuridico, sostiene che la meritevolezza e la liceità non coincidono, ritenendo che, per poter meritare la tutela dell'ordinamento, l'interesse debba rispondere anche ad una funzione socialmente rilevante, non essendo sufficiente la mera non contrarietà a norme imperative, ordine pubblico e buon costume.

<sup>301</sup> G. B. FERRI, *op. ult. cit.*, pp. 406 ss.

<sup>302</sup> E. BETTI, *op. ult. cit.*, pp. 189 ss.

<sup>303</sup> Sostiene che il giudizio di meritevolezza ex art. 1322, comma secondo, c.c. attenga alla *causa in astratto* F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Cedam, 2015, vol. II, p. 242, ove si legge che: «Il giudizio di meritevolezza [...] attiene alla causa in astratto; è, per i contratti atipici, una valutazione sostitutiva di quella effettuata, per i contratti tipici, dal diritto oggettivo». Per una diversa prospettiva, si veda F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ESI, 2011, p. 817: ivi si legge che «la meritevolezza [ex art. 1322, comma 2, c.c., [...]] opera a livello di *tipo* e non a livello di *causa*, [...] perché in questa fase deve solo valutarsi se lo schema astratto è accettabile o inaccettabile sul piano giuridico ed è chiaro che tale indagine non deve essere compiuta in presenza di un contratto tipico, che si inquadra in uno schema prefissato dal legislatore [...]. Il giudice deve dunque osservare lo *schema astratto* (c.n.) ideato dai contraenti e verificare se esso abbia un significato economico-sociale, in termini di scambio di utilità [...], cioè una propria funzione da svolgere, nel senso di essere idoneo ad assurgere a tipo normativo ed in tal senso, e non già con riferimento alla causa, cioè al concreto interesse dei contraenti, potrà parlarsi, se si vuole, di utilità sociale, perché lo schema astratto sarà utilmente adottato dalla collettività.».

La dottrina tradizionale insegna che l'alea caratterizza una intera categoria di contratti<sup>304</sup>: a questa considerazione, tuttavia, si ribatte<sup>305</sup> sostenendo che l'attenzione va posta, piuttosto, sull'interesse tipico che una pattuizione aleatoria è idonea di volta in volta a soddisfare: così, nell'assicurazione sarà la copertura del rischio, nella rendita vitalizia la finalità previdenziale, nell'*emptio spei* -ex art. 1472, 2° comma, c.c.- sarà la gestione del rischio derivante dal venire (o meno) ad esistenza della cosa.

In conclusione, si osserva giustamente che «i contratti aleatori ricevono piena tutela da parte dell'ordinamento, come qualsiasi contratto, se sono indirizzati alla soddisfazione di interessi meritevoli di tutela, attraverso la predisposizione di uno schema negoziale idoneo, nel caso di specie, a gestire e neutralizzare il rischio [...]. Un rischio, infatti, può essere *gestito* o *neutralizzato*, sia attraverso contratti che lo eliminino *in radice*, sia attraverso convenzioni che, da una parte consentono la copertura, dall'altra la speculazione sul medesimo rischio. L'uso del termine *gestione* sta proprio a chiarire che anche l'intento speculativo, ove conforme alle regole del settore cui il contratto afferisce, è pienamente meritevole di tutela.»<sup>306</sup>

Altra questione rilevante ai nostri fini (rilevante, cioè, per una corretta analisi della fattispecie contrattuale che è oggetto di studio del presente lavoro), è quella relativa alla tipologia di evento qualificabile come "aleatorio" e che reagisce sulla tipologia contrattuale esaminata in

---

<sup>304</sup> È quanto sostenuto da G. DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, pp. 73 ss.. Secondo tale Autore, infatti, l'alea non sarebbe altro che «la funzione della intera categoria, derivante dall'incertezza del risultato finale correlativa alla stessa struttura giuridica».

<sup>305</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 146 ss.

<sup>306</sup> *Ibidem*.

questo capitolo: si intende qui far riferimento alla dottrina che invita a distinguere tra le ipotesi di evento aleatorio che incide sulle prestazioni e le ipotesi di determinazione *per relationem* delle prestazioni medesime. Vengono citati come esempio di tale distinzione, tra gli altri, la compravendita a termine di un bene il cui prezzo è fissato secondo il prezzo di borsa ex art. 1474 c.c. e il mutuo feneratizio ad interessi parametrati ad un tasso variabile: in tali casi, si sostiene, non ci si trova innanzi ad alcun evento incidente sulla esistenza o sulla entità della prestazione, bensì ad un meccanismo volto a fissare *per relationem* il prezzo del bene oggetto del negozio.<sup>307</sup>

Una volta tracciati per sommi capi i concetti rilevanti ai fini della qualificazione di un contratto come "aleatorio" e una volta delineate le problematiche sottese alla definizione dei contorni della categoria medesima, nonché le accezioni e il ruolo che l'alea può assumere nella categoria in esame, in concordanza con le premesse, ci sia consentito proseguire in una breve analisi della normativa codicistica alla quale si è fatto riferimento in conclusione del primo paragrafo di questo capitolo, a quelle che norme che, come si è scritto *supra*, più o meno direttamente richiamano le nozioni di "alea" e di "contratto aleatorio".

Non che si voglia qui sostenere che l'elaborazione della categoria debba precedere l'analisi del dato normativo: senza una previa disamina di quest'ultimo, infatti, si ritiene che ben difficilmente potrebbero essere delineate la struttura, la funzione, la categoria stessa del contratto aleatorio, una categoria che sia *rilevante per il diritto*: e, per esser tale (come non può non essere), l'interprete non può che partire proprio dal

---

<sup>307</sup> La riflessione si trova in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 154-155.

dato normativo, gettando uno sguardo di insieme alle eventuali definizioni rinvenibili nel medesimo e alla disciplina che lo stesso dispone in relazione ai vari istituti del diritto. Piuttosto, si ritiene che l'opera dell'interprete sia un continuo andirivieni tra l'analisi del dato normativo e del dato empirico: il primo si impone come chiave di decodificazione del secondo in termini giuridici, operazione che permette la traduzione del dato empirico in un linguaggio riconoscibile dall'ordinamento e da quest'ultimo disciplinabile.

L'art. 1467 c.c. dispone che "Nei contratti a esecuzione continuata o periodica, ovvero a esecuzione differita, se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto, con gli effetti stabiliti dall'articolo 1458. La risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto. La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto".

Ai fini dell'applicabilità del rimedio previsto da tale articolo, si richiede, innanzitutto, che la eccessiva onerosità della prestazione sia sopravvenuta in seguito al verificarsi di eventi straordinari ed imprevedibili; poi, che tale onerosità non rientri nell'*alea normale* del contratto.

Sulle problematiche connesse ai concetti di "eccessiva onerosità" e di "alea normale", le cui nozioni sono state sommariamente anticipate nel primo paragrafo del presente capitolo, dottrina e giurisprudenza si

sono a lungo interrogate, dividendosi tra coloro<sup>308</sup> che fanno della prima e della seconda aspetti di un unico fenomeno, nel senso che l'eccessiva onerosità non consisterebbe che nel superamento dell'alea normale (intesa quest'ultima, si ricordi, come variazione del valore economico della prestazione) e coloro<sup>309</sup> che descrivono i fenomeni come autonomi.

In particolare, tra i sostenitori di questa seconda posizione, si fa riferimento, a titolo di esempio, proprio ai contratti di borsa, nei quali «è frequente il verificarsi, in un brevissimo lasso di tempo, di variazioni notevolissime del valore delle prestazioni (imprevedibilità dell'evento, quanto agli sviluppi e alla portata del medesimo, e sopravvenuta onerosità della prestazione), senza che ciò comporti il superamento dell'alea normale del contratto [...]. L'alea è normale quando *le quantità delle oscillazioni di valore sono connaturate al negozio medesimo* (corsivo nostro) e questo è un giudizio di merito differente da quello di eccessività rispetto alla prestazione più onerosa.»<sup>310</sup>

---

<sup>308</sup> A. DE MARTINI, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Giuffrè, Milano, 1950, pp. 26 ss.; E. QUADRI, *Questioni giuridiche sull'inflazione*, Cacucci, Bari, 1981, pp. 171 ss.; L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Morano, Napoli, 1948, p. 211; M. DE SIMONE, *Il contratto con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, p. 46; G. OSTI, *Voce Contratto*, in *Noviss. Dig. It.*, vol. IV, Utet, Torino, 1959, p. 488; A. CAROPPO, *Gratuità e onerosità dei negozi di garanzia*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, p. 435; Cass. 05 Gennaio 1983, n. 1, in *Giur. It.*, 1983, I, 1, p. 718.

<sup>309</sup> L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Giuffrè, Milano, 1942, p. 82; E. TILOCCA, *Onerosità e gratuità*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1953, p. 56; G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., p. 79; A. PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, cit., p. 73; A. CATAUDELLA, *Bilateralità, corrispettività ed onerosità del contratto*, in *Studi senesi*, 1968, p. 235; ID., *La donazione mista*, Giuffrè, Milano, 1970, p. 107; O. T. SCOZZAFAVA, *La qualificazione di onerosità e gratuità del titolo*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, pp. 77 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *I contratti speciali- I contratti aleatori*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da M. Bessone, vol. XIV, Giappichelli Editore, Torino, 2005, p. 113; R. NICOLÒ, *voce Alea*, cit., p. 1026; A. GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, p. 430; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., pp. 298 ss.; V. FERRARI, *Il problema dell'alea contrattuale*, cit., p. 41.

<sup>310</sup> G. DI GIANDOMENICO, *I contratti speciali- I contratti aleatori*, cit., p. 116.

Inoltre, sempre secondo l'Autore testè citato (che, a sua volta, riprende il periodare di un altro Autore<sup>311</sup>), si parla correttamente di alea normale "illimitata" quando ci si trovi innanzi a negozi «nei quali l'oscillazione del valore delle prestazioni per le particolarità proprie di taluni di essi e per quelle dell'ambiente in cui sono posti in essere può giungere sino all'infinito senza che, per questo, i negozi medesimi divengano aleatori.».<sup>312</sup>

Secondo giurisprudenza e dottrina pressoché pacifiche, l'"imprevedibilità" attiene alla conoscenza delle parti e può essere apprezzata con «riguardo al ramo di attività cui il contratto si riferisce, nell'ambito delle condizioni di mercato esistenti che rendano possibile una valutazione circa il verificarsi di un dato evento»; la "straordinarietà" consisterebbe, invece, nella mancanza di «ripetibilità, con frequenza e regolarità statistica» di un certo evento.<sup>313</sup>

Il dibattito è tutt'ora aperto; tuttavia, si ritiene da dottrina e giurisprudenza prevalenti che l'ambito di applicabilità dell'art. 1467 c.c. sia circoscritto alle ipotesi di rilevanza dell'alea economica<sup>314</sup>, così come sin qui sommariamente delineata: a quest'ultima corrisponderebbe, in altre parole, la nozione di "alea normale" contenuta nel testé citato articolo.

Sui problemi sollevati dall'interpretazione dell'art. 1469 c.c., in riferimento ai contratti aleatori per loro natura e per volontà delle parti,

---

<sup>311</sup> E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, pp. 570 ss.

<sup>312</sup> G DI GIANDOMENICO, *op. ult. cit.*, p. 117.

<sup>313</sup> Cass., 4 Agosto 1988, n. 4825. Per un approfondimento della questione, si veda quanto scritto in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, pp. 234 ss.

<sup>314</sup> Così G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 247.

si è scritto *supra*; per quanto riguarda, invece, le questioni connesse al contenuto dell'art. 1468 c.c., in merito all'applicabilità dell'art. 1467 c.c. ai contratti nel quale una sola delle parti ha assunto obbligazioni, non è questa la sede per condurne la disamina.

### **3. Conclusioni.**

Dopo aver brevemente -e, per non essere questa la sede opportuna per una disamina completa, sommariamente- analizzato gli elementi costitutivi del contratto aleatorio e riportato i vari orientamenti in merito alle problematiche connesse alla corretta qualificazione del medesimo, ci si sente di poter concordare con quella dottrina<sup>315</sup> che, facendo un uso attento delle categorie che la dottrina stessa e la giurisprudenza hanno elaborato, sostiene che, perché si possa parlare di "contratto aleatorio", si debbono tener presenti sia il requisito di ordine *strutturale*, inteso come incertezza dell'*an* e del *quantum* della prestazione in dipendenza di un evento futuro e incerto e *rilevante sul piano dell'atto* (sarà, pertanto, da escludere l'aleatorietà propriamente detta quando la prestazione può mancare o essere quantitativamente diversa da quella dedotta in contratto, ma che dipenda da fatti in qualche modo nella disponibilità delle parti e che incidano sul *rapporto*: un esempio di tale eventualità la si può rinvenire nel negozio *per relationem*, in cui la prestazione definitiva è già determinata, sia pure attraverso il riferimento ad eventi futuri<sup>316</sup>); sia il requisito di ordine

---

<sup>315</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 115.

<sup>316</sup> *Ibidem*.

*funzionale, nel quale rileva l'interesse -meritevole di tutela- alla gestione e neutralizzazione del rischio.<sup>317</sup>*

---

<sup>317</sup> Ibidem, dove si continua affermando che «Ove le parti perseguano soltanto una funzione di lucro incerto, ovvero l'incertezza sul risultato economico finale del contratto, non sembra potersi riconoscere altro che la tutela limitata della *irripetibilità*, unica sanzione approntata dall'ordinamento ai debiti di gioco (art. 1933 c.c.) poichè non si ravvisano gli estremi per riconoscere la piena meritevolezza di tutela ex art. 1322 c.c.».

## Sezione II

### DELLA NATURA ALEATORIA O COMMUTATIVA DELL'INTEREST RATE SWAP

#### 1. I termini generali del problema.

Come si è già anticipato, quello dell'alea dei (e nei) contratti di *swap* è stato un tema spesso affrontato, sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza.

L'esame di questo tema risulterà utile sia al fine di meglio individuare l'oggetto del contratto, sia al fine di testare l'applicabilità delle norme sulla risoluzione per eccessiva onerosità al contratto oggetto d'esame.

Si è già indicato, nella Sezione precedente, il percorso seguito dalla dottrina e dalla giurisprudenza nello studio dei contratti aleatori, e alla bibliografia indicata in quella sede si rimanda per maggiori approfondimenti che qui, per ragioni attinenti alla materia d'esame, non possono essere operati.

Riassumendo, brevemente, i termini generali della questione su tale punto - e, infatti, tale veloce panoramica è resa necessaria dalla complessità del tema e dalla declinabilità o meno di tali concetti nel contratto di *interest rate swap* -, vediamo di dare conto di quali siano gli orientamenti attuali sulla questione.

In dottrina si tende per lo più a concepire il contratto aleatorio come autonoma figura contrattuale, caratterizzata vuoi dalla struttura delle obbligazioni fondamentali che ne derivano e dalla struttura delle

prestazioni che ne costituiscono l'oggetto, vuoi dalla identità e peculiarità della causa entro cui sussumere sia le forme tipiche che atipiche.

Si è visto che il rischio è inteso come probabilità di perdita, derivante dal verificarsi di determinati eventi e che si ripercuote su un determinato patrimonio: tale entità sarebbe perfettamente valutabile e costituirebbe oggetto del contratto aleatorio.<sup>318</sup>

Tale dottrina sostiene che l'alea in senso tecnico è lo scambio tra rischi equivalenti, essendo proprio quest'ultima la causa *generica* dei contratti aleatori, che diverrebbe *specificata* in base alle caratteristiche di ciascun contratto aleatorio.<sup>319</sup>

Le obbligazioni di tale contratto consisterebbero non tanto in un *facere* o in un *dare*, ma in un *pati*.<sup>320</sup>

Viene ritenuta infondata la distinzione tra contratti aleatori per natura e per volontà delle parti, che sarebbe utile solo per distinguere i contratti aleatori tipici da quelli atipici. Lo scambio dei rischi sarebbe causa comune ad entrambi, che sarebbero fondamentalmente aleatori per loro natura, poiché l'interesse che questi soddisfano rimarrebbe il medesimo, per soddisfare il quale sarebbe sempre necessaria l'assunzione di un rischio.<sup>321</sup>

---

<sup>318</sup> A. BOSELLI, *Alea*, cit., p. 469 ss. Secondo A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 77, il rischio equivarrebbe a possibilità di evento sfavorevole.

<sup>319</sup> A. BOSELLI, *op. ult. cit.*; E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, cit., vol. III, p. 76 ss.; T. ASCARELLI, *Sulla portata sociale della nostra giurisprudenza in materia monetaria*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1950, p. 445; A. GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., pp. 180, 249-250, 258-260.

<sup>320</sup> A. BOSELLI, *op. ult. cit.*, p. 472; critico A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, p. 64 ss..

<sup>321</sup> A. BOSELLI, *op. ult. cit.*, p. 474; R. NICOLÒ, *Alea*, cit., p. 1029.

Il contratto sarebbe aleatorio quando il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto stesso del contratto, cioè quando la cosa dedotta in contratto non può che determinarsi in funzione del suddetto rischio: l'oggetto del contratto, apparentemente una *res*, sarebbe, in realtà, il *rischio*.<sup>322</sup>

La giurisprudenza ha spesso affermato che il contratto è aleatorio quando l'alea investe e caratterizza il negozio nella sua interezza e sin dal momento della sua conclusione, così che sia incerto, per tutti i contraenti o per taluno di essi, il vantaggio economico in relazione al rischio che il rapporto comporta.<sup>323</sup>

Il contratto è *commutativo*, invece, quando il rischio, che pur incide in modo generico sulla particolare situazione dei contraenti, non è strettamente inerente all'oggetto del contratto e, pertanto, perché tale rischio penetri nella struttura del contratto, alterandola, è necessaria una espressa e specifica pattuizione delle parti e non sarà sufficiente la mera conoscenza che le parti abbiano della situazione rischiosa.<sup>324</sup>

Secondo la dottrina citata, nei contratti aleatori non è certo, al momento della conclusione del negozio, il rapporto tra l'entità del vantaggio e quella del rischio cui ciascuna parte si espone<sup>325</sup>, mentre nei contratti commutativi i rispettivi vantaggi e sacrifici possono essere valutati già

---

<sup>322</sup> F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretta da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1968, n. 21, tomo I, p. 774; A. BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 93. Critico A. GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., p. 64 ss..

<sup>323</sup> Cass., 11.03.1966, n. 699, in *Temi Nap.*, 1966, I, 162; Cass. 06.06.1967, n. 1248, in *Giust. Civ. Rep.*, 1967, voce *Obbligazioni e contratti*, 142; Cass. 18.05.1953, n. 1413, in *Giust. Civ.*, p. 1634.

<sup>324</sup> A. BOSELLI, *op. ult. cit.*, p. 93.

<sup>325</sup> F. MESSINEO, *op. ult. cit.*, p. 774; ID., voce *Contratto (dir. priv.)*, in *Enc. del dir.*, Milano, 1961, p. 992 ss.; Cass. 08.08.1979 n. 4626, in *Rep. Foro It.*, 1979, voce *Contratto in genere*, n. 83; Cass. 10.04.1970, n. 1003, in *Rep. Foro It.*, 1970, voce *Obbligazioni e contratti*, n. 73.

all'atto della conclusione del negozio. A rendere il contratto aleatorio non sarebbe tanto l'incertezza del valore economico della prestazione, ma l'incertezza sull'esistenza o sulla entità - o su entrambe - di una o di tutte le prestazioni.<sup>326</sup>

Secondo l'opinione di altra dottrina, l'aleatorietà del contratto sarebbe da rinvenire nel particolare criterio di misura adottato per la quantificazione della prestazione, consistente nel far riferimento ad un evento futuro e incerto, specificato dalle parti nel contratto.<sup>327</sup>

Nel panorama dottrinario si staglia un'ulteriore voce, la quale sostiene che elemento centrale del contratto aleatorio sarebbe la previsione di un evento che influirebbe sulle reciproche posizioni giuridiche delle parti in modo non reciproco, in modo che vi può essere incertezza sulla prestazione di una parte e certezza su quella dell'altra: mancherebbe, in altre parole, una correlazione tra le posizioni giuridiche delle parti, a tal punto che vi sarebbe incertezza sul risultato finale del contratto.<sup>328</sup>

L'alea investirebbe la causa sia del contratto aleatorio nominato, sia di quello innominato, e racchiuderebbe la previsione di un evento incerto

---

<sup>326</sup> A. PINO, *L'eccessiva onerosità*, cit., p. 72.

<sup>327</sup> T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pp. 441-442 e 438 ss.. Ivi l'Autore fa presente come un contratto commutativo possa essere anche più rischioso di uno aleatorio, qualora con "rischio" si intendesse la probabilità di una perdita superiore a quella che possa essere prevista al momento della stipula del contratto: sarebbe meno rischioso concludere un contratto di rendita vitalizia che acquistare materie prime o impianti industriali. Si sostiene che l'alea che caratterizza i contratti aleatori sarebbe, invece, quella più esattamente calcolabile. L'alea che permetterebbe di qualificare un contratto come aleatorio sarebbe quella che *a)* concerne la verifica di un evento che sfugge al controllo delle parti, *b)* evento definito nel contratto stesso, *c)* che può importare anche l'assoluta mancanza di una prestazione di una parte o dell'altra, *d)* senza tuttavia che la verifica di questa eventualità influisca sulla misura della controprestazione. C'è chi critica tale impostazione del problema, poiché si finirebbe per eliminare la distinzione tra contratti aleatori e contratti posti sotto condizione: così F. MESSINEO, *op. ult. cit.*, p. 773.

<sup>328</sup> Così A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, p. 243, in nota n. 10, e p. 244.

che determinerà un mutamento giuridico, il quale inciderà sulle singole posizioni delle parti anche in modo non reciproco. Per le parti sarà oggettivamente incerto, al momento della stipula del contratto, se ne avrà un vantaggio o meno, e se sarà eventualmente proporzionato al sacrificio da sostenere: non sarebbe sufficiente la sola indeterminatezza della prestazione a rendere aleatorio il contratto.<sup>329</sup>

C'è stato anche chi<sup>330</sup> ha sostenuto che il contratto aleatorio sarebbe una particolare qualificazione del contratto a prestazioni corrispettive e del contratto unilaterale: nello specifico, si è sostenuto che per aversi contratto aleatorio l'incertezza dovrebbe attenersi, per quanto riguarda il contratto a prestazioni corrispettive, alla determinazione di una delle prestazioni, mentre per quanto riguarda il contratto unilaterale, alla prestazione che ne caratterizza il tipo. Si nega che la concezione del "rischio" come *oggetto* del contratto aleatorio e che causa del contratto aleatorio sia uno scambio di rischi equivalenti. Secondo tale dottrina, il contratto aleatorio si caratterizzerebbe per l'incidenza di un evento incerto sulla determinazione della prestazione, il quale evento si atteggierebbe diversamente nelle varie figure concrete di contratto aleatorio.

Su tutt'altre posizioni, infine, chi addirittura arriva a negare qualsivoglia validità alla categoria dei contratti aleatori: si sostiene che l'alea ha un significato metagiuridico e che è presente in ogni contratto sebbene in misure diverse: l'alea avrebbe solo ed esclusivamente un valore economico e, come tale, non sarebbe possibile determinare la

---

<sup>329</sup> Ibidem, pp. 180, 249-250, 258-260.

<sup>330</sup> G. SCALFI, *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, pp. 143, 145, 159, 165 ss., 170 ss..

struttura, la natura e la rilevanza dei contratti definiti "aleatori" senza incorrere in delle petizioni di principio.<sup>331</sup>

Come si vede, il concetto stesso di contratto aleatorio non è poi così scevro da incertezze. Si potrebbe sostenere, con le dovute attenzioni, che, secondo la dottrina prevalente, la categoria dei contratti di scambio si specifica ulteriormente in quella dei contratti aleatori e commutativi: con l'ulteriore precisazione che, se nei contratti commutativi non è necessaria l'equivalenza economica delle prestazioni, il rapporto tra le medesime dovrebbe contenersi in limiti tali che ciascuna controprestazione mantenga per ciascun contraente almeno un valore positivo: qualora, infatti, potessero assumere un valore negativo, e tradursi in una diminuzione patrimoniale dannosa, allora si dovrebbe più propriamente parlare di "rischio" e, conseguentemente, di contratto aleatorio, in quanto un simile rischio sarebbe oggetto proprio di tale ultima tipologia contrattuale. Perché un tale rischio possa aversi in un contratto commutativo, sarebbe necessaria un'esplicita volontà delle parti. Qualora tale volontà non vi fosse, e qualora a causa di eventi straordinari ed imprevedibili la prestazione assumesse valore negativo, il contratto commutativo assumerebbe una funzione diversa da quella propria e tale circostanza si tradurrebbe in un vizio funzionale della causa commutativa, poiché la funzione diversa, assunta dal contratto

---

<sup>331</sup> La tesi "scettica" è di A. PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo ed alea*, cit., p. 1221 ss.; ID., *Il difetto di alea nella costituzione della rendita vitalizia*, cit., p. 353 ss.; ID., *Alea e rischio nel contratto di assicurazione*, cit., p. 236 ss..

sarebbe proprio quella distinta dei contratti aleatori<sup>332</sup>. Il rimedio a tale vizio sarà, ovviamente, quello di cui all'art. 1467 c.c..<sup>333</sup>

Come, inoltre, si è avuto modo di affermare, «l'alea si presenta come una manifestazione "normale" in tutti i contratti ad esecuzione non immediata, essendo possibili oscillazioni di valore delle prestazioni corrispettive cagionate da normali fluttuazioni di mercato o da circostanze relative ad uno dei comportamenti dovuti idonee a creare uno squilibrio di valore tra le prestazioni (es. art. 1674, 1635, 1636 c.c.; l'insolvenza del debitore nella cessione pro soluto; la fluttuazione dei prezzi dei titoli nella vendita a termine di titoli).»<sup>334</sup>

È stata tentata, inoltre, come già si è accennato nei precedenti paragrafi di questo capitolo, una distinzione tra l'alea *giuridica* e l'alea *economica*. La distinzione si giustificerebbe in virtù del fatto che «La prima [...] ha a che fare con il rapporto fra prestazione e controprestazione: il contratto è aleatorio quando è a carico di una parte (o di entrambe) il rischio di un evento che incide sul contenuto del suo diritto o della sua prestazione contrattuale. Si tratta dunque di un rischio in senso oggettivo. Per alea economica, invece, si intende la possibilità di

---

<sup>332</sup> Così A. BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 94.

<sup>333</sup> La dottrina ha ulteriormente sottolineato che tale divieto è da considerarsi limitato ai soli casi in cui la sopravvenienza sia da porre in relazione con gli eventi specifici costituenti l'alea concretamente dedotta in contratto: così A. BOSELLI, *Alea*, cit., p. 475. Se si parte dalla premessa che le parti intendono assumere solo l'alea che deriva da un determinato evento e che, pertanto, solo in relazione a tali eventi può escludersi il rimedio di cui all'art. 1467 c.c., mentre gli squilibri che dovessero verificarsi a causa di eventi *al di fuori di quelli contemplati dalle parti* non dovrebbero essere trattati diversamente da quelli che si verificano nei contratti commutativi, i divieti di cui all'art. 1467 c.c. non possono che apparire irragionevoli: così R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1975, VI, tomo II, p. 988; G. AULETTA, *Risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949; P. BUFFA, *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, II, p. 910.

<sup>334</sup> Così G. SCALFI, *Alea*, in *Digesto civile*, 1987, I, p. 258.

ottenere determinati valori con riferimento alle variabili prese in considerazione: allorché la distribuzione degli eventi futuri e dei risultati ad essi associabili sia stimabile, il rischio risulta qualitativamente misurabile (utilizzando parametri statistici) e può essere o meno coperto, a seconda dei mezzi di cui dispone l'agente.».<sup>335</sup>

La distinzione testé enunciata non sembra trovare pieno riscontro nella giurisprudenza<sup>336</sup>. Come, infatti, ha scritto certa dottrina, «La giurisprudenza maggioritaria, nel definire il contratto aleatorio, non parla dell' "alea giuridica", ma adotta formule alquanto generiche che per lo più fanno riferimento al rischio come elemento che investe e caratterizza il contratto "nella sua interezza e fin dalla sua formazione", così da rendere incerto "per una o per tutte le parti il vantaggio economico, in relazione al rischio cui le stesse si espongono".».<sup>337</sup>

Ma vi è di più. Come ha lucidamente affermato attenta dottrina<sup>338</sup>, «a ben vedere, dietro la distinzione che la dottrina ha tentato di tracciare tra *alea economica* e *alea giuridica* (c.n.) - distinzione a sua volta da ancorare alla circostanza che l'ammontare della prestazione sia preventivamente stabilito - è possibile scorgere una preoccupazione: *vi è, come del resto testimoniato dal fatto che il tema dell'alea è stato sovente studiato con riguardo a questo specifico contesto, il desiderio di evitare la qualificazione dei contratti di borsa come aleatori, e, più in generale, di sottrarre a tale qualificazione tutti quei contratti collegati all'andamento dei*

---

<sup>335</sup> R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 123.

<sup>336</sup> Si veda, a tal proposito, il periodare di Cass., 31.07.1947, n. 1306, in *Giur. It.*, 1948, I, 1, p. 167; Cass. 31.05.1986, n. 3694, in *Massimario del foro it.*, 1986, p. 650; Cass. 07.06.1991, n. 6452, in *Mass. del foro it.*, 1991, p. 560.

<sup>337</sup> C. MENICHINO, *Contratti commutativi e alea convenzionale*, in *I Contr.*, 1993, p. 535.

<sup>338</sup> L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Cedam, 2000, p. 127-129.

*mercati finanziari o monetari* (c.n.). Questo» a ragion veduta, si sostiene, «per il timore che ciò possa condurre ad assimilare tali contratti al giuoco e alla scommessa [proprio come è avvenuto, n.d.r.] e che, quindi, l'atteggiamento di sostanziale sfavore che il nostro ordinamento manifesta nei confronti di queste figure possa estendersi alla contrattazione di borsa. Quasi che, *ogniqualevolta sia presente l'alea, corra l'obbligo di fugare il sospetto che si vogliano perseguire finalità non meritevoli di tutela; che l'alea, quindi, sia di per sé idonea a realizzare interessi non tutelabili* (c.n.).»<sup>339</sup>.

Di fondamentale importanza risulta determinare la natura del derivato oggetto del presente studio, se *commutativa* o *aleatoria*: la questione non è, infatti, di poco momento.

La questione è stata riproposta in modo simile a quanto si era fatto rispetto al problema dell'aleatorietà dei contratti di borsa qualche anno prima. Questi i termini della questione: «se si nega [...] che il contratto sia aleatorio, seppure per volontà delle parti, non si può applicare l'art. 1469 c.c., e la questione va allora impostata unicamente sull'interpretazione dell'art. 1467, comma 2, c.c., che esclude la risolubilità se l'eccessiva onerosità rientra nell'alea normale del contratto. In questa seconda ipotesi, però, occorrerà vedere se l'evento perturbatore delle contrattazioni di borsa abbia o meno le caratteristiche

---

<sup>339</sup> Dubbioso in merito ad una presunta distinguibilità tra alea "economica" e alea "giuridica" anche C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 60, dove si legge che «[...] A ben riflettere, anche il diffuso criterio che discorre di un'«alea giuridica» diviene per l'interprete uno strumento che serve a precisare i concreti modi applicativi di una disciplina avente ad oggetto l'«alea economica»: un modo per dire, in definitiva, che l'assunzione contrattuale di un rischio «giuridico» implica di per sé anche quella del correlativo rischio «economico». Potrebbe forse bastare ciò per almeno dubitare che le due prospettive, quella «giuridica» e l'altra «economica», meritino realmente una rigorosa distinzione formale (c.n.).».

della straordinarietà ed imprevedibilità, cioè se rientri o meno nel rischio assunto dalle parti. [Viceversa], se si ammette che un contratto è aleatorio quando si è in presenza di un'incertezza sull'*an* e sul *quantum* dei suoi effetti giuridici, questa aleatorietà si colloca su un piano diverso dall'alea di cui all'art. 1467. L'alea normale si contrappone alla sopravvenuta onerosità dovuta a fatti imprevedibili, vale a dire ad un'incertezza o rischio puramente economico.»<sup>340</sup>

L'art. 1467 c.c. dispone, come si è ricordato *supra*, che la parte svantaggiata per essere la sua prestazione divenuta eccessivamente onerosa in seguito ad eventi straordinari ed imprevedibili può chiedere la risoluzione del contratto: tuttavia, si esclude, *ex art. 1469 c.c.*, l'applicabilità del rimedio qualora la sopravvenuta onerosità rientri nell'alea normale del contratto o quando questo sia aleatorio per sua natura o per volontà delle parti.

La conclusione è evidente: qualora il derivato dovesse essere considerato aleatorio, non vi sarà spazio per l'applicabilità del rimedio di cui all'art. 1467 c.c..

Qualora, invece, si escludesse la natura aleatoria del derivato, si riaprirebbe il problema del rimedio previsto dall'articolo testé citato.

Se, invece, si considerasse il derivato in questione ad "alea normale", tale qualificazione potendo essere giustificata dal fatto che le parti del contratto, consapevolmente, si sono rimesse all'andamento del mercato (si pensi alle oscillazioni dei tassi di interesse), ed essendo tale

---

<sup>340</sup> E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori, e alea convenzionale implicita*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1986, I, pp.576-577.

andamento ragionevolmente prevedibile al momento della sottoscrizione dell'accordo, l'evento straordinario ed imprevedibile che alterasse sensibilmente l'equilibrio economico potrebbe in ogni caso essere motivo di risoluzione *ex art. 1467 c.c.*, poiché tale squilibrio non rientrerebbe nell'alea normale del contratto, così come ha avuto di sostenere la dottrina, la quale ha affermato che «se si negasse la natura aleatoria dei derivati, un andamento particolarmente anormale del valore di riferimento potrebbe essere considerato alla stregua di un "avvenimento straordinario ed imprevedibile" *ex art. 1467 c.c.*, con conseguente attribuzione, alla parte svantaggiata, della legittimazione a domandare la risoluzione del contratto. Come è evidente in base alla previsione dell'*art. 1469 c.c.*, ciò non sarebbe possibile qualora i contratti derivati fossero ritenuti aleatori.».<sup>341</sup>

La dottrina ha preso differenti posizioni in merito alla aleatorietà o meno del derivato: tuttavia, come è stato sottolineato, spesso la portata del dibattito è stata oltremodo esagerata, poiché il contrapporsi delle opposte opinioni condurrebbe, all'atto pratico, a considerazioni non dissimili, per quanto improprie sul piano della qualificazione del tipo.<sup>342</sup>

C'è chi propende per l'aleatorietà del derivato, affermando proprio a proposito dello *swap* che «[quest'ultimo] è senz'altro un contratto aleatorio: la prestazione (almeno) di una delle parti, infatti, dipende da un evento futuro e incerto quale appunto la fluttuazione, tra la data di

---

<sup>341</sup> A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. Civ. e Prev.*, 2008, p. 2228.

<sup>342</sup> La considerazione è di E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 281.

conclusione del contratto e la data di esecuzione dello stesso, (del o) dei parametri presi in considerazione.».<sup>343-344</sup>

Sul versante opposto, c'è stato chi ha criticando la presunta aleatorietà del derivato, sostenendone la natura *commutativa*, desunta dal suo oggetto tipico, che consisterebbe nello "scambio in sè".<sup>345</sup>

Si escluderebbe, pertanto, la natura aleatoria del derivato, ma si riaprirebbe il problema dell'applicabilità dell'art. 1467 c.c..

Una ulteriore corrente dottrinarica ha riconosciuto natura aleatoria ad alcuni derivati e non ad altri, concludendo che «anche nei confronti dei derivati tali rimedi [quelli, cioè, di cui agli artt. 1467 e 1469 c.c.] non dovrebbero trovare applicazione, vuoi perché il singolo strumento abbia natura aleatoria [...] vuoi perché, pur avendo il singolo contratto natura commutativa, lo stesso presenti un'alea normale "illimitata".».<sup>346</sup>

## **1.2. Cenni problematici relativi ad una errata impostazione della questione.**

Come si è visto, da una parte vi è chi sostiene la natura aleatoria del contratto, con lo scopo di negare il rimedio risolutorio ordinario, ma che finisce così per proporre una definizione del derivato riduttiva e

---

<sup>343</sup> R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1997, p. 123.

<sup>344</sup> Per l'aleatorietà sembra propendere, con particolari cautele, C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 53 ss..

<sup>345</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, p. 68 ss..

<sup>346</sup> G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, 1993, p. 41.

certamente tale da contraddire la natura sinallagmatica del negozio, nonché ad aprire - probabilmente, inutili - dibattiti sulla causa.<sup>347</sup>

Dall'altra parte vi è chi sostiene, a ragione, la natura commutativa del contratto, riaprendo tuttavia il dibattito sull'applicabilità dell'art. 1467 c.c..

C'è anche chi tenta di percorrere una via di mezzo, ricorrendo ad una evanescente nozione di "alea normale illimitata", che di per sé sembra una contraddizione, dato che l'*illimitatezza* è una qualità per sua natura incompatibile con la normalità, alla quale si addice più l'attributo del *limite*.<sup>348</sup>

Si noti che, per di più, il dibattito finisce poi, sul piano pratico, per condurre ad un medesimo risultato, dato che la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta non troverà applicazione sia che il contratto venga definito aleatorio, sia che lo si qualifichi come negozio ad "alea normale illimitata".

Si ritiene sia pertanto da abbandonare la distinzione - parecchio discutibile - tra *alea giuridica* e *alea economica*, e sia necessario, piuttosto, porre l'attenzione sull'aleatorietà e sul sinallagma.

Ciò che a prima vista può sembrare incompatibile (cioè, aleatorietà e sinallagmaticità), a ben vedere non lo è, anzi: l'aleatorietà è ben compatibile con la sinallagmaticità. Come si è già ribadito, la commutatività non esclude la sproporzione delle prestazioni e l'alea

---

<sup>347</sup> In questi termini E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 283.

<sup>348</sup> Ibidem.

spiega i suoi effetti sullo squilibrio aritmetico che può porsi tra le prestazioni medesime.<sup>349</sup>

La causa commutativa di un *interest rate swap*, consistente nello scambio dei reciproci tassi di interesse, non muta di certo anche se si dovesse riconoscere una certa componente di aleatorietà legata alla variazione di detti tassi.

Ma, come giustamente ha affermato la dottrina in commento, ha poco senso domandarsi se l'aleatorietà possa derivare da una specifica pattuizione delle parti o sia altrimenti desumibile dalle disposizioni contenute nel contratto. Ciò che ha senso, invece, è riflettere sulla natura del contratto stesso: ci si renderà conto, così, che l'accordo in esame contempla normalmente il rischio legato all'eventualità della più o meno rilevante fluttuazione dei tassi di mercato, tali da produrre financo differenze notevoli tra prestazione di una parte e controprestazione dell'altra.<sup>350</sup>

«Ma allora, se il rischio, anche grave, lo squilibrio, anche eccessivo, sono componenti coessenziali alla natura e alla funzione stessa dell'accordo, come tale scientemente assunto dalle parti, cessa di avere qualsivoglia rilievo ogni diatriba in merito all'aleatorietà o meno dell'accordo. *Il rischio di un'eccessiva onerosità non potrà per definizione porsi, posto che esso concorre a costituire l'oggetto stesso dell'accordo o, se si preferisce, gli è immanente.*».<sup>351</sup>

---

<sup>349</sup> Ibidem.

<sup>350</sup> Ibidem.

<sup>351</sup> Ibidem.

Si rivela superfluo anche far ricorso al concetto di alea normale "illimitata".

In conclusione, il negozio oggetto di studio si sottrae al rimedio di cui all'art. 1467 c.c. non tanto perché *aleatorio* o ad *alea normale illimitata*, bensì perché la fluttuazione dei parametri di riferimento costituisce specificamente lo strumento per apprezzare il valore delle prestazioni dedotte in contratto e per pervenire alla loro quantificazione. L'evento esterno che influirà su tali parametri non sarà né straordinario né imprevedibile, ma ordinariamente previsto e specificamente voluto dalle parti che concludono un accordo di *swap*.

Detto con la dottrina qui in esame<sup>352</sup>, le parti non stipulano un contratto commutativo conscie di esporsi ad un rischio potenzialmente illimitato, ma stipulano un contratto commutativo in cui la valorizzazione dipende, per loro stessa volontà, proprio dalla dimensione di quel rischio: «volendo giungere ad una definizione più sintetica ed ancor più "plastica", si potrebbe dire che, mentre le parti di qualsivoglia altro contratto commutativo subiscono l'evento esterno che possa alterare il valore delle loro prestazioni, viceversa, le parti di un contratto derivato accolgono l'evento esterno quale necessario attributo dell'oggetto della loro stipulazione»<sup>353</sup>, pertanto, «al contratto derivato non si applica [...] il rimedio risolutivo di cui all'art. 1467 semplicemente perché non sarà mai possibile l'integrazione dei presupposti di tale norma. Non sarà mai possibile, cioè, qualificare l'evento esterno (fluttuazione delle grandezze economiche di riferimento) come un evento straordinario ed

---

<sup>352</sup> E. GIRINO, *op. ult. cit.*, p. 286.

<sup>353</sup> *Ibidem*.

imprevedibile, tale non essendo per definizione ciò che rientra - come nel derivato rientra - nel presupposto che conduce alla stipulazione.»<sup>354</sup>

Conclusioni simili vengono raggiunte da altra dottrina<sup>355</sup>, la quale, partendo dalla constatazione che gli argomenti addotti dalla dottrina a sostegno dell'aleatorietà dello *swap* ne sottolineano di volta in volta alcuni profili peculiari, come ad esempio il fatto che «alla scadenza prescelta una sola delle parti risulterà debitrice nei confronti dell'altra»<sup>356</sup>, o il fatto che «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»<sup>357</sup>; partendo da tali premesse, si diceva, la dottrina in esame ha sostenuto che l'incertezza intorno alla parte che dovrà corrispondere la prestazione e all'*an* della stessa, non può proprio essere accolta, proprio in ragione del fatto che lo *swap* prevede una duplicità di prestazioni, le quali sono irriducibili alla eventuale liquidazione del differenziale.<sup>358</sup>

Le obiezioni contro la tesi di coloro i quali sostengono l'aleatorietà dello *swap* (e, aggiungiamo noi, che di conseguenza sostengono l'aleatorietà dell'*interest rate swap*) sarebbero agilmente rilevabili: innanzitutto, le prestazioni oggetto del contratto sono da ritenersi determinate in funzione di parametri prestabiliti<sup>359</sup>, parametri che costituiscono

---

<sup>354</sup> Ibidem.

<sup>355</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 192 ss..

<sup>356</sup> Così F. M. GIULIANI, *I "titoli sintetici" tra operazioni differenziali e la realtà del riporto*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 86.

<sup>357</sup> Così B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 614; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 793.

<sup>358</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 190.

<sup>359</sup> Ibidem. La tesi è ripresa da F. CHIOMENTI, *Cambi di divisa a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45.

l'oggetto della negoziazione tra le parti; inoltre, non è affatto incerta l'esistenza di una o di entrambe le prestazioni né il loro ammontare: le parti si scambiano due flussi di pagamenti determinati o determinabili in base a dei parametri di riferimento.<sup>360</sup>

La dottrina citata, a questo punto, rileva giustamente che in relazione alla struttura dello *swap* potrebbe discorrersi di prestazioni determinate *per relationem*: e, in effetti, se si pensa all'*interest rate swap* non può negarsi come tale qualificazione sia la più calzante. Qui abbiamo un contratto a struttura sinallagmatica e a causa commutativa, in cui la prestazione che *una parte deve all'altra* è determinata proprio in relazione ad un parametro al quale le parti stesse fanno riferimento nel contratto: nel nostro esempio, una ad un tasso fisso (ma tale ipotesi è la meno problematica, per ovvi motivi) e l'altra a tasso variabile (ed è proprio l'ancorare una prestazione pecuniaria a tale tasso che ha acceso e alimentato il dibattito di dottrina e giurisprudenza, all'interno delle stesse e tra di loro, tra aleatorietà o meno dell'*interest rate swap*). L'oggetto del contratto, è determinato, potremmo dire, nella sua *essenza* (di obbligazione pecuniaria) e - nel caso in cui tale flusso di pagamento venga ancorato ad un tasso fisso - anche nella sua *quantità* e si tratta di prestazione *certa*; mentre, se la prestazione fosse ancorata al tasso variabile, essa rimarrebbe comunque *certa e determinata nella sua essenza*, sebbene non nella sua *misura*, pur tuttavia essendo ragionevolmente prevedibile l'andamento del tasso variabile di volta in volta preso a parametro di riferimento per la determinazione della stessa.

---

<sup>360</sup> Tale obiezione, riportata in G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 190, è anche del già più volte citato *supra* F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate and currency swap*, cit., p. 90.

L'art. 1325 c.c. elenca, come si sa, gli elementi essenziali del contratto, ponendo tra questi l'oggetto: l'art. 1346 c.c., poi, enuncia le condizioni che l'oggetto deve soddisfare, dovendo esso essere possibile, lecito, determinato o *determinabile*. Il requisito della *determinabilità* è soddisfatto quando le parti abbiano *definito il criterio per la determinazione della prestazione dovuta*,<sup>361</sup> talché l'oggetto sia determinato in base a criteri *oggettivi*, come nel caso in cui le parti abbiano previsto il *procedimento mediante il quale pervenire alla sua determinazione, comunque non unilaterale*<sup>362</sup>; l'oggetto, inoltre, è determinato pure nel caso in cui le parti lo abbiano indicato *per relationem*, abbiano cioè operato un *rinvio ad una fonte esterna, quale una raccolta di listini*,<sup>363</sup> «si ritiene pertanto determinabile l'oggetto in tutte le ipotesi in cui siano stati indicati, o comunque appaiano sicuramente identificabili, i criteri in base ai quali fissare le modalità e le quantità delle prestazioni. [...] Sono contratti con oggetto determinabile i c.d. "contratti *per relationem*" [cioè] quei contratti in cui le parti fanno rinvio per la determinazione dell'oggetto del contratto ad una *fonte esterna*»<sup>364</sup>; ancora, nelle parole di autorevole dottrina, «l'oggetto [...] può essere determinabile, in base a criteri di individuazione enunciati nel contratto stesso (c.n.) o altrimenti ricavabili. Così, per la

---

<sup>361</sup> A. TORRENTE - P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, 2013, p. 560. Gli Autori testè citati non mancano poi di annoverare, tra i contratti ad oggetto determinabile quelli in cui siano le norme a dettare criteri integrativi per la determinazione dell'oggetto, come il caso di cui all'art. 1474 c.c., comma 2, c.c., relativo alla determinazione del prezzo in relazione ai listini di borsa.

<sup>362</sup> F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ESI, 2011, p. 903; Cass. 19.03.2007, n. 6519, in *Foro It.*, 2007, I, p. 1699; Cass. 12.07.2000, n. 9235, in *Giur. It.*, p. 706.

<sup>363</sup> F. GAZZONI, *op. ult. cit.*, p. 903; Cass. 04.02.2004, n. 2111, in *Giur. It.*, 2004, p. 2283; Cass. 20.11.1993, n. 11477, in *Corr. giur.*, 1994, p. 992; Trib. Roma 10.04.1995, in *Rass. dir. civ.*, 1996, p. 460.

<sup>364</sup> F. CARINGELLA - L. BUFFONI, *Manuale di diritto civile*, 2016, Dike Giuridica, VI edizione, p. 776, ove si accenna anche alla distinzione tra *relatio formale* e *relatio sostanziale*: nella prima, le parti avrebbero contezza del fattore esterno al quale riferirsi per la determinazione della prestazione, mentre nella seconda tale evento sarebbe da esse ignorato. Per tale distinzione e per un'analisi dei negozi *per relationem*, si veda P. DI PACE, *Il negozio per relationem*, Giappichelli, 1940.

determinazione del prezzo di vendita, *si può fare riferimento a listini o quotazioni ufficiali* (c.n.) (mi darai, per le merci che ti vendo, il prezzo corrispondente alla quotazione della borsa merci del giorno della consegna).».<sup>365</sup>

L'aver fissato, pertanto, un indicatore finanziario col quale si determinerà la somma che ciascuna parte dovrà corrispondere all'altra rende definita, in dipendenza di quel valore, la prestazione, la quale, quindi, non potrà ritenersi subordinata al verificarsi di un evento futuro e incerto: qualora si opinasse in tal senso, invece, sarebbe da considerare aleatorio anche un contratto di compravendita in cui il prezzo fissato come corrispettivo sia indicato con riferimento ai listini di borsa o a prezzi di mercato di un dato giorno.<sup>366</sup>

D'altra parte, osserva la dottrina da ultimo citata<sup>367</sup>, lo *swap* è irriducibile alla fattispecie del contratto aleatorio, vuoi che si consideri quest'ultimo dal punto di vista *strutturale*, concezione che si fonda sull'*emptio spei*, contratto nel quale il compratore si obbliga a pagare

---

<sup>365</sup> In tal senso F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Cedam, 2015, volume secondo, p. 271. Altra dottrina (C. M. BIANCA, *Diritto civile*, Giuffrè, 2000, volume terzo "Il Contratto", pp. 327-330), in modo conforme, afferma che «il rapporto contrattuale può dirsi determinabile quando i criteri convenzionali e legali consentono di fissarne il contenuto», aggiungendo che «la determinabilità del rapporto rimessa ad elementi esterni all'accordo non può tuttavia essere totale, in quanto il nucleo essenziale del rapporto contrattuale deve essere direttamente stabilito dalle parti. Al riguardo, occorre rilevare che il requisito della determinatezza o determinabilità dell'oggetto esprime un'elementare esigenza di concretezza dell'atto contrattuale, e cioè l'esigenza che le parti sappiano fondamentalmente qual è l'impegno assunto (c.n.; sottolineiamo come tutto questo, cioè determinabilità dell'oggetto in relazione a fattori esterni ben presenti alle parti e oggettivi e contezza delle parti su quello che è "l'impegno assunto", è possibile trovarlo nella fattispecie che ci interessa, quella dell'*interest rate swap*) [...] Non basta, quindi, che il contratto indichi i criteri per la determinazione del rapporto, ma occorre che risulti già la causa e che risulti anche la natura delle prestazioni principali (c.n.; anche in relazione a tali circostanze, si ripete qui la considerazione testè svolta sulla determinabilità dell'oggetto in relazione a fattori esterni ben presenti alle parti e oggettivi e contezza delle parti su quello che è "l'impegno assunto") [...]».

<sup>366</sup> Così G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p.191.

<sup>367</sup> *Ibidem*, pp. 191-193.

incondizionatamente un prezzo al venditore anche se la cosa compravenduta non dovesse venire ad esistenza o sia quantitativamente o qualitativamente diversa da quella sperata o supposta al momento dell'acquisto: nulla di tutto ciò avviene in uno *swap*, dove le prestazioni oggetto del contratto sono due e sono determinate secondo parametri prestabiliti e non in funzione di un evento futuro ed incerto; vuoi che si consideri il contratto *aleatorio* dal punto di vista *funzionale*, concezione che fa leva sul fine di lucro incerto di tale tipologia contrattuale, dato che nello *swap* non si verifica l'ipotesi di arricchimento di una parte senza il correlativo arricchimento dell'altra.

Tale dottrina, partendo dalla constatazione che taluni<sup>368</sup> hanno affermato che l'inapplicabilità dell'art. 1467 c.c. al contratto di *swap* discenderebbe dalla natura aleatoria del medesimo; che altri<sup>369</sup>, pur avversando la tesi della natura aleatoria dell'accordo, consigliano alle parti di escludere espressamente il rimedio di cui al citato articolo; che altri ancora<sup>370</sup> hanno sostenuto che l'eccessiva onerosità rientri nell'alea normale del contratto; *constatato* ciò, si è a ragione sostenuto che «La risoluzione *ex art. 1467 c.c.* non può essere, quindi, esperita in relazione al variare delle determinazioni quantitative di volta in volta assunte dall'indicatore finanziario, *perché è proprio in dipendenza del diverso andamento del parametro che si realizza lo scopo per il quale il contratto di swap è stato concluso* (c.n.). Inoltre, in questo negozio, sembra difficilmente realizzabile anche la comparazione tra le contrapposte

---

<sup>368</sup> B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 617.

<sup>369</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate and currency swap*, cit. p. 92.

<sup>370</sup> F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 49 ss..

prestazioni, se non limitatamente alla loro nominale entità economica. L'assenza di una prestazione caratterizzante non consente, infatti, di rilevare le variazioni di valore di una corresponsione rispetto all'altra.».<sup>371</sup>

### **1.3. Sugli eventi estranei al rischio tipico del contratto.**

Dopo le considerazioni testé svolte, ci si potrebbe chiedere se negli accordi oggetto del presente studio esistano circostanze tali da alterare l'equilibrio dell'accordo e, pertanto, giustificare la risoluzione del contratto, nonostante si sia ripetutamente affermato che le variazioni di valore dei parametri di riferimento per il calcolo delle somme che una parte deve all'altra sia un rischio tipico del contratto e che - pertanto - non vi siano i presupposti per l'applicabilità dell'art. 1467 c.c..

Il problema è relativo ad eventi completamente estranei all'economia del contratto e di tale natura da essere considerati non appartenenti al rischio tipico dell'accordo, come ad esempio i provvedimenti degli organi di controllo. In tal caso, come ha osservato la dottrina<sup>372</sup>, «il derivato non va più inteso quale peculiare strumento finanziario fondato su una componente negoziale che "incorpora" il rischio esterno facendone un complemento dell'oggetto dell'intesa. In questa diversa prospettiva, la componente puramente contrattuale prevale su quella finanziaria.».

In un caso risalente, la Cassazione ha escluso che i provvedimenti della Consob potessero incidere sui contratti di borsa, non consentendo

---

<sup>371</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 194.

<sup>372</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 290.

l'applicabilità del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità. Si sostenne che «I provvedimenti delle autorità preposte alla borsa, laddove incidano sulla obbligazione di pagare il prezzo o il premio, non sono qualificabili eventi imprevedibili rispetto ad un negozio quale il contratto a premio semplice *dont* "ad alea normale illimitata" in relazione ai rischi della oscillazione del valore dei titoli, e non legittimano pertanto la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. [...] E mentre la straordinarietà ha una connotazione temporale (non ripetizione con frequenza e regolarità statistica), la prevedibilità attiene alle conoscenze delle parti. Ora le funzioni di vigilanza e di controllo attribuite alla Consob e al Ministro del Tesoro sono, di per sè, destinate a prevalere anche sull'autonomia negoziale [...] sia in via normale e ricorrente sia al fine di garantire il regolare andamento della borsa nell'interesse del pubblico. E siffatti provvedimenti, indipendentemente dalla loro cadenza, devono ritenersi prevedibili proprio in considerazione delle caratteristiche del sistema in cui operano e delle sue evidenti superiori necessità. E la prevedibilità deve [...] riconoscersi anche se il mercato è, al momento, regolare. Tutto ciò appartiene al sistema come caratteristica del tutto naturale e segna l'indice di efficienza dell'apparato di controllo.»<sup>373</sup>

In altre parole, secondo la Corte di Cassazione, le parti non possono sottrarsi all'esecuzione di quanto previsto nell'accordo nonostante il cambiamento di alcune regole di mercato e nonostante tale cambiamento incida sull'equilibrio patrimoniale del contratto.

---

<sup>373</sup> Cass., 25.02.1993, n. 2338, in *Foro it.*, 1993, I, p. 2192. La pronuncia rassegna le medesime conclusioni alle quali era pervenuta Cass., 04.08.1988, n. 4825, in *Foro it.*, 1989, I, p. 415.

Questo accade indipendentemente dalla natura aleatoria o meno dell'accordo, ma in quanto l'intervento di un organo di controllo è da reputarsi prevedibile e ordinario.

Per quanto riferito ai contratti di borsa, non si vedono ostacoli alla estensione di tale principio anche alle operazioni sugli strumenti finanziari.

E, tuttavia, può accadere, come osserva la dottrina<sup>374</sup>, che il provvedimento autoritativo possa causare forti disequilibri sull'economia del contratto, sino a superare lo stesso interesse di una parte alla conservazione dell'accordo. In tali casi, si fa notare, diverrebbe essenziale prevedere *espressamente* una clausola apposita volta a gestire l'eventualità di un simile provvedimento, magari consentendo - in tal caso - alla parte svantaggiata di recedere dall'accordo.

In conclusione, «il contratto rimane dunque immutabile per quanto attiene al normale squilibri derivante dall'andamento del mercato, in quanto rientrante nella configurazione del suo oggetto tipico, mentre lo squilibrio determinato dal provvedimento autoritativo diviene motivo di recesso, ma non già sulla base di una qualificazione normativa, bensì per effetto di una specifica ed autonoma pattuizione. In difetto di uno specifico accordo preventivo, la modifica normativa susseguente non avrà alcuna rilevanza sulle sorti dell'accordo che andrà quindi sempre e comunque eseguito.»<sup>375</sup>

---

<sup>374</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 292.

<sup>375</sup> *Ibidem*.

In alternativa alla facoltà di recesso, aggiungerei, si potrebbe prevedere una specifica clausola di *rinegoziazione*, in analogia con quanto previsto dalla tecnica dell'*hardship*.<sup>376</sup>

## **2. La tesi - preferibile - della natura commutativa dell'*interest rate swap*.**

Alla luce delle considerazioni svolte sin qui, appare evidente che la natura del contratto di *interest rate swap*, a ben vedere, è quella di un accordo *commutativo*.

Come si è più volte ribadito, il punto centrale consiste in ciò, che non è per nulla incerta l'esistenza di una o di entrambe le prestazioni, né il loro ammontare, in quanto le parti si scambiano dei flussi di pagamento determinati o determinabili sulla base di parametri di riferimento ben definiti, essendo inoltre *certo* chi è obbligato.

Non è da considerarsi propriamente *oggetto* dello scambio il rischio della variazione dei tassi, né costituisce esso la causa dell'accordo. Inoltre, il rapporto tra l'entità del vantaggio (cioè, lo *scambio in sé*) e la qualità del rischio sono già noti in partenza ad entrambe le parti.<sup>377</sup>

Vero è che la variazione dei tassi di interesse incide in modo generico sulla reciproca posizione dei contraenti e, tuttavia, non penetra nella

---

<sup>376</sup> Come si sa, nel linguaggio del commercio internazionale il termine *hardship* sta ad indicare una situazione sopravvenuta o sconosciuta al momento della conclusione di un contratto, al verificarsi della quale l'equilibrio economico del contratto stesso ne risulta sensibilmente alterato, rendendo così una prestazione particolarmente onerosa rispetto all'altra.

Con l'inserimento di una clausola di *hardship* in un contratto, le parti disciplinano le eventuali conseguenze giuridiche di una situazione in cui l'equilibrio contrattuale venga alterato da un fattore esterno, allo scopo di adattare i loro rapporti alle nuove circostanze, o attraverso la rinegoziazione delle condizioni contrattuali o attraverso l'intervento di un terzo che ristabilisca la parità tra le rispettive prestazioni.

<sup>377</sup> In tal senso, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 74.

struttura del contratto, non partecipando allo scambio posto in essere dalle parti.

Come è ovvio, non manca comunque un elemento di incertezza economica e l'utile finale dipenderà da circostanze future, ma questo avviene comunemente in qualsiasi contratto non ad esecuzione istantanea.

Va sottolineato che la dottrina prevalente configura l'alea dei contratti aleatori tipici come un *momento essenziale* del sinallagma che lo condiziona *ab initio*.<sup>378</sup> L'alea "normale", invece, si caratterizzerebbe essenzialmente come momento esterno alle determinazioni poste in essere dalle parti per dare concreta realizzazione al loro assetto di interessi, poiché a seguito della presenza di tale tipo di alea non si assisterà ad una vera e propria trasformazione causale del negozio.<sup>379</sup>

A voler sostenere che causa del contratto di *interest rate swap* sia lo scambio dei rischi, si svilirebbe la vera causa del contratto, elevando ad elemento causale della fattispecie l'alea normale.<sup>380</sup>

Come è stato affermato, a mo' di esempio, «nessuno dubiterebbe della natura commutativa di una permuta con numerose consegne differite [così come non dovrebbe dubitarsi della natura commutativa di uno] swap in base al quale Alfa paga 100.000 dollari all'anno per 5 anni ed in

---

<sup>378</sup> R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di dir. civ.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1975, VI, tomo II, p. 988; G. AULETTA, *Risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, p. 170; P. BUFFA, *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, II, p. 910.

<sup>379</sup> E. GABRIELLI, *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 720; ID., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I, p. 573.

<sup>380</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 75; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, cit., p. 1086.

cambio riceve da Beta 75.000 sterline all'anno. [...] Pochi dubbi sussistono [inoltre] sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine [...]. La dottrina prevalente esclude, infatti, la natura aleatoria della compravendita a termine di titoli di credito.».

In simili casi, è stato osservato che il rischio delle oscillazioni di prezzo (e conseguente variazione dei titoli) è comune al contratto di compravendita a termine dei titoli tanto quanto a qualsiasi altro contratto di compravendita ad esecuzione differita, essendo la sua rilevanza limitata al mero profilo economico dell'operazione, in quanto da mettere in correlazione con l'oggetto del contratto e non certo con la sua causa.<sup>381</sup>

D'altra parte, è anche vero che è frequente nella pratica commerciale l'ipotesi di compravendita a termine di titoli dettata da finalità meramente speculative: e, cionostante, la causa del contratto rimane sempre lo scambio di titoli verso il corrispettivo del prezzo e, rispetto a tale causa, il rischio di ampie oscillazioni del valore dei titoli non modifica lo scambio delle prestazioni tra le parti, dato che le oscillazioni di prezzo non rendono incerta la prestazione di una parte rispetto, invece, a quella certa della controparte.<sup>382</sup>

Una ulteriore prova della natura non aleatoria dell' *interest rate swap* potrebbe essere rinvenuta nel fatto che ben si potrebbero avere accordi nei quali il rischio della variazione dei tassi di interesse è neutro, in quanto incide allo stesso modo sulle prestazioni di entrambe le parti.

---

<sup>381</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 76.

<sup>382</sup> Ibidem; A. SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 453.

Basti pensare ad uno swap in forza del quale A paga a B il 10% su un milione di euro ogni anno e B paga ad A ogni mese il 7% per anno calcolato sullo stesso capitale di un milione di euro. In tal caso, come si può ben vedere, un mutamento dei tassi si ripercuoterebbe in modo identico sulla posizione di ciascuna parte dell'accordo, in quanto si troverebbero a pagare un tasso di interessi più alto - o più basso - del mercato.<sup>383</sup>

Le parti dell'accordo, comunque vadano le cose, hanno comunque ottenuto ciò che volevano, cioè *lo scambio*.

Se, per ipotesi, una parte ha stipulato uno *swap* con finalità di copertura e, pertanto, al fine di proteggersi dalla variazione (sfavorevole) dei tassi di interesse, tale protezione sarà indiscussa e *rimarrà lì*, anche qualora, non contraendo, si fosse ritrovata in una posizione migliore.

Similarmente, se una parte ha contratto con l'aspettativa che ciò che si impegna a pagare avrà in futuro un valore economico minore rispetto a ciò che riceve, non rileverà a nulla il successivo evolversi dei prezzi, se non ai fini economici personali del soggetto contraente.<sup>384</sup>

Se poi, ulteriore ipotesi, una parte contraesse con finalità di copertura e la controparte con finalità speculativa, non si vedrebbe la *ratio* del far prevalere la finalità di una sola parte (quella *speculativa*) al fine di qualificare il contratto come *aleatorio*.<sup>385</sup>

---

<sup>383</sup> Ibidem.

<sup>384</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 77.

<sup>385</sup> A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 1995, p. 80.

Quale che sia lo scopo perseguito dalle parti - di *copertura* o di *speculazione* -, esso viene soddisfatto attraverso *lo scambio in sé*. Come si sa, d'altra parte, i moventi psicologici e soggettivi delle parti, tendenzialmente, non penetrano nella struttura del contratto, modificandone la causa e, sempre tendenzialmente, non hanno rilevanza giuridica.<sup>386</sup>

Si è già parlato delle finalità che le parti possono perseguire attraverso un *interest rate swap*: di *copertura*, di *arbitraggio* e di *speculazione*. Ma tale distinzione poggia sui *motivi* del contratto, riguardando ciò che ha spinto le parti a concluderlo. Non muta lo schema dell'operazione, *ma la modalità con cui tale operazione si inserisce nell'economia individuale delle parti*.<sup>387</sup>

Se si considerassero rilevanti tali finalità ai fini della determinazione della natura giuridica del contratto di *swap*, si dovrebbe concludere che non saremmo di fronte ad un'unica tipologia contrattuale, ma a tre tipologie (se non di più, a seconda di come venga modellato l'accordo dalle parti), una per ognuna delle finalità testé enunciate, con autonoma e distinta causa. Si rischierebbe così, qualora per ipotesi una parte stipulasse a scopo di copertura e l'altra a scopo di arbitraggio, di

---

<sup>386</sup> Cass. 11.02.1946 n. 116, in *Rep. Foro It.*, 1946, voce "Obbl. e contr.", N. 64; A. PERRONE, *op. ult. cit.*, p. 85, critica coloro i quali sostengono che gli scopi che hanno indotto le parti a stipulare possano determinare la natura giuridica del negozio, sostenendo che, piuttosto, si deve porre l'attenzione su quelli che sono gli interessi che quel negozio e *oggettivamente* teso a realizzare; F. ROSSI, *Aspetti legali del mercato degli swaps in Italia*, cit., p. 90, afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di *swap*; C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre-Dicembre 1998, n. 6, p. 16; 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, p. 597 e p. 599; E. M. MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2002, p. 205.

<sup>387</sup> Così, limpidamente, F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 78.

concludere che non vi sarebbe consenso sul contratto, volendo ciascuna parte concludere un negozio differente: sarebbero validi solo i contratti conclusi da parti che perseguono finalità analoghe, con la conseguenza di non cogliere la costante di tali operazioni e di gettarle *in un'esistenza oltremodo incerta, ancorata - come sarebbe - alle finalità soggettive e mutevoli, nonché oltremodo difficili da provare, delle parti.*

E poi, lo si ribadisce, qualora un *interest rate swap* fosse concluso da una parte con finalità speculative e dall'altra con altre finalità, non si vede il motivo per il quale discriminare l'intento speculativo, dato che, come si è già avuto modo di notare nel corpo del presente studio, esso non solo non è illecito<sup>388</sup>, ma su di questo si fonda l'attività di impresa<sup>389</sup>.

Si tenga presente, poi, come è stato già ribadito nei precedenti paragrafi, che vi è una profonda differenza tra la speculazione e il gioco d'azzardo.<sup>390</sup>

«[Anche] La letteratura economica [...] ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore positivo della speculazione, la quale consente di ridurre il differenziale tra la domanda e l'offerta, rende più liquidi ed efficienti i mercati e tende a correggere i prezzi in caso di anomalie. È stato anche messo in evidenza e dimostrato che la speculazione riduce i costi finanziari delle operazioni finanziarie.»<sup>391</sup>

Funzione del contratto di *interest rate swap*, *la sua causa*, è lo scambio dei flussi di pagamento e in tale scambio la funzione del contratto trova la

---

<sup>388</sup> F. BOCHICCHIO, *op. ult. cit.*, p. 599.

<sup>389</sup> T. ASCARELLI, *Lo speculatore professionale è imprenditore commerciale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1956, I, p. 157.

<sup>390</sup> G. CAPALDO, *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 594.

<sup>391</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 80.

propria natura giuridica, avendo tale causa una *positiva funzione sociale, meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari, favorendo anche lo sviluppo dei commerci, poiché rende possibile gestire il rischio di interessi di cambio, siano essi utilizzati a fini di copertura o speculativi.*

Quella della "causa" è una nozione parecchio dibattuta e insidiosa<sup>392</sup>. Poiché non è materia oggetto del presente lavoro, ci si limiterà ad accennare alla circostanza che vi è chi sostiene che il concetto tradizionale di causa come *funzione economico sociale*<sup>393</sup> è in crisi e propende per una indagine sulla *causa concreta*, ossia per un'analisi di quelli che sono gli interessi di volta in volta sottesi al singolo contratto e che lo stesso è diretto a realizzare al di là del modello tipico adoperato<sup>394</sup>: un simile punto di vista, tuttavia, non implica automaticamente che i motivi delle parti rientrino nella causa del contratto.<sup>395</sup>

Pertanto, la *causa concreta* del contratto di *swap* può specificarsi nella funzione di scambio volto a gestire un rischio finanziario. Tale funzione tipica si attua per mezzo dei parametri variabili di riferimento (i tassi di interesse ai quali le parti fanno riferimento per il calcolo delle loro reciproche prestazioni; i tempi di esecuzione delle stesse), grazie ai quali si realizza la funzione di gestione del suddetto rischio.

---

<sup>392</sup> V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 51.

<sup>393</sup> G. B. FERRI, *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 98; G. SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. e impr.*, 2003, pp. 106-109; R. SACCO, *Il contratto*, t. 1, Trattato Sacco, Torino, 1993, p. 635; G. GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistica*, Milano, 1955, I, p. 57.

<sup>394</sup> C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, 3, Milano, 2000, p. 425; mentre G. B. Ferri discorre più precisamente di causa come *funzione economico-individuale*.

<sup>395</sup> Come specifica C. M. BIANCA, *op. ult. cit.*, p. 434.

La difficoltà di certa dottrina è probabilmente, come si è già avuto modo di sottolineare in precedenza, quella di non comprendere a fondo la *ratio* dello scambio di reciproche obbligazioni pecuniarie determinate o determinabili in base a dei precisi parametri di riferimento: come ha osservato altra dottrina<sup>396</sup>, infatti, non si è data la giusta importanza a tali parametri di calcolo delle prestazioni, che consentono proprio la gestione del rischio finanziario. L'obbligazione pecuniaria, secondo tale ultima linea di pensiero, va concepita come una *grandezza finanziaria*, diversa in relazione ai parametri di riferimento, alla struttura dei pagamenti e al metro monetario nel quale sono espresse le somme oggetto delle prestazioni.<sup>397</sup> D'altra parte, la dematerializzazione della moneta impone di ripensare alla costruzione giuridica del fenomeno, poiché non più adeguata a spiegare il debito pecuniario l'*obbligazione di dare cose generiche*.<sup>398</sup>

Lo scopo perseguito dalle parti, infatti, è quello o di proteggersi da una variazione dei tassi di cambio o per speculare sui medesimi; ancora, entrambe le parti possono utilizzarlo con finalità di protezione o per speculare, oppure ancora una specula e l'altra persegue finalità di *hedging*: in ogni caso, *qualsiasi obiettivo perseguano le parti, tali motivi non incideranno sul tipo contrattuale o sulla sua causa, rimanendo indifferenti rispetto alla struttura negoziale*.<sup>399</sup>

---

<sup>396</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, pp. 146, 193, 199, 205.

<sup>397</sup> G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 200.

<sup>398</sup> B. INZITARI, voce "Moneta", in *Digesto*, IV ed., vol. XI Civile, Torino, 1995, p. 399.

<sup>399</sup> E. M. MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2002, p. 205; G. CAPALDO, *op. ult. cit.*, p. 145, la quale afferma, in riferimento al contratto qui in esame, che la funzione realizzata dallo swap è sempre la gestione del rischio derivante dalla variabilità nel tempo di tassi di interesse e di cambio, delle quotazioni delle azioni o dei prezzi delle merci. Nell'ambito di tale

Sarebbe errato, pertanto, considerare come "causa" lo scambio dei rischi della variazione dei tassi di interesse, che in certi swap è financo inesistente.<sup>400</sup>

---

funzione, la struttura contrattuale consente di perseguire le più svariate finalità, sinteticamente ridotte a tre (di copertura, di arbitraggio e di speculazione), ma che, tuttavia, comprendono tutte le modalità con le quali si gestisce il rischio finanziario. La varietà di fini non si ripercuoterebbe sulla struttura contrattuale, né informerebbe la funzione negoziale, rimanendo indifferente rispetto alla ricostruzione del tipo.

<sup>400</sup> Tra la dottrina che si è occupata di *interest rate swap* ricordiamo B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., p. 612, il quale ha sostenuto - a nostro avviso, erroneamente - l'aleatorietà dell'*irs* estendendo a questo i risultati di un'analisi operata su una ben differente tipologia di swap, cioè i *domestic swap*. L'Autore qualifica questi ultimi swap come aleatori e estende e generalizza le conclusioni raggiunte agli altri swap. Inoltre, la prospettiva in cui si pone lo stesso è solo ed esclusivamente quella dell'importatore o esportatore che desidera coprire il rischio di variazioni dei cambi o di interessi, giungendo a sostenere, in ultima analisi, che uno dei possibili fini di una parte (o di entrambe o financo di nessuna) diverrebbe un elemento causale della fattispecie; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1997, I, pp. 123-125, sostiene che lo swap è un contratto bilateralmente aleatorio «in quanto il valore (relativo) delle due prestazioni è determinato da un evento futuro e incerto coincidente con la variazione dei tassi di interesse o di cambio: in altre parole, ambo le parti si assumono il rischio di una variazione sfavorevole». In realtà, come abbiamo più volte avuto modo di ribadire, le parti si obbligano a prestazioni ben determinate o determinabili e assumono l'obbligo di pagamenti reciproci, piuttosto che il rischio di una variazione sfavorevole che potrebbe anche non sussistere. L'Autore testè citato sostiene l'aleatorietà dello swap, inoltre, affermando che sarebbe incerto l'*an* e il *quantum* di almeno una delle prestazioni: ma, come si è visto, tale definizione mal si adatta ad un *irs* che prevede *obbligazioni di pagamento certe e ancorate a ben definiti parametri di riferimento*: probabilmente, il fraintendimento deriva dal voler accomunare entro un'unica fattispecie i *domestic currency swap* - contratti *differenziali* - e gli *interest rate swap* - contratti *di scambio* - (così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 81, nota n.91). F. CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, cit., sostiene che l'aleatorietà della prestazione risulta evidente dal collegamento degli swaps alle fluttuazioni dei tassi di interesse e di cambio: a tal proposito, è agevole obiettare che il suddetto collegamento alle fluttuazioni può mancare del tutto in numerose fattispecie di swap. Un altro autore che analizza insieme i *domestic currency swap* e gli *interest rate swap*, elaborando un'unica conclusione rispetto a fattispecie invece ben differenti tra di loro, è A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, II, 1995, p. 86, il quale afferma che i suddetti swap presentano i caratteri strutturali e funzionali della scommessa in quanto tali contratti realizzerebbero l'interesse delle parti a conseguire un vantaggio patrimoniale come mero esito della sorte. Tale conclusione, tuttavia, non può essere accettata per quanto riguarda gli *interest rate swap*, dato che in l'interesse oggettivo delle parti è, in tal caso, quello di scambiarsi pagamenti reciproci. Lo stesso Autore sosterrà l'aleatorietà del contratto basandosi sul pagamento del differenziale e facendo di tale ultima circostanza (del tutto eventuale, come più volte ribadito nel presente studio) la causa stessa del contratto. G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 599 ss.; ID., *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 600, ha evidenziato che l'equivoco in cui è caduta spesso la dottrina è quello dovuto all'aver confuso due profili diversi, l'interesse delle parti e il peculiare meccanismo di determinazione delle prestazioni: il fine speculativo non incide in alcun modo, modificandolo, sul criterio di determinazione delle prestazioni. Tra gli Autori che si sono schierati in favore della natura commutativa dell'*interest rate swap* si ricordi M. MORI, *op. cit.*, pp. 337-344; F. CAPUTO

Il rischio di variazione dei tassi di interesse può essere considerato come estrinsecazione del fenomeno dell'alea normale del contratto di swap, di quell'alea che è ben lungi dall'inerire al contenuto del contratto così da qualificarne la funzione, per quanto di fatto da porre in relazione alla esecuzione del rapporto contrattuale.

L'alea normale, si ricordi, è stata definita come quel rischio che un determinato contratto comporta a causa della sua peculiarità, rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone con la conclusione del contratto.<sup>401</sup> Ne consegue che l'applicabilità dell'art. 1467 c.c. è esclusa non tanto perché il contratto di swap sia aleatorio, bensì perché la variazione dei tassi di interesse non può considerarsi come un avvenimento straordinario ed imprevedibile, essendo, anzi, proprio tale variabilità che si pone - per così dire - a monte della causa dell'accordo e che giustifica lo scambio dei flussi di pagamento di somme determinate o determinabili in base ai suddetti parametri di riferimento.

### **3. Sulla rilevanza giuridica dell'*interest rate swap*. Profili di meritevolezza.**

Una volta definita e chiarita la natura commutativa del contratto di *interest rate swap*, possiamo proseguire nel definire ulteriormente la fattispecie.

---

NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, cit., p. 85 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziari e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 188 ss.; ID., *Contratto di swap e gioco*, cit., p. 599 ss.; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, cit., p. 49, con considerazioni svolte sui *domestic currency swap* ma estendibili a maggior ragione agli *interest rate swaps*; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, cit., p. 41; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 169 ss. e p. 254; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, cit., pp. 1086-1089; 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, p. 597.

<sup>401</sup> A. BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 173.

Trattasi di contratto *consensuale*<sup>402</sup> che si perfeziona nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione.

Trattasi di contratto *ad effetti obbligatori*: come si è visto, infatti, le parti si obbligano ad eseguire pagamenti reciproci e ripetuti nel tempo.

Trattasi di contratto *a prestazioni corrispettive*, dato che tra le due prestazioni vi è un nesso di interdipendenza, per cui ciascuna parte non sarà tenuta ad eseguire la propria prestazione, qualora non sia dovuta o non sia effettuata la prestazione dell'altra.<sup>403</sup> Ciascuna parte è al contempo debitrice e creditrice nei confronti dell'altra parte. Da una consimile qualificazione deriva, poi, l'applicabilità dell'art. 1456 c.c. ("I contraenti possono convenire espressamente che il contratto si risolva nel caso che una determinata obbligazione non sia adempiuta secondo le modalità stabilite. In questo caso, la risoluzione si verifica di diritto quando la parte interessata dichiara all'altra che intende valersi della clausola risolutiva"), l'opponibilità dell'*exceptio inadimpleti contractus* ex art. 1460 c.c., la possibilità di sospendere la prestazione nel caso di mutamento delle condizioni patrimoniali della controparte ex art. 1461 c.c., l'opponibilità della clausola *solve et repete* ex art. 1462 c.c., la possibilità di liberarsi dall'obbligazione per sopravvenuta impossibilità della prestazione, ex art. 1463 c.c..<sup>404</sup>

---

<sup>402</sup> In tal senso, E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, cit., p. 404. in giurisprudenza, si veda il lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger, 19.07.1996. in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 559 con nota di G. CAPALDO, *Contratti di swap*.

<sup>403</sup> Così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 103.

<sup>404</sup> *Ibidem*.

C'è chi, inoltre, considera lo *swap* come contratto *ab intuitu personae*, sulla base del seguente ragionamento: il contratto di *swap* comporta l'assunzione di rischi di credito notevoli e per durate spesso non brevi. Le condizioni alle quali viene concluso il contratto tengono conto dello *standing* creditizio delle parti: una società con rating elevato otterrà condizioni migliori rispetto ad una società con rating inferiore. Esisterebbe, pertanto, sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente.<sup>405</sup>

Trattasi di contratto *di durata* e ad *esecuzione periodica*: la distribuzione dei flussi di pagamento nel tempo ne rappresenta, infatti, il carattere peculiare ed è un elemento essenziale della fattispecie, che ne permea la causa.<sup>406</sup> Da ciò, l'irretroattività della condizione risolutiva, *ex art. 1360*, secondo comma, c.c., l'applicabilità rispetto alle prestazioni già eseguite del secondo comma dell'*art. 1373 c.c.* ("Nei contratti a esecuzione continuata o periodica, tale facoltà [di recesso] può essere esercitata anche successivamente, ma il recesso non ha effetto per le prestazioni già eseguite o in corso di esecuzione") e della risoluzione per inadempimento, *ex art. 1458*, primo comma, c.c..<sup>407</sup>

L'atipicità del contratto di *swap* impone un'analisi relativa alla meritevolezza, secondo l'ordinamento giuridico, degli interessi perseguiti con tali operazioni, *ex art. 1322*, secondo comma, c.c..

---

<sup>405</sup> Si tratta del ragionamento svolto da F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 103. Sostiene che lo *swap* sia un contratto *ab intuitu personae* anche M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 336.

<sup>406</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 103.

<sup>407</sup> *Ibidem*.

La natura *innominata* degli swap sembra non essere posta in discussione.<sup>408</sup>

Se per i contratti nominati, per definizione *tipici*, l'ammissibilità è implicita nella loro previsione e disciplina da parte del legislatore<sup>409</sup>, dovendosi semmai il giudizio sulla natura degli interessi perseguiti condursi su circostanze che sono estranee allo schema contrattuale (condizione, motivi, collegamento), il quale giudizio, se negativo, comporterebbe l'esclusione della coincidenza fra il contratto in concreto e lo schema astratto<sup>410</sup>; non così per i contratti innominati, la cui ammissibilità dovrebbe valutarsi caso per caso.<sup>411</sup>

Si potrebbe indagare la meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti in relazione nuovamente ad uno schema astratto qualora vi siano contratti che, seppur innominati, siano tuttavia talmente diffusi da aver acquisito un proprio *nomen* nella prassi.<sup>412</sup>

---

<sup>408</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 322; R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, II, p. 441; F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, p. 91; G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro It.*, 1992, p. 318; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, cit., p. 417; F. CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, I, 1991, p. 793; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, I, p. 613; F. CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, cit., p. 696; D. PREITE, *Contratti differenziali e art. 1933*, cit., p. 38; E. GIRINO, *I contratti*, cit., p. 211 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., p. 181 ss.; M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 87.

<sup>409</sup> «L'acquisizione dello schema, con l'elaborazione del tipo, svolge la funzione di consentire giudizi semplificati ed uniformi, giacchè diventa superfluo svolgerne ogni volta le varie implicazioni: la loro individuazione e valutazione ha luogo a priori.»: così M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 322, la quale richiama il periodare di C. BEDUSCHI, *A proposito di tipicità e atipicità dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, n. 4, p. 378.

<sup>410</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 322.

<sup>411</sup> *Ibidem*.

<sup>412</sup> *Ibidem*, ove si legge che «alla tipicità, propria dei contratti nominati, si affiancherebbe una "tipicità sociale": per i contratti innominati, tesi a realizzare una determinata funzione, che la coscienza giuridico-sociale considera positivamente, si potrebbe prescindere da specifici controlli sulla ammissibilità, se e in quanto ci si attendesse allo schema astratto.».

Quindi, i contratti tipici innominati sarebbero validi ogniqualvolta la funzione in concreto coincida con quella in astratto, se meritevole di tutela; in caso contrario, si sarebbe di fronte a fattispecie diverse.<sup>413</sup> Qualora non vi fosse uno schema tipizzato in modo sufficiente, invece, sarebbe necessario un giudizio sulla funzione negoziale così come forgiata dalle parti nei singoli casi.

Per quanto riguarda lo *swap*, la dottrina che si interroga sulla natura degli interessi che lo stesso intende realizzare si divide tra coloro che fanno leva sull'*interesse finale* del contratto e quelli che fanno leva sulla sua *struttura*.

Secondo la prima corrente di pensiero, rimarrebbero fuori da una possibile valutazione quegli interessi strumentali che equivalgono ai motivi: questi, se rimangono estranei al congegno negoziale, possono essere messi da parte nella valutazione dell'ammissibilità dei contratti innominati quali lo *swap*, non assumendo - peraltro - rilievo nemmeno nei contratti nominati: tuttavia, divengono rilevanti se penetrano nel congegno negoziale, alterandone o informandone la causa in concreto rispetto allo schema astratto e, per quanto riguarda i contratti innominati, al fine della valutazione della meritevolezza della loro funzione<sup>414</sup>: da qui «l'esigenza di allargare il campo di analisi, che sembra avvalorata dalla disposizione dell'art. 1322 c.c.: vi si consente l'impiego di tecniche formative ulteriori, rispetto a quelle predisposte

---

<sup>413</sup> Ibidem.

<sup>414</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 323; A. PINO, *Il contratto a prestazioni corrispettive*, Cedam, Padova, 1963, p. 110.

dall'ordinamento, sempreché sia rispettato il *minimum* strutturale previsto legislativamente.».<sup>415</sup>

Per quanto concerne la meritevolezza degli interessi, in dottrina prevale l'orientamento per il quale il contenuto del testé menzionato articolo vada definito più in senso negativo (cioè, accertando che il contratto non è contrario alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume) che in positivo<sup>416</sup>: con riferimento agli *swap*, l'attenzione è posta sull'esclusione di interessi corrispondenti a quelli del gioco e della scommessa, poiché se tali contratti fossero finalizzati alla loro realizzazione, si dovrebbe di conseguenza, come più volte ribadito, negare la tutela dell'ordinamento giuridico a coloro i quali risultassero creditori delle relative prestazioni pecuniarie, *ex art.* 1933 c.c.. Si è cercato di ovviare al rischio di una simile assimilazione degli *swap* al gioco e alla scommessa ribadendo che i primi sono stipulati con finalità di copertura o sostenendo che causa dell'accordo di *swap* è lo scambio dei rischi.<sup>417</sup> Tuttavia, tale soluzione non convince, in quanto vorrebbe costruire lo schema astratto di uno *swap* innestandovi un elemento del tutto soggettivo, il *motivo*, che, peraltro, potrebbe pure non essere comune alle parti o addirittura non sussistere.<sup>418</sup>

Una volta escluso che lo *swap* persegua finalità prive di rilevanza giuridica, quali quelle del gioco e della scommessa, ci si deve chiedere

---

<sup>415</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 324.

<sup>416</sup> Di contrario avviso C. M. BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto civile*, Milano, 1987, p. 432; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1973, n. XXI, tomo I, p. 681 ss..

<sup>417</sup> B. INZITARI, *Swap*, cit., p. 621.

<sup>418</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 323.

se esso realizzi interessi non meritevoli di tutela *in contrasto* con l'ordinamento, per l'esistenza di specifici divieti o di principi generali.

L'attenzione si sposta sulla *causa*: si sostiene che non possono essere stipulati negozi che ne facciano astrazione.<sup>419</sup>

Si ritiene che l'attribuzione patrimoniale di una parte debba trovare fondamento in un'altra attribuzione patrimoniale o nell'*animus liberalitatis*: la possibilità di esperire l'azione di arricchimento senza causa e di ripetizione di indebito sarebbe un chiaro segnale della inammissibilità di trasferimenti patrimoniali che non abbiano come causa né lo scambio di beni, né la liberalità.<sup>420</sup>

Una deroga sarebbe riservata esclusivamente ai negozi unilaterali, proprio per questo motivo previsti in numero chiuso, e ai contratti aleatori<sup>421</sup>, nei limiti in cui siano ammessi dal nostro ordinamento.

Orbene, come si è più volte ripetuto, l'*interest rate swap* prevede la reciprocità dei flussi di cassa, le cui somme sono determinate o determinabili sulla base di precisi parametri di riferimento e sono dovute a determinate scadenze e la prestazione di ciascuna parte soddisfa l'interesse dell'altra e costituisce presupposto per la soddisfazione del proprio interesse, uguale e contrario. Qualora si facesse riferimento al fenomeno compensativo che verrebbe in risalto ogniqualvolta la scadenza della prestazione che una parte deve all'altra è identica a quella della prestazione della controparte, potrebbe

---

<sup>419</sup> F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Jovene, Napoli, 1954, p. 156 ss..

<sup>420</sup> A. LENER, *Expressio causae e astrazione processuale*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, Jovene, Napoli, 1972, p. 765 ss..

<sup>421</sup> A. PINO, *Il giuoco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Studi in onore di F. Santoro Passarelli*, Jovene, Napoli, 1972, p. 791 ss.

emergere l'interesse al differenziale, come abbiamo avuto modo di scrivere diffusamente nei primi paragrafi del presente lavoro; tuttavia, sempre come abbiamo avuto modo di scrivere in precedenza, l'attenzione posta sul *differenziale* getterebbe nell'ombra l'importante circostanza *che la parte tenuta al versamento paga una somma di denaro, che è tale e non superiore perché incorpora il suo diritto a ricevere un flusso dalla controparte alla medesima data.*<sup>422</sup>

Si confondono spesso, in altre parole, i motivi delle parti in concreto con gli interessi che lo schema astratto degli *swap* persegue: le finalità individuali delle parti non rientrano nello schema astratto del contratto.

Giustamente, invece, osserva la dottrina che «più opportunamente, deve guardarsi al contenuto dei contratti, nell'insieme [...]. Altrimenti, non si riuscirebbe ad individuare lo scambio di flussi di cassa quale elemento caratteristico degli *swap*, da riguardarsi favorevolmente, *in quanto realizza interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico (c.n.).*».<sup>423</sup>

Il requisito della meritevolezza potrebbe essere ritenuto implicito e positivamente risolto dall'ordinamento giuridico, che ha *nominato* gli *swaps* - pur senza definirli - in vari provvedimenti legislativi.<sup>424</sup>

Una volta ammessa la meritevolezza di tali contratti, troveranno applicazione le norme generali contenute nel Libro IV, Titolo II, del

---

<sup>422</sup> M. MORI, *op. ult. cit.*, p. 326.

<sup>423</sup> *Ibidem*.

<sup>424</sup> M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1999, I, p.87.

codice civile, come ad esempio le norme sull'interpretazione del contratto (artt. 1362-1370 c.c.).

Qualcuno ha fatto notare che, ormai, si potrebbe dubitare della atipicità del contratto in esame,<sup>425</sup> partendo dalla premessa che un contratto è atipico quando, pur espressamente citato in atti normativi, manchi una disciplina predisposta dal legislatore<sup>426</sup> e dalla constatazione che sono state introdotte nel nostro ordinamento alcune norme che disciplinano particolari aspetti del negozio<sup>427</sup>. Tuttavia, è da notare che si tratta più che altro di norme dettate nell'ambito di attività regolate, come l'esercizio professionale di attività di investimento nei confronti del pubblico e valide per tutti gli strumenti finanziari, derivati e non: al di fuori di tale ambito, manca qualsiasi norma di riferimento. Come è stato fatto notare<sup>428</sup>, «le norme citate appaiono ispirate dalla volontà del legislatore di regolare l'attività piuttosto che i singoli contratti, lasciando in ombra la disciplina dei singoli negozi» e si conclude, pertanto, affermando che «l'assenza di una definizione legislativa della fattispecie e di una disciplina specifica del contratto in esame [l'*interest rate swap*, n.d.r.] lascia propendere che è forse ancora presto per poter definire tipico il contratto in esame.».

---

<sup>425</sup> C. M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi*, cit., p. 399.

<sup>426</sup> R. SACCO, in R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, tomo 1, *Trattato*, Torino, 1993, p. 420; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 422; G. ALPA, *Causa e tipo*, in AA. VV., *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, t. 1, *Trattato dei contratti*, P. Rescigno, Torino, 1999, p. 518; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974; G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966; C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, vol. 3, Milano, 2000, p. 473.

<sup>427</sup> Ad esempio, se lo swap è concluso nell'ambito di un servizio di investimento o accessorio è prevista la forma scritta a pena di nullità relativa, ex art. 23, commi 1 e 3, T.U.F.; è prevista la non applicabilità dell'eccezione di gioco, ex art. 23, comma 5, T.U.F.; è previsto l'obbligo di informativa verso il cliente circa le perdite eventualmente da questo subite, ex art. 28, comma 4, reg. int.; ecc.

<sup>428</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 106.

## CAPITOLO IV

### L'INTEREST RATE SWAP NELLO SPECCHIO DELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA

#### 1. La giurisprudenza italiana e l'*interest rate swap*.

Se ci si sofferma all'analisi della giurisprudenza relativa agli *interest rate swap*, si può notare come non siano molto numerose le decisioni che affrontano direttamente il tema della natura degli accordi in esame, avendo le medesime - piuttosto - ad oggetto la natura di operatore qualificato o meno delle controparti e delle applicazioni delle relative norme di comportamento poste a carico degli intermediari (solitamente, banche).

La Cassazione<sup>429</sup>, con decisione che, al netto della parte relativa all'importanza che la stessa sembra dare ai fini della qualificazione dell'accordo al pagamento del differenziale in via compensativa - cosa che, come più volte ribadito, è del tutto eventuale -, appare condivisibile, ha sostenuto che il contratto di *swap* è quello in forza del quale due parti decidono di scambiarsi, a date prefissate, somme di denaro calcolate sulla base di distinti parametri (quali i tassi di interesse) e con riferimento ad un capitale di identico ammontare. I contratti di *swap* prevederebbero, pertanto, due distinte modalità di calcolo in relazione alla medesima somma assunta come riferimento, il c.d. "capitale nozionale" e ciascuna modalità di calcolo si fonda su parametri differenti e da risultati differenti.

---

<sup>429</sup> Cass., 6 Aprile 2001, n. 5114, in *Corr. giur.*, 2001, p. 1062 ss.

Una più risalente ordinanza del Tribunale di Milano<sup>430</sup> si è occupata di quello che a prima vista potrebbe sembrare un *interest rate swap* ma che, a ben vedere, poco ha a che vedere con tale contratto.<sup>431</sup>

Secondo l'ordinanza in esame, il contratto di *interest rate swap* stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile *ex art. 1933 c.c.* . Tale assunto non può essere condiviso: ad avviso di chi scrive, si dà rilevanza a quello che è un mero intento della o delle parti, piuttosto che porre l'attenzione sulla causa; ancora, non si vede una valida ragione per la quale l'intento di una parte debba prevalere su quello dell'altra, finendo così, nel caso in cui una abbia concluso l'*irs* con intento speculativo e l'altra con intento di copertura, per negare la tutela giuridica e applicare l'art. 1933 c.c.; si noti, poi, come più volte ribadito, che il nostro ordinamento giuridico è, probabilmente, tutt'altro che ostile al c.d. intento speculativo.

In verità, la fattispecie analizzata dal Tribunale di Milano sembra essere quella di un contratto di opzione su tasso di interesse, noto come *cap* e/o *floor*.<sup>432</sup> L'errore non è di poco momento e rischia di essere foriero di conseguenze negative, finendo per intorbidare quella che è la reale configurazione di un contratto di *interest rate swap* e di inopportunamente colpirlo con la scure di giudizi inadeguati al tipo.

---

<sup>430</sup> Trib. Milano, 26.05.1994, pubblicata in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 79.

<sup>431</sup> In tal senso, F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 181.

<sup>432</sup> Ibidem. Sostiene l'errore di qualificazione anche C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre-Dicembre 1998, n. 6, p. 13.

Di passata, come giustamente notato da qualche Autore<sup>433</sup>, si deve porre l'attenzione anche su un altro tipo di conseguenze: si allude qui alla necessità di evitare che gli operatori si convincano del fatto che in Italia i derivati godono di una limitata tutela giuridica, poiché ne conseguirebbe «un esodo verso scelte di legge e giurisdizioni straniere che offrono piena tutela a questa fattispecie contrattuale. In sostanza è auspicabile che venga compresa anche a livello giurisprudenziale l'esatta funzione della categoria dei contratti in esame [*irs*, n.d.r.], affinché il nostro sistema finanziario non precipiti nel terzo mondo della finanza mondiale.».<sup>434</sup>

Volendo ripercorrere la strada tracciata dalla giurisprudenza, potremmo avviare un'analisi delle pronunce, prevalentemente di merito, che si sono susseguite dal 2005 ad oggi e che hanno in vario modo ricostruito la fattispecie in esame, spesso cadendo nell'antico errore di considerare l'*interest rate swap* alla stessa stregua di un gioco o di una scommessa.

La Corte di Cassazione<sup>435</sup>, pur affrontando l'analisi di un diverso contratto, il *domestic currency swap*, con affermazioni estendibili all'accordo di *irs*, ha sostenuto che «Negli swaps [...] vi sarebbe [...] lo scambio di due flussi finanziari [...] espress[i] in [...] tassi di interesse diversi.».

Altrettanto correttamente si afferma che «Il contratto di swap è contratto innominato, anche se il legislatore, senza descriverlo, ne ha

---

<sup>433</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 183.

<sup>434</sup> *Ibidem*.

<sup>435</sup> Cass., sez. I, 19.05.2005, n. 10598, in *Il caso.it*, Sez. Giurisprudenza, 255, pubb. 01.07.2007.

tenuto conto nella disciplina degli strumenti finanziari entrata in vigore in tempi successivi alla legge 1/1991 [...].»

Tuttavia, l'estendibilità agli *irs* delle considerazioni svolte dalla Corte non può andare oltre: vi si trova infatti l'affermazione secondo la quale, partendo dalla constatazione che la dottrina ha posto in luce l'eventualità che lo scambio di prestazioni pecuniarie avvenga alla medesima data e tramite pagamento del differenziale di valore tra i flussi scambiati tra le parti con liquidazione in compensazione, «è normalmente riconosciuto il *carattere aleatorio* (c.n.) del contratto» e, dopo, correttamente scrive che esso è «sovente utilizzato anche in funzione di contenimento del rischio».

Orbene, non è inutile precisare che tali considerazioni, per quanto a prima vista possano sembrare adatte a descrivere anche un tipico *interest rate swap*, tuttavia, a ben vedere, non lo sono: per quanto sia corretto, infatti, affermare che lo scambio dei flussi di pagamento può avvenire alla medesima data e tramite compensazione con pagamento della differenza di valore tra le due prestazioni, si deve comunque tener presente, come si è più volte avuto modo di ribadire, che tale ultima modalità di liquidazione della prestazione che una parte deve all'altra è *meramente eventuale*: non sempre, cioè, in un *interest rate swap* i pagamenti di una parte all'altra avvengono alla medesima scadenza e tramite compensazione. Da tale eventualità, poi, si trae la conclusione per la quale il contratto in esame sarebbe *aleatorio*: in altre parole, poiché alla scadenza solo una parte sarebbe tenuta al pagamento della prestazione (risultante dalla differenza tra quanto una parte deve all'altra e tra quanto quest'ultima deve alla prima) e la quantificazione

della somma dovuta è parametrata ad un evento incerto (la fluttuazione dei tassi di interesse), allora l'accordo avrebbe natura aleatoria. Tuttavia, a voler accedere a tale lettura, non si spiegherebbe come mai si possa parlare di *compensazione* tra le prestazioni che le parti devono l'una all'altra: presupposto dell'operare dell'istituto è, infatti, che *una parte debba qualcosa all'altra e viceversa*. Se il contratto fosse aleatorio, caratteristica desunta dall'elemento differenziale, ciò significherebbe, piuttosto, che una parte paga e l'altra no: una "perde" e l'altra "vince", giusto per voler rimanere nella logica del *gioco* e della *scommessa*. Se invece si sostiene, correttamente, che vi è, alla scadenza pattuita, *compensazione* tra le prestazioni, ciò sta a significare che *una parte già deve all'altra una ben determinata somma*, potendo operare la compensazione proprio tra due flussi di pagamento. Detto più semplicemente: la compensazione presuppone come già esistente la prestazione che una parte dell'accordo deve all'altra: Alfa deve a Beta la somma X e Beta deve ad Alfa la somma Y. Le prestazioni sono ben determinate (o determinabili). La prestazione che una parte dovrà all'altra sarà determinata da un mero calcolo dal quale si ricaverà la differenza di valore tra le somme.

Riguardo ad una pronuncia di merito del 2005<sup>436</sup> del Tribunale di Lanciano: oltre alle considerazioni già svolte nei precedenti paragrafi (si ricordi che con tale decisione il Tribunale aveva bocciato un *irs* stipulato con finalità speculative perché non ritenuto compatibile con gli scopi di una impresa non finanziaria<sup>437</sup> e nonostante non vi sia alcuna

---

<sup>436</sup> Trib. Lanciano, 06.12.2005, in *Giur. Comm.*, II, p. 131.

<sup>437</sup> La «posizione individuale della parte» e «il contesto generale di mercato in cui i derivati si inseriscono» sono presi in considerazione da C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 83, il quale sostiene che non è un caso se entrambi gli elementi testé elencati siano stati presi in considerazione ai fini del

disposizione normativa che vieti a tali imprese di speculare concludendo un *irs*), per quanto si possa essere d'accordo con il medesimo quando sostiene che il contratto di *interest rate swap* avrebbe evidenti analogie con il contratto di assicurazione, in quanto l'imprenditore, (già) debitore della banca in forza di mutuo a tasso variabile, con la stipula del medesimo si proteggerebbe dal rischio di un eccessivo rialzo del proprio tasso variabile (obbligandosi, invece, grazie all'*irs*, alla corresponsione di un tasso fisso), tuttavia non ci si può non discostare dalle ulteriori conclusioni, secondo le quali il contratto in esame sarebbe un contratto aleatorio (per quanto si sostenga, nella medesima pronuncia, che l'oscillazione dei tassi è un evento connaturato all'alea *tipica* di tali contratti, in quanto le oscillazioni di mercato, anche le più ampie, in tale ambito, sono normalmente possibili): con l'accordo di *interest rate swap* si dà vita ad un contratto di tipo *commutativo*, ove le prestazioni sono due e sono determinate o determinabili secondo parametri prestabiliti e non in dipendenza di un evento futuro ed incerto. Per tale motivo non è un contratto aleatorio né secondo la concezione *strutturale* di quest'ultimo (secondo la quale lo schema contrattuale si fonda sull'incertezza sull'*an* e sul *quantum* della prestazione), né secondo la concezione *funzionale* dello stesso, secondo la quale un contratto aleatorio avrebbe funzione di lucro incerto: nello swap non si verificherebbe, infatti, l'ipotesi di arricchimento di una parte senza il correlativo arricchimento dell'altra.<sup>438</sup>

---

giudizio di meritevolezza dei derivati: e non sarebbe un caso in quanto si dovrebbe discorrere, a tal proposito, sia di quanto la controparte dell'intermediario sia stata correttamente informata in merito all'impegno assunto, sia dell'eventualità di una possibile disapprovazione da parte dell'ordinamento di facili ed ingenti guadagni a fronte di impegni relativamente ridotti.

<sup>438</sup> Così G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 192. Per l'analisi della questione, si rimanda a quanto scritto nel Cap. II, Sez. II, par. 1.2.

Le conclusioni del Tribunale di Lanciano non sono condivisibili, inoltre, perché dall'eventualità che l'*interest rate swap* sia concluso a fini speculativi, automaticamente si desume che esso sia assimilabile al gioco e alla scommessa<sup>439</sup>, con tutte le conseguenze che si sono analizzate nel corso del presente studio e che qui, brevemente, si richiamano: premesso che tale conclusione parte dall'errato presupposto che l'intento speculativo sia assimilabile ad un gioco o ad una scommessa - e si è visto che così non è -, si finirebbe per dare prevalenza ai *motivi* che hanno indotto le parti a stipulare e non si

---

<sup>439</sup> Conclusione, questa, alla quale giungerà anche Trib. Monza, 17.07.2012, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Critico verso la posizione assunta dal Tribunale di Monza D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. Dir. Banc.*, *dirittobancario.it*, 3, 2013, il quale non condivide l'affermazione secondo la quale «a secondo di come vengono strutturati, gli *IRS* possono essere utilizzati con finalità di copertura dei rischi legati alla variazione di tassi di interesse (o di cambio), vale a dire con scopo di tipo "assicurativo", senz'altro lecito e meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c., o con finalità meramente speculative che, riducendo lo strumento ad una mera scommessa, danno luogo ad obbligazioni non azionabili», sostenendo che la natura degli *irs* sarebbe *sempre quella di scommessa autorizzata ex art. 1935 c.c.*. L'Autore, però, subito dopo sembra voler temperare tale affermazione, sostenendo che bisognerebbe poi vedere se, in concreto, la parte non abbia concluso una scommessa simile per finalità non speculative, ma di copertura: in altre parole, l'Autore parla di una *scommessa* che potrebbe avere una *funzione di copertura*, con quella che sembra una forzatura logica. A voler così ragionare, infatti, anche il contratto di assicurazione potrebbe essere qualificato come una scommessa autorizzata, dove una parte scommette (la somma costituita dal premio versato all'assicuratore), sfidando la sorte e sperando di vincere la prestazione della controparte (sperando, cioè, si badi! di incorrere in un sinistro, così quantomeno non avrà sprecato il premio versato e avrà "vinto" l'indennizzo). A ben vedere, tali conclusioni risultano difficilmente sostenibili, anche per le motivazioni già indicate nel corso del presente lavoro. In modo tendenzialmente analogo, nel suo recentissimo saggio, C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 112 ss., il quale sostiene la natura essenzialmente *speculativa* dei derivati (e, pertanto, aggiungiamo noi, anche di un *irs*), in quanto tale funzione sarebbe *immanente agli stessi* (dato che tramite i derivati si vorrebbe conseguire *sempre* un guadagno costituito dal differenziale conseguente alle variazioni delle quotazioni del mercato), mentre la funzione di *copertura* sarebbe soltanto *eventuale* (estrinsecandosi nell'*uso che di tale guadagno la parte "vincente" ha intenzione di fare e nelle ragioni per le quali ci si espone al rischio di una perdita*). Di *irs* come contratti aleatori e sostanzialmente qualificabili come "scommesse" volte alla gestione del rischio o a finalità speculative discorrerà anche Trib. Cuneo, 14.06.2012, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it). Nello stesso senso di tale ultima pronuncia anche App. Bologna, 03.02.2014 n. 734, reperibile su <http://pluris-cedam.utetgiuridica.it/>, Trib. Milano, 16.06.2015, n. 7398, reperibile su <http://pluris-cedam.utetgiuridica.it/> e Trib. Milano, 09.03.2016, n. 3070, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it). In dottrina è stata sostenuta la natura essenzialmente di scommessa di un *irs* concluso con finalità speculative da M. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 571 ss., sulla base del fatto che con tali accordi si creano scambi «fittizi» e non di beni «reali»: una parte, altre parole, "punta" su un evento (= la variazione del tasso di interesse) e, se tale evento si verifica nel senso di produrre un vantaggio per tale parte, quest'ultima "vince" il premio (= la corresponsione del differenziale).

spiegherebbe perché essi possano avere rilevanza *a struttura contrattuale invariata*, dato che un *irs*, sia esso concluso con finalità di copertura o di speculazione o di arbitraggio, presenta comunque la medesima struttura, lo scambio, cioè, di due flussi monetari ancorati ciascuno a parametri ben determinati; si riterrebbe applicabile, inoltre, l'eccezione di gioco *ex art. 1933 c.c.*, con conseguente *denegatio actionis* alla parte che risultasse creditrice della prestazione pecuniaria della controparte.

A conclusioni, invece, condivisibili giunge una sentenza di merito del 2006<sup>440</sup>, nella quale, dopo che si è ben inquadrato il contratto di *interest rate swap*, si sostiene che il fatto stesso che l'ordinamento preveda tali tipi di accordi è indice della possibilità che, quantomeno in astratto, essi siano meritevoli di tutela. Vi si trova un cenno all'eventualità che, invece, non lo siano se conclusi per finalità di speculazione: tuttavia, nella medesima decisione si fa - correttamente - presente che non ha più senso porsi tale problema, in quanto l'art. 23 T.u.f. ha escluso espressamente l'applicabilità agli accordi in questione dell'art. 1933 c.c. e, pertanto, sembra che lo stesso legislatore abbia considerato meritevoli di tutela anche gli *irs* conclusi con finalità di speculazione.

C'è da fare solo una precisazione: se è vero che gli *interest rate swap* sono meritevoli di tutela anche quando conclusi con finalità speculative, ciò non è reso possibile tanto dall'inapplicabilità dell'art. 1933 del c.c. sancita nell'art. 23 del T.u.f., quanto per il fatto che la speculazione, ben lungi dall'essere analoga ad un gioco o ad una scommessa (così come sembra adombrare la pronuncia in esame, quando afferma che prima dell'art. 23 del T.u.f. aveva senso porsi il problema dell'applicabilità

---

<sup>440</sup> Trib. Firenze, sez. III, 08.07.2006, reperibile su *iusexplorer.it*.

dell'eccezione di gioco agli *irs* e della meritevolezza degli *irs speculativi*), è essa stessa, come si è avuto modo di sostenere nel corso del presente studio, meritevole di tutela, in quanto volta a finalità che non sono assimilabili ad obiettivi ludici o di mero svago. Più che un esplicito riconoscimento di meritevolezza degli *irs speculativi*, pertanto, l'art. 23 in questione sembra essere meramente ricognitivo di una meritevolezza che *lo precede* e di cui esso è, semmai, un (*importante*) *indizio*.

Sul carattere dell'aleatorietà degli accordi in esame concorda una ulteriore pronuncia di merito<sup>441</sup>, nella quale si discorre di alea "zoppa", con ciò intendendo far riferimento al fatto che i tre contratti di *irs* stipulati tra la banca ed il cliente avevano determinato il sorgere di rischi di perdite solo per quest'ultimo e che, in definitiva, la banca aveva lucrato sulle ingenti perdite del cliente, perdite dovute all'assetto contrattuale *ictu oculi* squilibrato in favore della banca, la quale ha inoltre mancato di curare gli interessi del cliente investitore, non consigliandogli - come avrebbe dovuto - operazioni adatte agli scopi (di copertura) dello stesso.

Sembra emergere in questa sede il problema della presunta, necessaria, *bilateralità dell'alea* in tale tipologia contrattuale: in estrema sintesi, partendo dal presupposto che gli *irs* siano contratti aleatori, si da per assodato che l'alea debba ricadere in modo eguale su entrambi i contraenti. Ora, non essendo questa la sede per analizzare il fondamento ed i risvolti di tale tesi, si potrebbe azzardare una diversa conclusione.

---

<sup>441</sup> Trib. Novara, 18.01.2007, reperibile su *iusexplorer.it*.

In questa, come nelle ulteriori sentenze che andremo ad esaminare, sembra emergere una costante: una banca stipula degli *irs* che puntualmente vanno a (forte) svantaggio del cliente di turno. E il giudice cerca di ovviare a tale problema. Partendo dalla premessa che il contratto in esame sia aleatorio, ovviamente, non si può far ricorso agli istituti della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta o alla rescissione per lesione: si ritiene, pertanto, di dover abbracciare la tesi dottrina della necessaria bilateralità dell'alea, finendo per concludere che nei casi di specie esaminati, poiché l'alea non ricade su entrambe le parti ma solo e sistematicamente sul cliente della banca, allora difetterebbe la causa del contratto, poiché sarebbe inconcepibile un *irs* in cui l'alea sia *unilaterale*.

Tuttavia, poiché come si è avuto modo di sostenere più che di un contratto aleatorio si dovrebbe parlare di un *irs* come di un contratto con causa *di scambio* le cui prestazioni siano determinate o determinabili *per relationem*, ben si potrà sostenere che, dato che *mancherebbe uno scambio* (nel caso di contratto consegnato in modo tale che il cliente debba qualcosa alla banca ma quest'ultima non debba nulla al primo), *mancherebbe di conseguenza anche la causa* e il contratto di *interest rate swap* sarebbe da considerare *nullo*. Tutt'al più, a voler avanzare ulteriori - mere - ipotesi o spunti di lavoro, si potrebbe tentare una differente soluzione.

Una ulteriore via da percorrere potrebbe essere quella di considerare una eventuale responsabilità precontrattuale *ex art. 1337 c.c.*: si potrebbe ipotizzare, infatti, una violazione delle regole di buona fede durante il corso delle trattative da parte della banca, la quale viola gli specifici

doveri di informazione che in sede di trattative è tenuta ad adempiere nei confronti della controparte, così come prevedono l'art. 21 T.u.f.<sup>442</sup> e gli artt. 28 e 29 del Reg. Consob n. 11522 del 1998<sup>443</sup>.

---

<sup>442</sup> Reperibile su [www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa\\_In/dlgs58\\_98.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs58_98.htm), ove si legge che «1. 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 (c.n.);*
- b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (c.n.);*
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti (c.n.);*
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.*

*1-bis.* Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;*
- b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;*
- c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.*

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente.»

<sup>443</sup> Reperibile su [www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/storico\\_intermediari\\_11522.html](http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/storico_intermediari_11522.html), ove si legge che « Art. 28 (Informazioni tra gli intermediari e gli investitori) 1. Prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio (c.n.). L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3. 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento (c.n.) o disinvestimento. 3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una 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. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito. 4. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si

In quest'ultima eventualità, poi, si discorrerà delle conseguenze della violazione di tali ultime norme richiamate. La Corte di Cassazione a Sezioni Unite<sup>444</sup> ha affrontato tale questione: partendo dalla premessa che le norme che dettano specifici doveri in capo agli intermediari sia durante le trattative che durante l'esecuzione del contratto e che concretizzano il dovere di diligenza nella gestione degli interessi dei clienti hanno natura imperativa, si interroga sulle conseguenze della violazione di tali doveri, che non necessariamente ritiene debba essere la *nullità* dei contratti. La Corte riafferma il principio per il quale una cosa sono le norme comportamentali dei contraenti e altra cosa sono le norme in tema di validità del contratto: la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto, ove si traduca in forme di non corretto adempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul contraente, ma non incide sulla genesi dell'atto negoziale, quantomeno nel senso che non è idonea

---

sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10% di tale controvalore. 5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute;

Art. 29 (Operazioni non adeguate) 1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. 2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. 3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.».

<sup>444</sup> Cass., Sez. Un., 23.10.2007, n. 26724, in *I contratti*, 2008, p. 221 ss..

a provocarne la nullità. Tale principio va tenuto fermo anche nel settore dell'intermediazione finanziaria, sostiene la medesima pronuncia, in quanto non è dato riscontrare una diversa volontà del legislatore, *in subiecta materia*, di far discendere una nullità consequenziale alla violazione delle suddette norme comportamentali richiamate nel T.u.f.<sup>445</sup>.

La pronuncia in esame, inoltre, a proposito della inassimilabilità dell'intento speculativo sotteso ai contratti in esame al giuoco e alla scommessa, giustamente rileva che «*la mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un gioco o ad una scommessa (c.n.)*, cui sia applicabile il regime

---

<sup>445</sup> Le Sezioni Unite proseguono affermando che «Richiamando la distinzione già prima tracciata tra gli obblighi che precedono e accompagnano la stipulazione del contratto d'intermediazione e quelli che si riferiscono alla successiva fase esecutiva, può subito rilevarsi come la violazione dei primi (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità - mai comunque la nullità - del contratto per vizi del consenso) è naturalmente *destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui oovviamente discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni* (c.n.). Non osta a ciò l'avvenuta stipulazione del contratto. Infatti, [...] la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non soltanto nel caso di rottura ingiustificata delle trattative, ovvero qualora sia stipulato un contratto invalido o inefficace, ma anche se il contratto concluso sia valido e tuttavia risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorretto [...]. La violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto di intermediazione finanziaria in corso. [...] In conclusione, va perciò enunciato il principio per cui la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.».

giuridico dettato dal citato art. 1933 c.c.; [...]». Ma c'è di più: la Suprema Corte, infatti, sembra decisamente aderire alla tesi della dottrina più volte citata nel corso del presente studio e con la quale ci si sente di concordare, la quale sostiene che la tipologia di contratti, esaminata nel presente lavoro, può essere utilizzata vuoi per finalità di copertura, vuoi per finalità speculative, il tutto *a struttura contrattuale invariata*. Si legge, infatti, nella citata pronuncia, che «[Tali contratti] pur comportando *un certo grado di alea* (c.n.) e pur potendo essere anche *ispirati* (c.n.) da intenti speculativi da parte di chi quelle operazioni abbia disposto, *non sono di per sé necessariamente riducibili ad una scommessa* (c.n.) [...], potendo *altrettanto ragionevolmente fungere da strumenti di stabilizzazione del rischio* (c.n.)».

Anche la Suprema Corte, pertanto, sembra consapevole del fatto che l'intento speculativo o di copertura non si ripercuote, modificandola, sulla struttura del contratto, la quale non muta secondo che l'intento delle parti sia di *hedging* o di mera speculazione, la quale ultima finalità, comunque, non renderebbe assimilabile i contratti in questione ad un gioco o ad una scommessa. Si noti inoltre che la Corte più volte, nella citata pronuncia, discorre di "*un certo grado di alea*" che sarebbe presente nei contratti testé menzionati: tale periodare ci risulta congeniale. Non si legge, infatti, che tali accordi siano *aleatori*, richiamando così l'annoso dibattito sulla struttura dei contratti aleatori e sulla assimilabilità degli *irs* a questi ultimi, ma si riconosce solamente e con molta cautela, che un qualche elemento di incertezza inerisce a tali accordi (come, peraltro, avviene in quasi tutti i negozi non ad esecuzione istantanea): con tale affermazione si può essere d'accordo, essendo indubbio il fatto che, per quanto si sostenga qui la commutatività del contratto di *interest rate*

*swap*, tuttavia non si può negare che l'oscillazione dei tassi di interesse può comportare un elemento di alea che è connaturato ai contratti in esame senza tuttavia caratterizzarne *il tipo*.

Alla sentenza da ultimo citata aderisce, in punto di conseguenze relative alla violazione degli obblighi informativi, il Tribunale di Vicenza<sup>446</sup>, il quale, tuttavia - a nostro modesto avviso, *aprioristicamente* - afferma che un *interest rate swap* concluso con finalità speculativa è più rischioso di un *interest rate swap* concluso con finalità di copertura<sup>447</sup>, senza dar conto di come una tale affermazione possa coniugarsi con un contratto che, sia esso concluso per una finalità o per l'altra, presenta *la medesima struttura* (scambio di flussi di pagamento a date prefissate e ancorati a parametri di riferimento ben precisi). Anche in tale pronuncia si legge che l'*irs* è un contratto aleatorio.

Il Tribunale di Bologna<sup>448</sup>, esaminando un contratto di *interest rate swap* con clausola *upfront*<sup>449</sup>, ha correttamente affermato che «[l'*irs*] è caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo) [...] La funzione economico-giuridica del contratto [è] lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti - correndo il rischio della loro differenza - si sono obbligate a scambiarsi. [...] Ovviamente, questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente

---

<sup>446</sup> Trib. Vicenza, 29.01.2009, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>447</sup> In tal senso anche Trib. Roma, Sez. III del 12.07.2011

<sup>448</sup> Trib. Bologna, Sez. II, 14.12.2009, n. 5244, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>449</sup> Trattasi di un pagamento anticipato di una parte a favore dell'altra.

sul tasso di interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è - si ripete - un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere (c.n.).».

Nel segno di una eccessiva valorizzazione dell'elemento aleatorio nel contratto di *interest rate swap* si colloca una ulteriore pronuncia di merito<sup>450</sup>, la quale fa inoltre leva sulla nozione di *causa in concreto*, bocciando un *irs* che, stipulato nelle intenzioni del cliente della banca con finalità di copertura, era risultato poi essere particolarmente sconveniente e squilibrato a tutto vantaggio della banca, la quale lucrava sulle passività del cliente e derivanti dai precedenti contratti da questo conclusi con la banca stessa. In altre parole, la controparte della banca stipulava una serie di *irs* per ristrutturare le passività derivanti da altri rapporti con la banca stessa e da altri *irs* con quest'ultima stipulati: tuttavia, ogni successivo *irs* incorporava le passività derivanti ai precedenti e ciò, unito agli ulteriori costi per la conclusione dei successivi contratti, aveva finito per frustrare lo scopo di copertura del cliente.

Al netto delle considerazioni svolte sulla (non corretta, a parere di chi scrive) qualificabilità dell'*interest rate swap* come contratto aleatorio, bisogna osservare che, per il tramite della *causa in concreto*, si finisce pericolosamente per dare nuovamente rilevanza ai *motivi* che hanno indotto una parte a contrarre e, magari, a tutto discapito dei motivi dell'altra. Si osservi, inoltre, che il Tribunale, parte dall'aprioristica e del tutto indimostrata premessa per la quale gli *irs* avrebbero in sé stessi

---

<sup>450</sup> Trib. Bari, 15.07.2010, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

*connaturata al tipo sociale la funzione di copertura del rischio, rendendosi così necessario verificare se, in concreto, tale causa sia presente anche nel singolo contratto concluso hic et nunc e, pertanto, finendo per bocciare un irs che non presenti una causa concreta di copertura del rischio.*

Ma l'*irs*, a ben vedere, si presenta come contratto commutativo, sia quando è concluso per finalità speculative, sia quando è concluso per finalità di copertura. Certamente, si può essere d'accordo sul valutare il senso di una operazione finanziaria *nella sua globalità, considerando il contesto dell'operazione giuridico-economica in cui l'interest rate swap si inserisce*<sup>451-452</sup>, ma non per questo si potrà discorrere di mancanza di causa (di copertura) del singolo *irs*, potendosi semmai discorrere di errore sull'oggetto del contratto o *sulla natura del contratto stesso che, in*

---

<sup>451</sup> Così come sembra aver fatto Trib. Brindisi, 29.01.2013, reperibile su *www.ilcaso.it*, ove si è ritenuto che vi fosse un collegamento negoziale tra il mutuo stipulato tra la banca e il cliente e l'*interest rate swap* tra gli stessi negoziato (con *emersa* finalità di protezione dalla variazione dei tassi di interesse del primo) e, premesso ciò, poiché il mutuo era stato risolto, anche l'*irs*, ha stabilito il Tribunale, doveva considerarsi risolto, essendo venuta meno la ragione economico-giuridica dell'operazione, ritenendo pertanto applicabile il principio del *simul stabunt, simul cadent*. In senso analogo Trib. Lucera, 26.04.2012, in *Giur. Comm.*, 2014, 1, II, p. 62 ss. con nota di C. ROBUSTELLA, *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap*.

<sup>452</sup> Tale nostra opinione sembra trovare conforto in quanto sostenuto in un recentissimo saggio da C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 47, ove l'Autore sostiene che, al fine di delineare il "tipo" *derivato*, questo va colto non solo sul piano dello *strumento contrattuale*, ma anche nella *intera operazione*, concetto che, sostiene l'Autore, a sua volta evoca quello della "causa in concreto"; tale concetto, riteniamo, potrebbe essere utile al fine di delineare l'operazione economica messa in atto dalle parti *nella sua globalità*, al fine di meglio stabilire che *tipo* di negozio (*rectius*, di *operazione economica*) le parti hanno posto in essere. Lo stesso Autore sostiene che l'esigenza di individuare la *ragione concreta* dell'operazione sembra una necessità dettata dall'essere il derivato costituito da promesse di pagamento di somme pecuniarie che, *di per sé*, sarebbero *astratte, promesse allo stato puro*; per individuare la *ragione* di tali promesse, pertanto, sarebbe necessario cercare la loro *causa* in elementi esterni all'accordo stesso. Secondo l'Autore, la ricerca di una *cause suffisante* è stata ricercata dalla dottrina seguendo una prospettiva tecnicamente diversa da quella che si volge alla ricerca di una "causa esterna", considerando cioè elementi estrinseci al meccanismo contrattuale che con il derivato si vuole instaurare ma ai quali viene assegnato il ruolo di indici utilizzabili per la valutazione giuridica *in concreto* dello stesso: è quello che accadrebbe quando vengono presi in considerazione elementi come la *posizione soggettiva* dei contraenti e le loro motivazioni; una prospettiva, questa, dallo stesso Autore non condivisa, in quanto equivarrebbe a cercare una *causa esterna*, come ad esempio quella di *copertura*, non tanto in un rischio *oggettivo* da coprire, ma nelle posizioni soggettive dei contraenti, che sarebbero a loro volta *presupposto per l'effettivo funzionamento di una causa, sia essa di copertura o di speculazione*.

*astratto commutativo, finisce per essere privo del connotato dello scambio delle prestazioni.*

A voler essere più precisi, come ha affermato la dottrina<sup>453</sup>, «la valutazione della meritevolezza e della liceità di un negozio richiedono, anzi rendono doveroso, far riferimento *al complessivo affare, perché il giudizio è sul fatto e non deve limitarsi ai ristretti confini del singolo negozio (c.n.)*. Il riferimento alla finalità di copertura è, in questa prospettiva, assolutamente condivisibile (c.n.<sup>454</sup>). Per converso, l'individuazione della funzione economico-sociale realizzata da questi contratti deve emergere con autonomia rispetto all'operazione sottostante, in ragione della peculiarità del negozio concluso dalle parti. (c.n.)».

Poiché, infatti, spesso l'*irs* accede ad un ulteriore contratto, si è posto il problema di valutare l'accordo in esame alla luce del *collegamento negoziale* con ulteriori contratti (che è quanto si sottintende quando si parla di "causa di copertura" di un *interest rate swap* stipulato per arginare il rischio di un eccessivo aumento del tasso variabile al quale è stato contratto un precedente mutuo). Orbene, afferma giustamente la dottrina in esame che, a voler giudicare costantemente uno swap solo in funzione di una intera operazione economica, si finirebbe per denegare qualsiasi rilevanza dello stesso come *negozio autonomo*, finendo per considerarlo come una mera clausola accessoria ad un contratto di finanziamento (se stipulato con scopo di copertura).<sup>455</sup>

---

<sup>453</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999, p. 133.

<sup>454</sup> Nel senso di una valutazione della complessiva operazione posta in essere dalle parti al fine di valutarne la meritevolezza, sembra propendere anche Trib. Roma, Sez. III, 12.07.2011, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>455</sup> Ibidem.

L'individuazione di una specifica causa del contratto di *interest rate swap*, considerato di per sé solo, è pertanto doverosa.

Se proprio di mancanza di causa si vorrà discorrere, si dovrà parlare di mancanza di scambio del singolo contratto di *irs* che vede indebitamente una parte arricchita a tutto discapito dell'altra, senza che vi sia una controprestazione della parte (arricchita) nei confronti dell'altra.

Per tali motivi non si può non essere d'accordo con una ulteriore pronuncia di merito<sup>456</sup>, ove ben si rileva che dottrina e giurisprudenza hanno da tempo superato la distinzione tra finalità di copertura e di speculazione al fine di individuare la causa meritevole di tutela soltanto nell'esigenza di copertura dalla variazione del sottostante, svincolando così la causa e la meritevolezza dal richiamo alle finalità soggettive dei contraenti. Così come, correttamente, si afferma, nella medesima pronuncia, che il «il sinallagma negoziale e la commutatività delle prestazioni [...] sono perfettamente sussistenti in siffatte operazioni *nel momento genetico* (c.n.) [...] e [...] nella sostanza l'accordo contempla espressamente il rischio delle fluttuazioni e l'alterazione delle reciproche prestazioni. *La componente aleatoria [è] compatibile con i reciproci e commutativi impegni* (c.n.). Impegni e struttura che, per come si atteggiavano concretamente, rendono inapplicabile il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta ed inapplicabile l'art. 1933 c.c. [...]». Tuttavia, anche tale pronuncia sembra ricadere nell'errore di utilizzare il concetto di "alea bilaterale" per valutare la meritevolezza degli *interest rate swap*, dato che vi si legge che, poiché in

---

<sup>456</sup> Trib. Milano, 19.04.2011 n. 5443, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

tali accordi l'oggetto sarebbe lo scambio dei rischi, si passa a verificare se vi sia effettivamente alea in capo ad entrambe le parti, per poi rispondere affermativamente e approvare gli accordi in questione<sup>457-458</sup>.

Di "squilibrio di alee" discorre anche il Tribunale di Torino<sup>459</sup>, il quale, dopo aver attinto a piene mani dalle motivazioni della pronuncia del

---

<sup>457</sup> Negherà che vi sia alea *razionale* in caso di *unilateralità* della medesima, App. Milano, 17.07.2013 n. 3459, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it) (conforme, Trib. Roma, Sez. III, 08.01.2016 n. 212 reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it); si veda, inoltre, la nota critica di V. LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 3459 del 18 Settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, in *Riv. Dir. Bancario*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), I, 2014, ove si sostiene la non divisibilità delle conclusioni della Corte, nella parte in cui fa discendere la nullità dell'*irs per mancanza di causa* dal mancato assolvimento degli obblighi informativi posti a carico della banca), che pertanto boccherà un *irs* in quanto l'alea grava tutta su una parte dell'accordo e non su entrambe (e si veda a tal proposito la nota critica di M. DI VINCENZO, *I derivati OTC e la "via breve" per compensare l'investitore - Nota alla sentenza della Corte di Appello di Milano, Sezione I civile, 18 Settembre 2013*, in *Dir. e norm. finanziaria*, a cura di C. Visco e S. Orlando, 2013, n. 4, pp. 478-498 e 2014, n. 1, pp. 103-113). Anche in tale pronuncia, poi, si legge che gli *irs* sarebbero una scommessa autorizzata *indipendentemente* dalle finalità concrete che gli stessi possano assumere, finendo per sostenere che le parti, tramite un accordo di *irs*, scommettono al fine di *speculare o anche (sic!) al fine di proteggersi dalle variazioni sfavorevoli dei tassi di interesse*. Di alea "bilaterale" e "unilaterale" discorrerà anche, per escludere che nel caso esaminato vi fosse quest'ultima, Trib. Roma, Sez. IX, 25.10.2013, reperibile su <http://pluriscedam.utetgiuridica.it>, il quale, osservando correttamente che la finalità di copertura e la finalità speculativa sono entrambe meritevoli di tutela, concluderà sostenendo che l'accordo sottoposto al suo esame presentava una finalità di copertura quantomeno *in astratto* e, nonostante questa non sia stata poi raggiunta e non potendosi giudicare *ex post* della compatibilità del congegnato accordo con la finalità suddetta, ha concluso sostenendo che a ben vedere l'alea fosse a carico di entrambe le parti e non di una soltanto, ritenendo pertanto di non dover bocciare l'*interest rate swap* sottoposto al suo esame.

In senso adesivo alla pronuncia della Corte di Appello di Milano testé citata e del Tribunale di Torino menzionata alla nota immediatamente successiva, si veda F. CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, n. 2, GIUFFRÈ, parte II, p. 183.

Per una prospettiva interpretativa ulteriore, si veda quanto sostenuto da C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 191 ss., il quale afferma che se un derivato non negoziato nel mercato regolamentato non riproduce per la determinazione del suo valore la *logica di mercato*, come ad esempio avviene quando, concluso per finalità speculative, si finisca col porre passività tutte a carico di una sola parte, più che di alea "unilaterale" o "bilaterale" debba più correttamente parlarsi di *mancanza di causa tout court*.

<sup>458</sup> Sostiene invece che mancherebbe *tout court* l'alea se i rischi sono tutti a carico di una parte e non dell'altra, Trib. Milano, Sez. IV, 22.12.2015 n. 14622, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), ove si legge che è ben possibile che le parti decidano di non accollarsi rischi uguali, ma gradati in modo differente, Tuttavia, in tal caso, come appena scritto, non si parlerebbe di alea *unilaterale*, bensì sempre di alea *bilaterale ma con rischi calibrati in modo differente*.

<sup>459</sup> Trib. Torino, 17.01.2014, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (pronuncia appellata ed integralmente confermata: App. Torino, Sez. I, 22.04.2016, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it)). In senso adesivo A. ZUCCARELLO, *In nota alla recente giurisprudenza in materia di contratti derivati: il concetto di "alea*

Tribunale di Bari del 2010 *supra* riportata, sostiene tuttavia che tale squilibrio non sarebbe di per sé motivo di assenza di causa in concreto, ben potendosi concepire un accordo in cui le parti, nell'esercizio della loro autonomia, si obblighino l'una ad un rischio maggiore dell'altra: tale circostanza, tuttavia, deve essere frutto di una libera scelta delle parti e non una conseguenza derivante dai parametri inseriti nel contratto soggettivamente ignota all'altro contraente in quanto unilateralmente disposta dalla convenuta ed in quanto non immediatamente percepibile dalla lettura del contratto. Per una migliore intelligibilità della questione, va rilevato che il Tribunale giunge a tali conclusioni perché la Banca, nel proporre un *irs* ad un cliente, aveva a quest'ultimo occultato dei costi impliciti a carico del cliente stesso, costi che non rendevano equilibrato il contratto al momento della sottoscrizione<sup>460</sup>, dato che in tale momento il contratto dovrebbe generalmente essere *par*, ovverosia «costituit[o] in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste siano equivalenti. In altri termini, è reso nullo il valore iniziale del contratto, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale [...]».<sup>461</sup> Tali costi impliciti avevano alterato la percezione, da parte del cliente, della reale natura dell'affare concluso, il quale lo esponeva già all'atto della stipula a forti

---

razionale" quale criterio di valutazione della validità della causa, in *Rivista di dir. bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), estratto dal n. 3 del 2014.

<sup>460</sup> Un caso simile - contratto congegnato dalla banca in modo tale da generare flussi di pagamento solo a carico della propria controparte e concluso non assolvendo nei confronti della medesima gli obblighi informativi previsti dal T.u.f. - è stato affrontato anche da Trib. Trento, 28.12.2011 n. 46, reperibile su [http://www.ilsole24ore.com/pdf/2010/SoleOnLine5/\\_Oggetti\\_Correlati/Documenti/Finanza%20e%20Mercati/2013/06/Sentenza-46\\_2012-Tribunale-Trento.pdf](http://www.ilsole24ore.com/pdf/2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Finanza%20e%20Mercati/2013/06/Sentenza-46_2012-Tribunale-Trento.pdf).

<sup>461</sup> Consob, *I principali prodotti derivati - elementi informativi di base*, Ottobre 2012, reperibile su [www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti\\_derivati/principalicategorie\\_prodottiderivati.html#5](http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/principalicategorie_prodottiderivati.html#5).

perdite<sup>462</sup>, alterando in tal modo, a tutto vantaggio della banca, l'equilibrio del rischio (*rectius*: dello *scambio*) tra le parti<sup>463</sup>. Da tale squilibrio, quindi, il Tribunale ha dedotto che si fosse in presenza di un accordo ad alea unilaterale e, per il fatto che di questa circostanza non fosse ben consapevole il cliente della banca e poiché quest'ultima non ha assolto ai suoi obblighi informativi nei confronti della controparte contrattuale, che mancasse una *causa concreta* dell'accordo, dichiarando il medesimo nullo. Orbene, se non è da condividere la sussunzione dell'*irs* nella categoria dei contratti aleatori operato dalla pronuncia in esame, tuttavia un profilo di maggiore interesse è rappresentato dal fatto che nella medesima si percepisce il problema della reale cognizione che una parte abbia della *natura del contratto* e, anzi, proprio (anche) sulla base della carenza di tale cognizione il Tribunale ha optato per la nullità dell'*irs*: tuttavia, se una carenza di cognizione sulla reale natura del contratto v'è stata, questa non va ricondotta necessariamente alla mancata percezione dell'accordo come unilateralmente aleatorio a tutto sfavore del cliente, bensì dall'aver creduto l'*irs par* e dall'essere

---

<sup>462</sup> Conclusioni simili già presenti in Trib. Milano, Sez. VI, 14.04.2011 n. 5118, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>463</sup> Per un caso simile si veda Trib. Cosenza, Sez. I, 18.06.2014, reperibile su <http://pluriscedam.utetgiuridica.it/>, ove si legge che «In tale ottica, essendo stati stipulati, nel caso in esame, contratti di Swap "no par", con condizioni economiche non riconducibili alla funzione di copertura del rischio, appare evidente come, nella sostanza, l'alea connaturata al contratto di swap sia stata riversata di fatto, attraverso un elevato livello di sofisticazione e di complessità del prodotto derivato OTC, già illustrato, interamente sul cliente, assumendo il contratto, in concreto, finalità speculative estranee a quelle di copertura di rischi che avrebbero dovuto indirizzare il rapporto di mandato della banca con la clientela. Ne consegue il difetto genetico di strutturazione del prodotto finanziario sottoscritto dalla società attrice la quale non presenta caratteristiche tali da renderla operatrice qualificata, interessata come tale, all'utilizzo di strumenti marcatamente speculativi. Accertato, quindi, alla luce della posizione in concreto assunta dalle parti e degli interessi perseguiti dai contraenti, il difetto di causa dei contratti IRS stipulati, e' opportuno ribadire come il concreto meccanismo di funzionamento dello swap, in precedenza richiamato, ex post accertato attraverso la consulenza tecnica, che ha evidenziato il rischio ed il concreto verificarsi di perdite sostanzialmente solo per il cliente, esposto, pertanto, a rinegoziazioni onerose, costituisce l'evidente riscontro indiziario dell'assenza di causa concreta dei contratti stipulati dall'attrice con la banca convenuta.».

persuasi dell'esistenza di una obbligazione ad una prestazione pecuniaria anche in capo alla banca che, però, a causa di ulteriori posizioni di debito dalla medesima create con i costi impliciti e a carico della controparte, finiva per non dover nulla al cliente, il quale rimaneva il solo obbligato ad un esborso. La violazione degli obblighi informativi<sup>464</sup> posti a carico della banca dal T.u.f. ha inficiato il processo formativo della volontà della controparte, la quale è stata indotta a contrarre perchè *non pienamente consapevole della natura dell'operazione economica conclusa*: se proprio di mancanza di causa dovrà parlarsi, tuttavia, a parer nostro, se ne dovrà discorrere in termini di mancanza di *causa di scambio*. Va, tuttavia, precisato che di per sé dei costi collegati alla stipula del contratto sono del tutto normali<sup>465</sup>: una cosa è, infatti, il contratto di *irs* di per sé considerato, un'altra sono i costi sostenuti da chi presta la propria attività per farlo in essere, attività che certo non

---

<sup>464</sup> Con riferimento all'importanza svolta dagli obblighi informativi nelle fattispecie in esame nel presente lavoro, si veda quanto suggestivamente affermato da C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 81, in nota n. 52, il quale osserva che una disciplina normativa che tuteli i clienti in modo più intenso rispetto a quanto faccia la disciplina generale del contratto farebbe da contraltare *ad una posizione di monopolio - come sarebbe quella di cui all'art. 23 T.u.f. - che la stessa legge prevede a coloro i quali prestano servizi di investimento*: in altre parole, se è vero che gli accordi in esame possono essere conclusi da operatori autorizzati (*e solo da costoro*), è anche vero che, a fronte di una tale posizione sostanzialmente di monopolio, fanno da contraltare penetranti obblighi informativi in capo agli operatori stessi e in favore delle controparti.

<sup>465</sup> Come non ha mancato di precisare anche il Trib. di Terni, ordinanza del 08.02.2012, ove si legge che «È ovvio che [...] la Banca deve poter percepire un utile destinato a coprire i costi dell'operazione e a remunerare i rischi assunti, come usualmente avviene in tutte le operazioni finanziarie. Al cliente viene, pertanto, imposto un livello di tasso comprensivo del margine di utile destinato alla Banca senza che al cliente stesso siano state imposte spese ulteriori rispetto a quanto chiaramente esplicitato nei contratti. Né può sostenersi che asseriti costi impliciti a carico del cliente [...] siano ravvisabili [...] nel valore negativo del mark to market al momento della sottoscrizione dei contratti: [...] questo dato non esprime un valore reale ma di mera proiezione in termini di attualizzazione dei costi sostenuti dall'istituto di credito per l'operazione di finanza derivata intrapresa ed a questo dovuti esclusivamente nel caso in cui il rapporto venga interrotto prima della sua naturale scadenza; al pari di una clausola penale, tale importo si presenta come un costo ulteriore e eventuale (senza per questo essere occulto), connesso all'esercizio della facoltà di anticipata risoluzione del contratto che, come tale, non potrà mai avere un valore positivo durante il periodo di vigenza del contratto stesso; altrimenti, in caso di risoluzione anticipata gratuita, rimarrebbero a carico della banca sia i costi di impresa che l'importo dell'up front eventualmente erogato, cosicché operazioni del genere sarebbero certamente svantaggiose per la banca che mai addiverrebbe alla loro stipula.».

può non essere remunerata. Come già sostenuto in precedenza, dal rapporto di valore tra i flussi di pagamenti vanno tenute distinte le somme che una parte versa all'altra a titolo di spese per i costi sostenuti da quest'ultima per originare, monitorare ed eseguire il contratto e le eventuali commissioni dovute. Ma tali costi devono essere opportunamente portati a conoscenza della controparte, la quale deve essere in grado di rendersi conto del costo dell'operazione economica posta in essere. Pertanto, è bene tenere presente che, se per "costi impliciti", si intendono i costi sostenuti per porre in essere un accordo di *irs*, sarebbe inappropriato parlare di mancanza di causa, in quanto sarebbe del tutto normale la remunerazione dell'intermediario per l'attività svolta e sempre che, ovviamente, tali costi siano portati adeguatamente a conoscenza della controparte.<sup>466</sup> Al contrario, se per "costi impliciti" si intende far riferimento a oneri che l'eventuale cliente della banca deve sostenere perché quest'ultima ha congegnato il negozio in modo tale da nulla dovere alla controparte e in modo tale che quest'ultima sia costantemente in perdita, allora avrà senso parlare di "difetto di causa di scambio".

Decisamente più puntuale, perlomeno per quanto riguarda la distinzione tra (quella che è) la causa di un *interest rate swap* e (quelli che sono) i *motivi* per cui si conclude una tale tipologia di accordo, è una sentenza di merito del 2013<sup>467</sup>, ove si legge che «Al riguardo si premette, in termini generali, che la causa del contratto, anche a voler temperare il rigore della teoria obiettiva secondo la quale la causa si identifica nella funzione economico-sociale astrattamente ed immutabilmente stabilita

---

<sup>466</sup> In tal senso, Trib. Torino 30.07.2015, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>467</sup> Trib. Ancona, 10.01.2013 n. 42, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

dall'ordinamento rispetto a ciascun tipo negoziale ed in relazione all'interesse sociale generale con l'ammettere una rispondenza concreta del singolo contratto a quella funzione e col richiedere un raffronto tra funzione astrattamente considerata e funzione concreta, *non può mai essere confusa con la rappresentazione soggettiva di particolari finalità non essenziali alla pattuizione e cioè con i motivi contrattuali, a meno che questi siano stati inseriti obiettivamente nella struttura negoziale, in funzione di specifica condizione di efficacia del negozio e costituiscano elementi di presupposizione* (c.n.). [...] *In primo luogo è da osservare che l'obiettiva funzione economico-sociale dei contratti su derivanti consiste nel mero scambio tra le parti, in una o più date prefissate, di somme di danaro 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, in forza di compensazione* (cc.nn.). In tal senso è la definizione di swap fornita dal legislatore che include tra gli strumenti finanziari derivati anche "I contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti (art. 1, commi 2, lett. g), TUF). [...] Tale obiettivo resta, dunque, *circoscritto all'ambito dei semplici motivi contrattuali, i quali sono notoriamente irrilevanti, ancorché determinanti della volontà negoziale del singolo contraente*<sup>468</sup>, *ove non si siano esteriorizzati, come nella fattispecie, in una condizione o in una pattuizione contrattuale.* In questa prospettiva, che appare l'unica coerente con la dottrina della causa negoziale e con le particolarità della fattispecie in esame, *la circostanza che i tassi di interesse*

---

<sup>468</sup> Ma, in senso contrario, si veda App., 09.04.2013, n. 141, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

*non fossero correlati all'indebitamento, come diffusamente stigmatizzato dalla difesa attrice, costituisce non già indice dell'allegato difetto causale, ma semmai prova ulteriore che lo scopo di copertura che si vorrebbe assegnare alle operazioni de quibus è rimasto a livello di meri motivi soggettivi, senza tradursi in apposite clausole contrattuali. In definitiva, i singoli contratti di swap conclusi dalla società attrice hanno la causa loro tipicamente riconosciuta dal legislatore, che li considera quali "contratti di scambio su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari" (art. 1, commi 2, lett. g), TUF cit.) (cc. nn.).».* Ebbene, tale lucida distinzione operata nella pronuncia in esame mette ben a fuoco quella che è, a nostro giudizio, la reale natura di un *interest rate swap*, vale a dire la più volte ribadita natura di *contratto di scambio*.

Vero è che, in quasi tutte le pronunce che si sono occupate dell'*irs* emerge prepotentemente la necessità di prestare tutela alle controparti delle banche che, sistematicamente, sembrano congegnare gli accordi in modo tale da esporre le controparti a rilevanti perdite: tuttavia, a parere di scrive, la strada da percorrere non è quella di partire dalla premessa che l'*irs* sia un contratto aleatorio, per poi passare a sostenere che in quanto tale l'alea debba essere bilaterale e finendo per concludere che un *irs* con alea unilaterale è nullo. Al netto del fatto che l'*irs* non appartiene alla categoria dei contratti aleatori, per i motivi più volte esposti, se proprio si vuole tutelare la controparte di un operatore bancario non sarà necessario far riferimento né alla nozione di alea bilaterale né, tantomeno, alle *finalità soggettive* di copertura del singolo *irs* ma, piuttosto, sarà necessario, come indicato dalla dottrina *supra* citata, avere riguardo all'*intera operazione economica messa in atto dalle parti*: un *irs* che sia in modo evidente collegato ad un mutuo preesistente tra le

*parti e che sia stato contratto al dichiarato scopo di proteggersi dalla variazione dei tassi di interesse del primo, dovrà essere valutato alla luce dell'intera operazione (mutuo più irs) la quale assumerà una fisionomia ed una essenza diversa da quella delle singole parti che la compongono. In breve, la somma di mutuo e irs darà vita ad una operazione economico-giuridica nuova ed autonoma e, come tale, con una propria causa: con riferimento, a tale nuova operazione (di copertura), avrà senso pertanto parlare - stavolta, sì - di mancanza di causa di copertura, non essendo opportuno, si ritiene, confondere tale funzione perseguita dalla nuova operazione con la causa del singolo ed autonomo contratto di interest rate swap.*

Una pronuncia del Tribunale di Ravenna del 2013<sup>469</sup>, partendo dalla premessa - corretta, quantomeno se si esclude il riferimento successivo allo "scambio di differenziale" - che vede nell'irs uno scambio di prestazioni pecuniarie ancorate ciascuna ad un parametro ben preciso, sostiene che poi, *in concreto*, - anche qui, in modo condivisibile -, tale scambio può avere finalità di copertura o di speculazione. Nel caso di specie, poi, non essendo l'irs stipulato tra le parti acconcio a realizzare una finalità di copertura, si è passati ad esaminare la possibilità che, sempre nel caso di specie, esso potesse svolgere quantomeno una finalità speculativa, finendo per escludere che anche un tale obiettivo potesse essere raggiunto, dato il forte squilibrio contrattuale a tutto sfavore di una parte e a tutto vantaggio della banca (e, anche qui, dopo aver richiamato la nozione di "alea bilaterale", si sostiene l'immeritevolezza di tutela di un negozio ad *alea unilaterale*). Tuttavia, la finalità speculativa viene ritenuta non raggiungibile per *mancanza di*

---

<sup>469</sup> Trib. Ravenna, 08.07.2013, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Conforme, Trib. Roma, Sez. III, 13.05.2013, reperibile su <http://pluris-cedam.utetgiuridica.it/>.

*alea*, quando, in realtà, sarebbe stato più opportuno discorrere di *mancanza di causa di scambio*, dato che il meccanismo contrattuale avrebbe portato solo ed esclusivamente all'esecuzione della prestazione da parte del cliente e giammai della controparte bancaria. Condivisibile, invece, appare il riferimento all'inadeguatezza dell'*interest rate swap* a svolgere una funzione di copertura dal punto di vista del *collegamento negoziale* con l'operazione di mutuo sottostante<sup>470</sup>: con riferimento alla operazione economica nella sua globalità e anche e soprattutto per il fatto che la finalità di copertura con la quale il cliente stipulava l'*irs* era stata esplicitata in contratto e non era stata adeguatamente perseguita dalla banca nonostante gli obblighi informativi e gestionali (nell'interesse del cliente) che sulla medesima gravano come da disposizioni del T.u.f., l'*irs* veniva dichiarato nullo per mancanza di causa.<sup>471</sup>

---

<sup>470</sup> Trib. Trento, 07.05.2015, n. 471, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), poi, dall'aver desunto che un *irs* non era stato stipulato a scopo di copertura, né che quest'ultima era stata esplicitata, ha ritenuto per ciò solo *carente di causa e, pertanto nullo, l'irs*. Sulla coerenza di un *irs* stipulato a scopo di copertura con un contratto di *leasing* sottostante, si veda Trib. Torino, Sez. I, 20.01.2016 n. 316, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), ove si conclude che, poiché la finalità dell'*irs* sottoscritto dalla controparte della banca era di copertura e che la stessa era ben perseguibile dall'accordo concluso e, per quanto non esplicitata dalle parti, era venuta fuori in modo evidente dalla analisi della documentazione allegata dalla banca, ebbene, da tali premesse, la pronuncia desume la liceità dello swap, in quanto *evidentemente collegato con una operazione sottostante*.

<sup>471</sup> Per una fattispecie simile si veda Trib. Milano, Sez. IV, 24.04.2014, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), ove si discorre dell'inadeguatezza di una operazione che prevedeva un contratto di *irs* che una banca ha concluso con un cliente al fine di proteggere quest'ultimo dalle oscillazioni del tasso variabile al quale lo stesso aveva contratto un mutuo con la prima. Nella pronuncia in esame, si arriva a sostenere la tesi per la quale, poiché la finalità di copertura non era solo del cliente *ma era emerso che fosse anche l'obiettivo della banca*, vi era stato inadempimento, da parte di quest'ultima, nei confronti del cliente, degli obblighi informativi sulla stessa gravante, in quanto - appunto - non era stato fatto presente che la finalità di copertura fosse l'obiettivo anche della banca stessa. Pertanto, il Tribunale ha ritenuto di dover risolvere il contratto. Cfr. anche Trib. Treviso, Sez. II, 26.08.2015 n. 1940, sull'inadeguatezza di un *irs* stipulato tra banca e cliente dichiaratamente a scopo di copertura, ma del tutto avulso da una sottostante operazione - tra le medesime parti - dalla quale tutelarsi in caso di oscillazione dei tassi di interesse.

Una più recente pronuncia di merito<sup>472</sup>, partendo dalla premessa non condivisibile per la quale l'*irs* è un contratto aleatorio, sostiene che in concreto tale alea andrà ad atteggiarsi in modo differente, a seconda che le parti abbiano finalità di speculazione o di copertura. Nel primo caso, l'*irs* sarebbe una scommessa; nel secondo, avrebbe causa analoga al contratto di assicurazione. Apprezzabile risulta essere, invece, risulta l'affermazione per la quale «l'andamento svantaggioso verificatosi a *ex post* non è rilevante per la validità del contratto: *il contratto deve ritenersi invalido solo quando ex ante sia del tutto irrealistica la previsione di innalzamento del tasso IRS al tasso fisso pagabile dal cliente [...] (c.n.)*»<sup>473</sup> e quella per la quale «il mark to market costituisce la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attendibili in forza dello scenario esistente in un dato momento. È definito quale "valore prospettico del derivato stesso" ed è chiamato anche costo di sostituzione "perché quello è il prezzo al quale in quel dato momento storico-finanziario, un terzo indipendente sarebbe disponibile a subentrare in quel contratto alle sue originarie condizioni". Esso è destinato a mutare nel corso del tempo della durata del contratto di IRS, a seconda del momento del suo calcolo, essendo definito sulla base dello scenario di riferimento di volta in volta esistente e delle previsioni future circa l'andamento dei flussi di cassa prospettabili in quel momento. *Oggetto del contratto di IRS non è lo scambio di flussi attesi e pertanto non determinati fino a che non vengano manifestate le previsioni e le aspettative delle parti, bensì quello di flussi reali futuri, che in base alle clausole del contratto in esame sono perfettamente determinabili (c.n.) [...]. Il differenziale dei contrapposti flussi finanziari,*

---

<sup>472</sup> Trib. Genova, Sez. VI, 30.11.2015, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>473</sup> In modo analogo, App. Milano, 25.05.2015 n. 2244, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

determinato attraverso il Mark to Market *non è l'oggetto del contratto ma l'espressione del suo valore in un determinato momento (c.n.) [...]*.<sup>474</sup>

Una ancor più recente pronuncia del Tribunale di Milano<sup>475</sup>, poi, ha condivisibilmente sostenuto che «le successive rimodulazione dei derivati, sino al contratto di Sunrise Swap, che presenta una maggiore complessità, hanno, comunque, una causa lecita, giacché la presenza di una componente speculativa non fa venir meno la validità del contratto derivato. La funzione di copertura perseguita dalla parte nella conclusione di un derivato rappresenta, infatti, una importante chiave di lettura dello strumento derivato, al fine di valutare la coerenza dello strumento con la situazione di rischio sottostante, *ma essa non incide sulla causa giuridica del contratto che è lecita anche per i derivati speculativi (cc.nn.)*».

## **2. L'interest rate swap con upfront.**

---

<sup>474</sup> Contra, Trib. Milano, Sez. VI, 16.06.2015 n. 7398, reperibile su <http://pluriscedam.utetgiuridica.it/>, ove si legge che «il M.M., quale sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi, rappresenta, sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto. In sostanza l'M.M. è una particolare espressione dell'oggetto del contratto, destinata a operare con riferimento ad alcune vicende contrattuali dalle parti predeterminate (ossia la scelta di una di esse di dare chiusura anticipata al rapporto, piuttosto che altri casi di necessaria interruzione anticipata, come ad esempio i casi previsti nei contratti in esame di ammissione a procedure concorsuali della cliente o a procedura di liquidazione coatta della banca). In tali casi, quindi, l'oggetto del contratto, costituito dal differenziale dei contrapposti flussi finanziari, viene determinato attraverso il M.M., il quale, rappresentando una sua specifica modalità di espressione, è esso stesso l'oggetto del contratto.» (in tal senso anche, per la giurisprudenza, Trib. Milano, Sez. IV, 09.03.2016 n. 3070 e Trib. Milano, 09.03.2016 n. 8463, reperibili su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it); in dottrina, C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 187). Ma, come si è sostenuto, il mark to market diviene operante *solo nel caso in cui si proceda a una chiusura anticipata del rapporto e*, pertanto è un elemento contrattuale *solo eventuale e non necessario e*, in particolare, *non assume alcuna rilevanza nella fase genetica del contratto; per tali ragioni, il mark to market non può essere considerato come un elemento essenziale del contratto e, quindi, la nullità per indeterminazione della sua pattuizione non si riflette sull'intero contratto.*

<sup>475</sup> Trib. Milano, Sez. VI, 05.02.2016 n. 1634, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), il quale, tuttavia, parte dalla premessa che l'*interest rate swap* è un contratto aleatorio. Così anche Trib. Bari, 08.03.2016, n. 1284, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

Una delle fattispecie parecchio utilizzate nella prassi finanziaria, come emerge dalle sentenze esaminate, è quella dell'*interest rate swap* con pagamento anticipato (c.d. *upfront*). Si impone pertanto una analisi più approfondita della fattispecie, al fine di ben inquadrare l'intera operazione economica.

Tale tipologia di swap è stata esaminata, come già indicato nel precedente paragrafo, nella pronuncia del Tribunale di Bologna del 2009<sup>476</sup>. Tale fattispecie non differisce molto dagli altri swap: le modalità di pagamento anticipato non è altro che una delle tante in cui si presenta lo scambio dei pagamenti. Detto chiaramente, l'*upfront* non incide, mutandola, sulla causa *commutativa* dell'*irs*, trasformandolo in un mutuo, come correttamente sostenuto nella sentenza testé citata.

Vi sono casi in cui, invece, un *irs* viene sottoscritto per rinegoziarne uno precedente che contestualmente viene risolto con una perdita per una parte, mentre l'altra esegue un pagamento, detto *upfront*, nel nuovo contratto per una somma pari alla perdita subita.<sup>477</sup>

In breve, un *irs* viene risolto anticipatamente col consenso di entrambe le parti e viene contestualmente calcolato l'importo che una parte deve all'altra. Tale importo, calcolato sulla base della variazione dei tassi/parametri di riferimento ai quali ci si riferisce al fine di calcolare i flussi di pagamento che ciascuna parte deve all'altra, altro non è che il valore attuale, in quel determinato momento storico, della perdita di una parte e del correlativo utile dell'altra. Tale importo mutua in continuazione col variare dei parametri di cui si è testé parlato. Una

---

<sup>476</sup> Trib. Bologna, Sez. II, 14.12.2009, n. 5244, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>477</sup> Trib. Torino, 18.09.2007 e App. Trento, 05.03.2009, reperibili su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

volta risolto il primo swap, le parti ne concludono un secondo col quale la parte creditrice di tale importo (che, lo si ribadisce, altro non è che la perdita della controparte) effettua in favore della controparte un pagamento per una somma pari proprio all'importo in oggetto; in aggiunta, le parti statuiscono che tale pagamento si compensi con la obbligazione di pagamento dovuta nel primo swap da parte di colui che risultava essere debitore.<sup>478</sup>

---

<sup>478</sup> Per un esempio, si veda F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2011, p. 185: «Un esempio numerico può giovare a comprendere le motivazioni economiche che possono spingere i contraenti a realizzare tale fattispecie. Tizio conclude uno swap di interessi in base al quale paga alla controparte un ammontare pari al capitale nozionale del contratto - ad esempio euro 10.000.000 - moltiplicato per un tasso fisso del 5% per anno ed in cambio la controparte si obbliga a pagargli un ammontare pari allo stesso capitale moltiplicato per un tasso euribor semestrale (in sostanza il classico swap "tasso fisso contro tasso variabile"). Il contratto ha durata ventennale. Supponiamo che al momento della conclusione del contratto i tassi di interesse a breve, medio e lungo termine siano uguali - si usa il termine "curva piatta" (ma in questo caso sarebbe più corretto dire "linea piatta") dei tassi di interesse - ed in particolare il tasso semestrale e quello ventennale siano uguali. Supponiamo, inoltre, che tale scenario duri tre anni: Tizio riceve ammontari sostanzialmente simili (euribor semestrale al 5%) a quanto paga ogni anno (tasso fisso al 5%). Se Tizio risolvesse anticipatamente il contratto di swap in questo arco temporale probabilmente nulla sarebbe dovuto tra le parti.

Supponiamo che tre anni dopo e per i successivi tre anni la curva (*rectius*, la linea) dei tassi di interesse di mercato si sposti parallelamente verso l'alto - cioè i tassi salgono al 7% -: Tizio ogni anno paga meno (tasso fisso al 5%) di quanto riceve (euribor semestrale 7%). Se Tizio risolvesse anticipatamente il contratto di swap in questo arco temporale probabilmente il valore attuale dello swap sarebbe a suo favore per un importo, a grandi linee, pari al differenziale scontato tra il tasso di mercato a lungo termine - 7% - ed il tasso fisso dello swap in essere - 5% - per ogni anno fino alla scadenza originaria del contratto. Ad esempio, se l'estinzione avvenisse al quinto anno, il valore attuale sarebbe del 2% per quindici anni e ciò appare abbastanza intuitivo in quanto Tizio, pagando il 5% rispetto al mercato corrente (7%) risparmierebbe il 2% all'anno per i successivi 15 anni ed è questo futuro ed incerto valore (risparmio per Tizio e costo per la controparte) che viene riconosciuto tra le parti in caso di estinzione anticipata.

Supponiamo che tre anni dopo e per i successivi tre anni la curva (*rectius*, la linea) dei tassi di interesse di mercato si sposti parallelamente verso il basso - cioè i tassi scendono al 3% - : Tizio ogni anno paga più (tasso fisso al 5%) di quanto riceve (euribor semestrale 3%). Se Tizio risolvesse anticipatamente il contratto di swap in questo arco temporale probabilmente il valore attuale dello swap sarebbe a suo sfavore per un importo, a grandi linee, pari al differenziale scontato tra il tasso di mercato a lungo termine - 3% - ed il tasso fisso dello swap in essere - 5% - per ogni anno fino alla scadenza originaria del contratto. Ad esempio, se l'estinzione avvenisse all'ottavo anno, il valore attuale sarebbe del 2% per dodici anni e ciò appare abbastanza intuitivo in quanto Tizio, pagando il 5% rispetto al mercato corrente pagherebbe il 2% all'anno di più del mercato per i successivi 15 anni ed è questo futuro ed incerto valore (costo per Tizio e risparmio per la controparte) che viene riconosciuto tra le parti in caso di estinzione anticipata.»

Tale valore dell'importo di cui *supra*, come si deduce anche dall'esempio riportato in nota, rappresenta un utile o una perdita *allo stato potenziale*, poiché i tassi possono variare nel futuro, annullando o rovesciando i valori: come è stato efficacemente osservato, «la parte realizzerà tale potenziale perdita (o utile) soltanto nel tempo fino alla scadenza *solo nel caso in cui i tassi non cambino fino alla scadenza*. La potenziale perdita (o utile) diventa *effettiva soltanto nel caso di estinzione anticipata*.».<sup>479</sup>

Una parte può trasformare una perdita potenziale in attuale per vari motivi, ad esempio perché si ritiene che la situazione futura sia peggiore (o migliore) e ciò la porta a "cristallizzare" la sua perdita (o il suo utile).<sup>480</sup>

Risulta evidente che l'andamento del valore dello swap fino alla data di risoluzione non risulta rilevante e la - del tutto eventuale - perdita potrebbe anche non esserci e non rientra nel calcolo del valore attuale di risoluzione dello swap.<sup>481</sup>

Potrebbe poi accadere che Tizio ritenga che la situazione non peggiorerà e, pertanto, non vorrà risolvere lo swap. Oppure, potrà ritenere che peggiorerà e, pertanto, risolverà anticipatamente lo swap e cristallizzerà la perdita, pagandone il valore. Qualora non avesse i mezzi per pagare tale somma, potrebbe concludere un secondo swap con *upfront*, cosicché la controparte gli verserà una somma pari alla perdita del primo swap.

---

<sup>479</sup> Ibidem.

<sup>480</sup> Ibidem.

<sup>481</sup> Ibidem.

Di converso, la controparte potrebbe avere interesse a vedersi liquidata l'utile di quel determinato momento: pertanto, mentre una parte risolverà lo swap per cristallizzare la perdita ed evitare ulteriori rischi, la controparte cristallizzerà il proprio utile. Per le parti non vi sarà un movimento di fondi reale, dato che la perdita o l'utile verranno compensati con l'*upfront* del secondo swap.

Come si vede, dall'analisi dei motivi che inducono le parti a risolvere il primo swap per concluderne un secondo, emerge il problema del collegamento negoziale tra il primo negozio e il secondo: tale questione verrà trattata nel paragrafo seguente.

### **3. *Interest rate swap* e collegamento negoziale.**

Come si è sostenuto nel primo paragrafo del presente capitolo, si impone all'interprete l'indagine di quella che è la *ratio* della complessiva operazione economica posta in essere dalle parti, ponendo particolare attenzione sul *collegamento negoziale* che vede lo swap in esame "abbinato" ad un ulteriore contratto.

Nel caso esaminato nel precedente paragrafo, ad esempio, la rinegoziazione del primo swap con la conclusione di un secondo *irs*, potrebbe indurre ad affermare l'esistenza di un collegamento negoziale tra il primo *irs* anticipatamente concluso ed il secondo. Qualora tale collegamento dovesse riscontrarsi, poi, si potrebbero trasmettere sul secondo swap le cause di invalidità del primo.

Ed è proprio in tal senso che sembra essersi mossa la Corte di Appello di Trento<sup>482</sup>, nella parte in cui ha affermato che, essendo nullo un contratto di swap stipulato fuori sede in violazione del dovere - gravante sulla Banca - di indicare alla controparte il diritto di recesso di cui all'art. 30 T.u.f., ha concluso che anche gli ulteriori swaps fossero nulli, in quanto conclusi per far fronte alle passività generate dai precedenti rapporti: è stato ritenuto sussistente, infatti, in tal caso, un nesso teleologico tra il primo swap e i successivi, in quanto la cessazione del precedente sarebbe dipesa dalla stipula dei successivi.<sup>483</sup>

La questione è la seguente: se l'interprete si trova innanzi la risoluzione anticipata di un primo swap; la conseguente perdita di una parte; l'*upfront* di tale secondo swap che è pari alla perdita del primo; la compensazione tra la perdita del primo e l'*upfront* del nuovo accordo, dovrà concludere per la sussistenza di un collegamento giuridicamente rilevante o meno.

Come è stato giustamente fatto notare<sup>484</sup>, tale eventualità non sembra molto dissimile da quella di un mutuo risolto anticipatamente con contestuale compensazione con un nuovo mutuo maggiorato degli interessi e delle penali maturati e non pagati sul primo mutuo: i due contratti di mutuo, come i due contratti di swap di cui *supra*, presentano

---

<sup>482</sup> App. Trento, 05.03.2009, reperibili su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>483</sup> Partendo dalla premessa che l'*upfront* sia un finanziamento, è stato sostenuto (D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss, p. 796) che il secondo swap è nullo se concluso nell'ambito dei servizi di investimento, poiché violerebbe le norme che prevedono che un contratto di finanziamento abbia gli specifici requisiti di forma e di contenuto previsti dall'art. 23 T.u.f. e dall'art. 30 del regolamento Consob n. 11522 del 1998 e la previsione del tasso di interesse non deve porsi in contrasto con l'art. 1284 del codice civile e non deve violare le norme in materia di usura di cui alla legge n. 106 del 1996.

<sup>484</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 190.

ciascuno una propria causa, per quanto siano avvinti da un nesso *economico*.

Ebbene, ci si deve chiedere se tale nesso economico si tramuti in nesso *giuridico*.

Non si rinvencono norme che contengono la definizione di "collegamento negoziale" né quando un nesso tra negozi acquisti rilevanza giuridica. Tale collegamento potrà essere soggettivo o oggettivo (o necessario o per volontà della legge): il primo, impresso dalla volontà dei contraenti e volto a perseguire uno scopo ulteriore che è quello proprio di un altro e ulteriore contratto<sup>485</sup>; il secondo, nascerebbe invece da elementi oggettivi, come nei negozi accessori, complementari o derivati, nel senso attribuito a tale termine della dottrina italiana con riferimento al subcontratto (come ad esempio, il subappalto); nel collegamento necessario manca il programma economico unitario perseguito dalle parti e che costituisce il fondamento del collegamento volontario.

Certa dottrina ha poi affermato che si sarebbe in presenza di un vero e proprio collegamento negoziale in senso tecnico-giuridico solo quando vi sia un nesso di subordinazione tra due negozi, nesso che può essere unilaterale (un contratto dipende logicamente e giuridicamente da un

---

<sup>485</sup> F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, 1973, XXI, t. 1, p. 722; N. GASPERONI, *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 315; F. DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi (contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I p. 412; R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. del dir.*, VII, p. 375; G. GANDOLFI, *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II, p. 342; A. RAPPAZZO, *I contratti collegati*, Milano, 1998; G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1959.

altro) o bilaterale (e si avrà una interdipendenza logica e giuridica di ciascun contratto con l'altro).<sup>486</sup>

L'accertamento del collegamento negoziale volontario dovrà essere oggetto di una ricostruzione della volontà dei contraenti in sede di interpretazione del contratto e facendo riferimento alle regole ermeneutiche di cui agli articoli 1362 e seguenti del codice civile.<sup>487</sup>

La volontà del collegamento, poi, può essere anche tacita, qualora risulti dalla operazione economico-giuridica considerata globalmente,<sup>488</sup> dovendo comunque risultare dalla volontà negoziale, sia essa espressa, tacita o presunta sulla scorta di risultanze univoche precise e concordanti.<sup>489</sup>

---

<sup>486</sup> In tal senso, F. MESSINEO, *op. ult. cit.*, p. 724. Tale rapporto di subordinazione, poi, viene distinto in *genetico* e *funzionale*: il primo sarebbe posto in essere quando un contratto esercita un influsso sulla formazione dell'altro; il secondo, quando un contratto acquista rilevanza sotto il profilo del suo operare sullo svolgimento del rapporto che nasce da un altro contratto. C'è poi chi (F. DI SABATO, *op. ult. cit.*, p. 434-438) sostiene che in realtà il vero collegamento dovrebbe essere solo quello *funzionale*, poichè il collegamento genetico non sarebbe neanche concepibile, in quanto il fatto che un negozio sia tenuto in considerazione nel processo formativo di un altro negozio sarebbe irrilevante, qualora non si traducesse in un particolare modo d'essere del regolamento di interessi, così per come lo hanno impostato le parti dell'accordo. Se, invece, tale modo d'essere sussistesse, il collegamento non sarebbe più *genetico* ma *funzionale*, poichè il collegamento opererebbe sul rapporto giuridico (nel suo momento *funzionale*) e non sul negozio (nel suo momento *genetico*). Poichè, in conclusione, il collegamento *genetico* rimarrebbe nell'ambito del negozio senza influenzarne il *rapporto*, sarebbe giuridicamente irrilevante.

<sup>487</sup> E il nesso di interdipendenza, pertanto, non sarà un effetto legale dei contratti collegati, bensì il risultato conforme dell'interpretazione del contratto pur in assenza di una specifica previsione delle parti: così C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, 1991, p. 455. Secondo Cass. 31.03.1987, in *Mass. Giust. Civ.*, 1987, «Al fine di accertare se le parti nel dar vita a diversi e distinti contratti contestuali o non, caratterizzati ciascuno in funzione della propria causa e dell'individualità propria del tipo negoziale, li abbiano concepiti e voluti come funzionalmente e teleologicamente collegati tra loro e posti in rapporto di reciproca interdipendenza [...] il giudice del merito ha l'obbligo di esaminare, col ricorso ai canoni ermeneutici posti dagli artt. 1362 ss. c.c., quale sia l'effettivo contenuto dell'uno e dell'altro contratto e se il loro collegamento non ne consenta la collocazione su un piano di completa interdipendenza.».

<sup>488</sup> A. RAPPAZZO, *op. ult. cit.*, p. 35.

<sup>489</sup> Cass. 05.08.1982, n. 4401, in *Mass. giust. civ.*, 1982.

Va analizzata l'operazione economica nel suo complesso e realizzata dalle parti mediante un collegamento tra contratti distinti e causalmente autonomi. Sarà tale operazione considerata nella sua globalità a dover costituire oggetto di indagine vuoi per quanto riguarda gli elementi che la compongono, vuoi per quanto riguarda lo scopo pratico perseguito.

Come ha efficacemente affermato la dottrina<sup>490</sup>, «Collegamento atipico è, invece, quello che fra più contratti si instaura in forza della autonomia contrattuale, in applicazione cioè dell'art. 1322, comma 2°, e che prende vita da una atipica clausola - espressa o anche tacita - di più contratti, la quale rende un contratto dipendente da un altro (cosiddetto collegamento unilaterale o per accessorietà) o rende più contratti fra loro interdipendenti (collegamento con influenza reciproca). La causa che giustifica la validità di questa clausola sta, *secondo la giurisprudenza, nella unità della operazione economica che più contratti sono chiamati a realizzare*<sup>491</sup> (c.n.); la volontà che sorregge il collegamento può, per giurisprudenza unanime, essere anche presunta<sup>492</sup>, e risultare dalla *finalità complessiva che le parti hanno perseguito, tale da rendere l'assetto economico costituito dai diversi contratti*<sup>493</sup> (c.n.), mentre non basta che il fine unitario sia perseguito da una parte all'insaputa dell'altra.». Si osserva, inoltre, che «la giustificazione volontaristica offerta dalla giurisprudenza in tema di collegamento contrattuale non sempre si rivela adeguata [...]. Si dovrà, piuttosto, *fare capo al concetto di causa, e*

---

<sup>490</sup> F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Cedam, 2015, Vol. II, terza ed., pp. 253 e 254.

<sup>491</sup> Vengono richiamate Cass., 04.09.1996, n. 8070, in *Mass. Foro It.*, 1996 e Cass., 23.06.1982, n. 3827, *ivi*, 1982.

<sup>492</sup> Vengono richiamate Cass., 04.09.1996 citata alla nota precedente e Cass., 05.08.1982, n. 4401, in *Mass. Foro It.*, 1982).

<sup>493</sup> Vengono richiamate Cass., 08.07.2004, n. 12567, in *Contratti*, 2005, p. 28; Cass., 17.11.1983, n. 6864, in *Giur. It.*, 1984, I, 1, c. 1460, con nota di Cirillo; Cass., 11.03.1981, n. 1389, *ivi*, 1982, I, 1, c. 378, con nota di Cirillo; Cass., 25.07.1984, n. 1350, in *Mass. Foro It.*, 1984.

*considerare il nesso causale intercorrente fra più contratti, ciascuno dei quali appare inidoneo a realizzare da solo la funzione che soltanto nel loro insieme essi concorrono a realizzare (c.n.). [...] Si deve perciò ammettere che il nesso fra più contratti, suscettibile di renderli reciprocamente sensibili alle vicende rispettive, quando non risulta dalla legge, può risultare tanto dalla volontà delle parti, in difetto o anche in contrasto con la volontà da esse dichiarata, dalla causa di ciascun contratto, che si riveli oggettivamente interdipendente con la causa di ciascun altro (c.n.).»<sup>494</sup>*

Risulta evidente, pertanto, come già sostenuto precedentemente, che l'interprete dovrà rivolgere la sua attenzione alla *causa dell'intera operazione economica nel suo complesso*, rimanendo questa distinta dalla *causa, autonoma, del singolo negozio di cui tale operazione si compone*, risultando altresì evidente che *andranno tenute ben distinte causa autonoma del singolo negozio e causa dell'operazione economica nel suo complesso*. La *causa di scambio* propria di un *interest rate swap* non andrà confusa, pertanto, con la *funzione di copertura della operazione economica nella sua globalità*: se è vero che tale funzione manca, pertanto, ciò non sarà da addebitare alla *manca di causa dell'irs (che rimane "di scambio")*, ma alla *manca di causa della operazione economica posta in essere e che vien fuori dall'unione tra un irs e un precedente mutuo (o un precedente swap)*.

«Vi è [...] rispetto ai singoli frammenti negoziali, un valore aggiunto od una finalità ulteriore complessiva che connota il contratto collegato e lo differenzia dai singoli frammenti che lo compongono. Nel collegamento esistono due cause: quella del singolo frammento contrattuale e quella

---

<sup>494</sup> F. GALGANO, *op. ult. cit.*, p. 257.

dell'intera operazione economica. Quest'ultima si manifesta nell'unitarietà dell'operazione e, soprattutto, nella inscindibilità dello scopo comune perseguito dalle parti.<sup>495</sup>

La volontà delle parti contraenti costituisce la fonte del collegamento fra contratti, anche se, ai fini del suo accertamento, si deve obiettivizzare nel contenuto del contratto. L'unitarietà dell'interesse globalmente perseguito ovvero l'inscindibilità dello scopo economico dell'operazione va ricercata dall'interprete sia sotto il profilo soggettivo, costituito dal comune intento delle parti di volere l'effetto tipico dei singoli frammenti e, al tempo stesso, il fine ulteriore e complessivo dell'operazione economica, sia sotto il profilo oggettivo, costituito dal collegamento stesso fra i singoli contratti per attuare l'operazione stessa.».<sup>496</sup>

La giurisprudenza ha elencato gli elementi<sup>497</sup> dai quali si desume la volontà del collegamento: 1) la contestualità delle pattuizioni; 2) la correlazione tra pattuizioni, ognuna delle quali non avrebbe avuto da sola una propria sufficiente ragione d'essere; 3) la corrispettività delle prestazioni oggetto dei diversi contratti; 4) uno dei negozi costituisce una modalità di esecuzione dell'altro o è rivolto ad agevolare l'esecuzione stessa; 5) uno dei negozi trova la propria ragion d'essere o la causa remota nell'altro, tendendo verso uno scopo comune, instaurando tra gli stessi una stretta connessione economica e teleologica; 6) uno dei negozi si pone come presupposto logico ed

---

<sup>495</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 193, che richiama A. RAPPAZZO, *op. ult. cit.*, p. 38.

<sup>496</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 194.

<sup>497</sup> L'individuazione dei quali si trova in A. RAPPAZZO, *op. ult. cit.*, p. 43.

economico dell'altro, al punto che il venir meno di un contratto sia tale da lasciare insoddisfatto l'interesse che aveva mosso le parti a contrarre.

Siamo adesso in grado di affrontare il problema introdotto all'inizio del presente paragrafo, cioè la risoluzione di un contratto di swap legata alla contestuale stipula di un ulteriore swap con pagamento *upfront*.

Si ricordi che uno degli elementi dai quali si desume il collegamento tra il primo e il secondo swap è stato testé indicato nella contestualità delle pattuizioni: ebbene, tale elemento è presente, ma la contestualità sarà da mettere in relazione all'*accordo risolutorio*, essendo pertanto il collegamento sussistente tra l'accordo risolutorio e il secondo swap.

Ora, appare chiaro che nel caso che stiamo esaminando, una parte decide di risolvere un precedente swap al fine precipuo di stipularne un altro: ben si può sostenere che tale soggetto non si sarebbe persuaso a risolvere il primo swap dal quale gli deriva una perdita senza concluderne un secondo, che tale perdita compensi attraverso il pagamento dell'*upfront* proveniente dalla controparte. Il secondo elemento, la *correlazione tra prestazioni*, è presente ed è da individuare nel nesso tra accordo risolutorio e stipula del nuovo swap.

Per quanto riguarda il terzo elemento, la *corrispettività delle prestazioni*, esso è evidenziato dalla presenza della somma dovuta in base all'accordo di risoluzione e dalla presenza di una obbligazione del nuovo swap, cioè il pagamento dell'*upfront*, e consiste nel nesso che le lega reciprocamente, rendendole interdipendenti. La interdipendenza, questa la particolarità di questa operazione, tuttavia, tra prestazione e

controprestazione, si estrinseca in un legame tra *contratti diversi*, non dandosi corrispettività tra il primo e il secondo swap.<sup>498</sup>

Il quarto indice di collegamento, cioè l'essere un negozio una modalità di esecuzione dell'altro o ciò che ne facilita l'esecuzione, si concretizza, nel nostro caso, nell'essere il secondo swap una modalità di esecuzione *del contratto di risoluzione* del primo.<sup>499</sup>

Il quinto elemento, il trovare cioè uno dei negozi la propria ragion d'essere o la propria causa remota nell'altro, è anch'esso da ritenere sussistente, in quanto il secondo swap trova la sua ragion d'essere nell'accordo di risoluzione del precedente swap, instaurando inoltre una connessione economica e teleologica col primo.

L'accordo risolutorio, poi, si pone come premessa logica ed economica del secondo swap, a tal punto che il venir meno del primo accordo farebbe venir meno la ragione che ha indotto le parti a contrarre il secondo swap. Anche il sesto elemento - l'essere uno dei negozi presupposto logico ed economico dell'altro -, pertanto, è ben presente nella fattispecie che ci siamo riproposti di esaminare.

Ebbene, emerge chiaramente che il collegamento sussiste non già tra il primo accordo di swap e il secondo, ma tra questo e la risoluzione del primo.

La Corte di Appello di Trento citata *supra*, dopo aver affermato che esiste un collegamento tra la risoluzione del primo swap e la stipula del secondo, passa poi ad affermare che le cause di nullità del primo swap

---

<sup>498</sup> In tal senso, F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 195.

<sup>499</sup> *Ibidem*.

si trasferirebbero automaticamente sul secondo: ma così non è, dato che è all'accordo risolutorio che bisogna prestare attenzione al fine di stabilire se vi siano cause di nullità o meno, non già al primo swap di per sé stesso.

A fronte della risoluzione anticipata del primo swap, della perdita di una parte, della stipula di un nuovo swap con pagamento *upfront*, della compensazione della perdita di una parte con il pagamento dell'*upfront* da parte dell'altra, l'interprete non può dedurre che tali elementi siano automaticamente legati da un collegamento volontario.

Le parti potrebbero, infatti, estinguere il primo swap e al contempo una parte potrebbe estinguere l'obbligazione di pagamento su di lei gravante attraverso una *novazione ex art. 1230 c.c.*, facendo sorgere una ulteriore obbligazione con oggetto o titolo diverso. Tale volontà dovrebbe risultare in modo non equivoco e gli elementi dell'*animus novandi*, dell'*aliquid novi* e della *causa novandi* dovranno essere oggetto di indagine da parte del giudice di merito (non censurabile in Cassazione, a differenza di quanto accadrebbe se il giudice accertasse l'esistenza di una novazione senza aver accertato nessuno dei tre elementi testé indicati, dato che, in tal caso, si incorrerebbe in una *violazione di legge, sindacabile innanzi alla Suprema Corte*: stessa cosa dicasi per un aprioristicamente accertato *collegamento negoziale volontario*). Qualora il giudice errasse nella qualificazione giuridica dell'atto e senza aver accertato gli elementi testé indicati sostenesse che ci si trova di

fronte ad una novazione (o ad un collegamento negoziale), ben si potrebbe ricorrere innanzi alla Suprema Corte per violazione di legge.<sup>500</sup>

Invero, la parte "soccumbente" del primo swap potrebbe pure volere assumere un nuovo debito conoscendo i vizi di invalidità del primo. La differenza tra il collegamento e la novazione sta in ciò: che nel primo caso i vizi del primo swap si trasferiranno sul secondo, mentre nel secondo caso ciò accadrà solo nei casi previsti dall'art. 1234 c.c..

Ulteriore possibilità: ci si potrebbe trovare dinnanzi all'ipotesi di negozio *rinnovato*. Questo, a differenza della novazione, realizza un mutamento della fonte negoziale del rapporto, lasciando quest'ultimo integro<sup>501</sup> o, al massimo, modificandolo in qualche suo aspetto accessorio, o financo creando un nuovo rapporto del tutto analogo al precedente<sup>502</sup>; la novazione, invece, estingue il rapporto originario e lo sostituisce con uno nuovo, diversi dal primo sia per quanto riguarda l'oggetto, sia per quanto riguarda il titolo.

Da ultimo, v'è chi ha sostenuto che la clausola *upfront* del secondo swap consiste in un mutuo.<sup>503</sup> Ci troveremmo pertanto, nel caso che esaminiamo, di fronte ad un contratto misto: mutuo e swap. Le cause di invalidità del primo si ripercuoterebbero sul secondo *ex art. 1419*, primo comma, c.c..

---

<sup>500</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 197. Si veda, in giurisprudenza, Cass., 28.04.1999, n. 4296.

<sup>501</sup> Così G. GORLA, *Riproduzione del negozio giuridico*, Padova, 1933, p. 16 ss.; O. BUCCISANO, *Novazione oggettiva e contratti estintivi onerosi*, Milano, 1968, p. 180.

<sup>502</sup> R. SCOGNAMIGLIO, *Sulla rinnovazione del negozio giuridico*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1950, II, pp. 448 e 457.

<sup>503</sup> D. MAFFEIS, *op. ult. cit.*, p. 795.

È stato osservato<sup>504</sup> che, in tal caso, andrebbe primariamente dimostrato che le parti non avrebbero concluso il secondo swap senza la clausola *upfront*. Inoltre, anche a voler ammettere che il secondo swap sia nullo per contaminazione *ex art. 1419*, primo comma, c.c., (a causa della violazione delle norme sul mutuo), bisognerebbe valutare se tale nullità si estenda per gli stessi motivi all'accordo di risoluzione del primo swap o meno: se sì, allora il primo swap continuerebbe ad avere vigore tra le parti, mentre, in caso contrario, la parte "soccombente" del primo swap sarebbe tenuta a pagare la perdita alla controparte.

Un cenno meritano anche la fattispecie esaminate dalla citata pronuncia del Tribunale di Bari<sup>505</sup>. Nel caso sottoposto al giudice di merito, vi era stata tra le parti (banca e cliente) una rinegoziazione di una serie di swap che incorporavano le passività derivanti da precedenti swap: tale fattispecie è stata considerata *nulla* dal suddetto giudice per *difetto genetico di causa*, in quanto lo schema negoziale era inidoneo *ab origine* a realizzare la copertura del rischio. Scopo del cliente era quello di copertura del rischio di aumento del tasso di interesse di un finanziamento; le rinegoziazioni avevano avuto come conseguenza quella di un aumento dell'*upfront*. Il giudice, facendo ricorso al concetto di *causa concreta*, ne ha determinato la nullità in quanto non vi era stata la diminuzione del rischio.

Si è già visto precedentemente come una soluzione univoca al problema della qualificazione dello swap con *upfront* non sia possibile: ci si potrebbe trovare dinanzi ad una rinegoziazione, ad una rinnovazione o

---

<sup>504</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, pp. 198 e 199.

<sup>505</sup> Trib. Bari, 15.07.2010, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

ad una novazione. Andrebbe sottoposta ad una attenta analisi quella che è (stata) la volontà delle parti nel porre in essere l'intera operazione economica.

Le conseguenze di tali, diverse, qualificazioni non saranno da poco: se, infatti, la eventuale nullità del primo swap ben potrebbe ripercuotersi sul secondo indipendentemente dalla natura del legame tra i due swap, differente conclusione dovrà sostenersi nel caso in cui di discorra di annullabilità o risolubilità del primo. La novazione sarebbe valida qualora il debitore avesse assunto il nuovo debito nella consapevolezza del vizio del titolo originario (*ex art. 1234, 2° comma, c.c.*) e il nuovo contratto non sarebbe risolubile se il debitore fosse stato a conoscenza del diritto di risolvere il contratto a seguito di una ipotesi prevista dagli articoli 1453 (inadempimento), 1463 (impossibilità sopravvenuta) e 1467 (eccessiva onerosità) c.c..

In conclusione: il rapporto tra primo swap, accordo (di questo) risolutorio, stipula di un secondo swap con *upfront* non può essere interpretato in modo univoco una volta per tutte, basandosi sulla forma esteriore della rinegoziazione. A tale conclusione si dovrà giungere, semmai, attraverso una puntuale applicazione dei criteri ermeneutici di cui agli articoli 1362 e ss. del codice civile, dei quali ci si servirà per analizzare in particolare la previsione dell'*upfront*. Così, ad esempio, qualora l'*upfront* fosse molto elevato in proporzione all'ammontare del capitale nozionale di riferimento del secondo swap, sarebbe più probabile l'ipotesi del collegamento volontario o della esistenza di una causa di mutuo; in caso, invece, di *upfront* irrilevante o sproporzionato rispetto al nozionale del secondo swap, si potrebbe essere ricostruire la

volontà delle parti nel senso di aver voluto la rinnovazione del contratto.

#### **4. Conclusioni.**

Una volta tracciata la storia dell'*interest rate swap*, una volta delineati i termini del dibattito dottrinario e giurisprudenziale intorno allo stesso, siamo in grado di timidamente giungere ad una conclusione che, peraltro, non ci si è sottratti di ribadire a più riprese nel corso del presente studio: appurato che con non poca difficoltà si può pensare all'*interest rate swap* come ad un contratto di gioco o di scommessa, stante la natura meramente aleatoria di questi ultimi e il mero scopo ludico degli stessi, difficilmente rinvenibile nei primi che, al contrario, presentano varie finalità (di speculazione, di arbitraggio, di copertura); appurato che quasi con altrettanta difficoltà si può far rientrare il contratto in questione nella categoria del contratto aleatorio, stante la determinatezza di almeno una prestazione e la determinabilità dell'altra, nella sua misura, mediante rinvio ad un indice esterno; appurato che la struttura del contratto di *interest rate swap* consiste nello scambio di due prestazioni *certe*, ancorate ad un - appunto - indice esterno al pari di un qualsiasi *negozio per relationem*; appurato che rendere rilevante, ai fini della determinazione della *causa dell'accordo* i motivi soggettivi delle parti renderebbe oltremodo *instabile e precaria* l'esistenza dello stesso (qualora, si ricordi l'esempio proposto più volte, una parte contragga con finalità speculative e l'altra con finalità di copertura); appurato tutto ciò, sembra più ragionevole concludere nel senso che la figura negoziale oggetto del presente studio presenti più le caratteristiche già ricordate di un contratto con *causa di scambio*, le cui

prestazioni pecuniarie sono *certe e determinate o determinabili nel loro ammontare*; che, in quanto contratto di scambio, sia più acconcio, quando un tale scambio in concreto dovesse mancare perché, per come congegnato, l'accordo *rende impossibile anche solo ipotizzare che una parte debba all'altra qualcosa*, discorrere di mancanza della *causa di scambio*, non già di assenza della (presunta, necessaria) *bilateralità dell'alea* o, ancora, di una qualche *finalità di copertura*, sia perché l'eventuale *finalità speculativa* non renderebbe l'accordo meno degno di tutela da parte dell'ordinamento giuridico, sia perché un eventuale negozio concluso da una parte con *finalità di copertura* e dall'altra parte con *finalità speculativa*, verrebbe ingiustamente posto nel nulla, a tutto danno di una parte e a vantaggio dell'altra, qualora si abbracciasse la tesi che fa leva, ai fini della ricostruzione del negozio giuridico in esame, sui *motivi* che hanno determinato le parti a contrarre.

Per tali motivi, ci si sente di dover optare per la già ricordata natura commutativa dell'accordo di *interest rate swap* che, si fa notare di passata, non scalfisce minimamente le tutele apprestate al contraente che in ipotesi venisse aggirato dalla controparte (quasi sempre, invero, una banca): se il rischio, nel singolo contratto *concreto*, fosse addossato ad una sola parte, questo sarebbe possibile in virtù del fatto che una parte già al momento della conclusione dell'accordo è certo che nulla dovrà alla controparte: non tanto, quindi, si dovrà discorrere di *assenza di rischio*, quanto, a nostro parere, di *assenza di scambio*.

## BIBLIOGRAFIA

AGOSTINELLI R., *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1992, I, p. 262

AGOSTINELLI R., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 123 ss.

AGOSTINELLI R., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in nota a *House of Lords*, 24 Gennaio 1991, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1991, II, pp. 433 ss..

AGOSTINELLI R., *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, p. 10 ss.

ALPA G. - BESSONE M. - ROPPO V., *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Iovene, Napoli, 1984

ALPA G., *Causa e tipo*, in AA. VV., *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, t. 1, *Trattato dei contratti*, P. Rescigno, Torino, 1999, p. 518

ALPA G., *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, n. 2, p. 321

ALPA G., *Rischio contrattuale*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Utet, Torino, 1986, p. 863 ss.

ANGELICI C., *Alla ricerca del «derivato»*, Giuffrè, 2016

ANGERETTI M., *Swap transactions e eccezione di gioco*, in *Giur. It.*, 1996, I, 2, p. 50

ANTONUCCI A., *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2004, II, p. 204

ASCARELLI T., *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1958, I, p. 435 ss.

ASCARELLI T., *Lo speculatore professionale è imprenditore commerciale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1956, I, p. 157

ASCARELLI T., *Sulla portata sociale della nostra giurisprudenza in materia monetaria*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1950, p. 445

AULETTA G., *Risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, p. 170

AULETTA G., *Risoluzione e rescissione dei contratti ( rassegna di giurisprudenza)*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, p. 171

BALESTRA L., *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Cedam, 2000

BARCELLONA M., *L' "azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 571 ss

BEDUSCHI C., *A proposito di tipicità e atipicità dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, n. 4, p. 378

BENEDETTI G., *Diritto e linguaggio. Variazioni sul «diritto muto»*, in *Europa dir. priv.*, 1999, pp. 137 ss.

BERNARDINI P., *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir. comm. int.*, 1989, p. 10

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, E.S.I., 2002, pp. 189 ss.,

BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, III, Giuffrè, Milano, 1954;

BIANCA C. M., *Diritto civile. Il contratto*, vol. 3, Giuffrè, 2000, p. 473.

BIANCA C. M., *Il contratto*, in *Diritto civile*, Milano, 1987, p. 432

BIANCA C., *Vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, VII, tomo 1, Torino, 1972, p. 62 ss..

BIANCHI D'ESPINOSA L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretta da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, p. 388-389

BOCHICCHIO F., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, p. 323.

BOCHICCHIO F., *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, p. 593

BOCHICCHIO F., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubblico dell'economia* diretto da Galgano, vol. 26°, Padova, 1994, p. 37

BOMBARDI R., *Strumenti finanziari derivati e sistema contrattuale Isda*, in *Dir. e Prat. Soc.*, II, 2006, p. 32

BOSELLI A., *Alea*, in *Noviss. Dig. It.*, vol. I tomo I, Torino, 1957, p. 448 ss.

BOSELLI A., *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952, p. 81 ss.

BOSELLI A., *Le obbligazioni fondamentali nei contratti aleatori*, *ivi*, 1949, p. 596 ss.

BOSELLI A., *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 769 ss.

BUCCISANO O., *Novazione oggettiva e contratti estintivi onerosi*, Milano, 1968, p. 180

BUFFA P., *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, II, p. 910.

BUTTARO L., *In tema di giuoco*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, p. 407 ss.

CAIAZZO R., *Gli swaps nella disciplina fallimentare*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 103

CAMPOLO C., *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre-Dicembre 1998, n. 6 p. 11

CAPALDO G., *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, p. 587

CAPALDO G., *Contratto aleatorio e alea*, Giuffrè, 2004,

CAPALDO G., *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. proc.*, 1997, p. 587

CAPALDO G., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, 1999

CAPALDO L., *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, n.2, p. 49

CAPRIGLIONE F., *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1991, I, p. 792

CAPRIGLIONE F., *I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1995, p. 362

CAPUTO NASSETTI F., *«Interest rate swaps» e «Interest rate and currency swaps»*, in *Dir. comm. int.*, 1990, p.675 ss.

CAPUTO NASSETTI F., *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, p. 321

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011, p. 29

CAPUTO NASSETTI F., *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate and currency swap*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 80

CAPUTO NASSETTI F., *Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 95

CARAVELLI C., *Alea*, in *Nuovo Dig. It.*, I, Torino, 1937, p. 307 ss.

CARBONE S., *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2004, p. 3

CARBONETTI F., *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. delle Società*, 1996, p. 1119;

CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992

CARINGELLA F. - BUFFONI L., *Manuale di diritto civile*, 2016, Dike Giuridica, VI edizione, p. 776,

CARIOTA FERRARA L., *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Morano, Napoli, 1948, p. 211;

CAROPPO A., *Gratuità e onerosità dei negozi di garanzia*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, p. 435

CAROZZI A.M., *Swap*, in P. CENDON (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, 2004, p. 468;

CATALANO G., *L'utilità di una sentenza "anacronistica": gli swap in Corte di Cassazione*, in *Foro It.*, 1998, I, p. 3293;

CATALANO G., *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, c. 314;

CATAUDELLA A., *Bilateralità, corrispettività ed onerosità del contratto*, in *Studi senesi*, 1968, p. 235;

CATAUDELLA A., *La donazione mista*, Giuffrè, Milano, 1970, p. 107;

CAVALLO BORGIA R., *Le operazioni sul rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 1995, p. 2395

CAVALLO BORGIA R., *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Cotr. e impr.*, 1988, p. 393

CHIOMENTI F., *Cambi di divisa a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45

CIRILLO A., *Nifs, swap e option - Operazioni bancarie innovative*, Padova, 1990

CLARIZIA R., *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I contratti derivati finanziari*, (a cura di) RIOLO, Milano, 1993, p. 119

COLTRO CAMPI C., *Considerazioni sui contratti a premio e sull'aleatorietà dei contratti di borsa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1958, I, p. 393 ss.

COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991, p. 131

CONFINDUSTRIA, *Gestione dei rischi di cambio e di interesse*, 1989, p. 24 ss.

CORAZZA F., *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, n. 2, GIUFFRÈ, parte II, p. 183

CORRADO R., *I contratti di borsa*, in *Tratt. di dir. civ. it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1960, p. 200 ss.

COSTI R. - ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, vol. VIII, pp. 365 ss.

COSTI R., *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. Bancario*, 1992, I, p. 159

CUCINOTTA G.- MORETTI E., *Strumenti della nuova finanza*, Roma, 1988, p. 31

DE BIASI P., *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000

DE BIASI P., *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2001, I, p. 644

DE BRUNO G., *Capire la finanza*, Milano, 1987, p. 235

DE IULIIS C. M., *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, p. 391

DE MARTINI A., *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Giuffrè, Milano, 1950, pp. 26 ss.

DE NOVA G., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 26

DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974

DE SIMONE M., *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, p. 23 ss.

D'ESPINOSA BIANCHI L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, p. 400 ss.

DI GIANDOMENICO G., *Alea e rischio contrattuale nei contratti di assistenza*, in *I contratti di informatica-Profilo civilistici tributari e di bilancio*, a cura di G. Alpa-V. Zeno-Zencovich, Giuffrè, Milano, 1987, p. 175 ss.

DI GIANDOMENICO G., *I contratti speciali- I contratti aleatori*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da M. Bessone, vol. XIV, Giappichelli Editore, Torino, 2005, p. 113

DI GIANDOMENICO G., *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987

DI GIANDOMENICO G., *Alea e rischio contrattuale nei contratti di assistenza*, in *I contratti di informatica-Profilo civilistici tributari e di bilancio*, a cura di G. Alpa-V. Zeno-Zencovich, Giuffrè, Milano, 1987, p. 175 ss.

DI PACE P., *Il negozio per relationem*, Giappichelli, 1940

DI SABATO G., *Unità e pluralità di negozi (contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I p. 412

DURANTE A., *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 569 ss.

DURANTE A., *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 569 ss.

FERRARI V., *Il problema dell'alea contrattuale*, Napoli, 2001

FERRARINI G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 27

FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, p. 72

FERRARIO M., «*Domestic currency swap*» a fini speculativi e scommessa, in *Contr.*, 2000, p. 258

FERRERO E., *Contratto differenziale*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 483

FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, n. 2, p. 399

FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1992a, p. 636

FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Ec. e dir. del terz.*, 1992, fasc. 2, p. 416

FERRI G. B., *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 98

FERRI G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Giuffrè, 1968, pp. 406 ss.

FERRI G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966;

FERRI G., *La vendita*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. II, p. 211

FINARDI D., RUGGERI L., *Interest rate swap e fallimento*, in *I contratti*, 2003, n. 1, p. 97

FROSINI V., *La parola del diritto e le sue trasformazioni linguistiche*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, pp. 423 ss.

FUNAIOLI C. A., *Il giuoco e la scommessa*, in *Tratt. di dir. civ. it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1961, p. 172 ss.

- GABRIELLI E., *Alea e rischio nel contratto. Studi.*, Napoli, 1997;
- GABRIELLI E., *Alea e svalutazione monetaria nell'offerta di riduzione ad equità*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 710 ss.
- GABRIELLI E., *Contratti di Borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1986, I, p. 575
- GABRIELLI G., *Operazioni in derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1136
- GALASSO G., *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1269
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, Cedam, 2015, Vol. II, terza ed., pp. 242, 253 e 254
- GALGANO F., *Trattato di Diritto Civile*, Cedam, 2015, volume terzo, pp. 116-117
- GAMBINO A., *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, pp. 416 ss.
- GAMBINO A., *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, 1964
- GAMBINO F., *Normalità dell'alea e fatto di conoscenza*, Milano, 2001
- GANDOLFI G., *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II, p. 342
- GARDANI CONTURSI LISI L., *La compravendita*, in *Giur. sist. civ. comm.*, Torino, 1985, p. 295

GASPERONI N., *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 315

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, ESI, 2011, pp. 817, 903

GIRINO E., *Currency swap*, in *Amministrazione e finanza*, 1989, 19, p. 1153;

GIRINO E., *Future, option, swap commercial papers - Aspetti finanziari, contrattuali e giuridici*, 1988, Milano.

GIRINO E., *Gli "swap" come strumenti finanziari*, in *I contratti*, 1999, I, p. 45

GIRINO E., *Gli asset swap*, in *I contratti*, 1999, I, 21, p. 1189

GIRINO E., *I contratti derivati*, Giuffrè, 2010, p. 5

GIRINO E., *Lo swap domestico*, *ibidem*, 5, p. 278

GIULIANI F. M., *I "titoli sintetici" tra operazioni differenziali e la realtà del riporto*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 86.

GIULIANI F. M., *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Diritto e pratica trib.*, 1992, I, p. 884 ss.

GIULIANI F. M., *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 79

GORLA G., *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistica*, Milano, 1955, I, p. 57

GORLA G., *Riproduzione del negozio giuridico*, Padova, 1933, p. 16 ss.

HORNBY A.S., *Oxford advanced learner's dictionary of current English*, Oxford, 1990, cit. voce *Swap*.

INZITARI B., *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da Galgano, III, Torino, 1995, p. 2441 ss.

INZITARI B., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, p. 1393

INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, p. 598 ss., in part. 610 ss.

INZITARI B., *Swap*, in *La banca e i nuovi contratti*, a cura di G. De Nova, *Ricerche Assbank*, Milano, 1993, p. 45

INZITARI B., voce "Moneta", in *Digesto*, IV ed., vol. XI Civile, Torino, 1995, p. 399

IRRERA M., *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro Pad.*, 1987, II, cc. 121-122;

IRTI N., *L'età della decodificazione*, in *L'età della decodificazione*, Milano, 1999

IRTI N., *Tecnica della legislazione civile e responsabilità della dottrina*, in *La cultura del diritto civile*, Torino, 1990

KALINOWSKI G., *Introduzione alla logica giuridica*, Milano, 1971, pp. 61 ss.

KOLB R. W., *Financial derivatives*, Cambridge, 1996

LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo Diritto*, 2007, p. 510

LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fiscali*, in *Diritto e Finanza*, 2005, p. 365

LENER A., *Expressio causae e astrazione processuale*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, Jovene, Napoli, 1972, p. 765 ss.

LOIACONO D., CALVI A., BERTANI A., *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2005, supplemento

MAFFEIS D., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 2010, I, p. 779 ss.

MALANDRUCCO M.C., *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1992, p. 471

MANCA M., *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006, p. 6517

MASTROPAOLO E. M., *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2002, p. 205

MATTEUCCI M., *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. impr.*, 1990, n. 3, p. 27 ss.

MEMMO D., *Nuove strategie imprenditoriali di copertura del rischio di cambio: il domestic currency swap*, in Aa. Vv., *Dalle res alle new properties*, Franco Angeli, Milano, 1991, p. 129 ss.

MENICHINO C., *Contratti commutativi e alea convenzionale*, in *I Contr.*, 1993, p. 535

MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Giuffrè, Milano, 1973, vol. I, p. 779

MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, 1973, XXI, t. 1, p. 722

MESSINEO F., voce *Contratto (dir. priv.)*, in *Enc. del dir.*, Milano, 1961, p. 992 ss.

MIRABELLI C., *La rescissione del contratto*, Iovene, Napoli, 1962

MONTI E. - C. MESSINA C., *La finanza per l'impresa*, Utet, Torino, 1992, p. 118

MORI M., *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990

MOSCO L., *Gli effetti giuridici della svalutazione monetaria*, Giuffrè, Milano, 1948

MOSCO L., *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Giuffrè, Milano, 1942;

NICOLÒ R., *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958, p. 1024 ss.

ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2008, p. 327

OSTI G., Voce *Contratto*, in *Noviss. Dig. It.*, vol. IV, Utet, Torino, 1959, p. 488

PAGNONI E., *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli,, Torino, 2004, tomo II, p. 1077

PERASSI M., *Commento all'art. 18*, in *La disciplina degli intermediari finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 156

PERASSI M., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, in *Commento al decreto Eurosim*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, sub commento art. 18, p. 143

PERLINGIERI P., *I negozi sui beni futuri*, Iovene, Napoli, 1962

PERRINI M., *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, p. 63

PERRINI M., *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 87

PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, Borsa e tit. credito*, 1995, II, p. 82

PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1998, I, p. 51

PERRONE A., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999

PINO A., *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 1221 ss.;

PINO A., *Gioco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Scritti in onore di Francesco Santoro-Passarelli*, Napoli, 1972, p. 777 ss.

PINO A., *Il contratto a prestazioni corrispettive*, Cedam, Padova, 1963, p. 110

PINO A., *Il difetto di alea nella costituzione di rendita vitalizia*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 533 ss.

PINO A., *Il giuoco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Studi in onore di F. Santoro Passarelli*, Jovene, Napoli, 1972, p. 791 ss.

PINO A., *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, in *Riv. ass.*, 1960, I, p. 236 ss.

PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, p. 2219

PREITE D., *Contratti differenziali e art. 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap e index future*, in *Riv. di borsa*, 1989, n. 2, p. 26

PREITE D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index, futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 171

QUADRI E., *Questioni giuridiche sull'inflazione*, Cacucci, Bari, 1981, pp. 171 ss.

RADICATI DI BROZOLO L., *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, p. 539

RAPPAZZO A., *I contratti collegati*, Milano, 1998; G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1959.

RECINE E., *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Politiche legislative e contrattazione standardizzata nel settore finanziario: lo "European Master Agreement"*, in *Quaderni di ricerca*, n. 55, 2003

RESCIGNO P., *Introduzione al codice civile*, Bari, 1991, p. 234

RIGHINI E., *I valori mobiliari*, Milano, 1993

ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 51

ROSSI F., *Aspetti legali del mercato degli swap in Italia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 87

ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, I, 1993, p. 602

RUBINO D., *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1962, p. 268 ss.

SACCO R., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1975, VI, tomo II, p. 988;

SACCO R., *Il contratto*, t. 1, Trattato Sacco, Torino, 1993, p. 635

SACCO R., in R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, tomo 1, Trattato, Torino, 1993, p. 420

SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Jovene, Napoli, 1954, p. 156 ss.

SCALFI G., *Alea*, in *in Dig. Disc. Priv., Sez. civ.*, 1989, p. 253 ss.

SCALFI G., *Alea*, in *Digesto civile*, 1987, I, p. 258

SCALFI G., *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, p. 135 ss.

SCALFI G., *Corrispettività ed alea*, Milano, 1960

SCALFI G., *Osservazioni sui contratti a prestazioni corrispettive*, in *Riv. dir. comm.*, 1958, I, p. 460 ss.

SCOGNAMIGLIO R., *Collegamento negoziale*, in *Enc. del dir.*, VII, p. 375

SCOGNAMIGLIO R., *Sulla rinnovazione del negozio giuridico*, in *Giur. compl. cass. civ.*, 1950, II, p. 44

SCOZZAFAVA O. T., *La qualificazione di onerosità e gratuità del titolo*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, pp. 77 ss.

SEBASTIANUTTI P., *Rischio legale nei contratti derivatives conclusi nei mercati internazionali*, in *Strumenti finanziari innovativi e profili di rischio*, Milano, 1993, p. 135

SERRA A., *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 450

SICCHIERO G., *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. e impr.*, 2003, pp. 106-109

SQUILLACE N., *La legge 2 Gennaio 1991 n. 1 e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, p. 85

TILOCCA E., *Onerosità e gratuità*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1953, p. 56

TONELLI E., *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1993, I, p. 342

TORRENTE A.- SCHLESINGER P., *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè Editore, XXI edizione, 2013, p. 412.

TREMANTE N., *La compensazione nelle operazioni internazionali di swap*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 113

TRUDU M., *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. Loc.*, fasc. 4, 2008, p. 26

VALENZANO G., *I contratti differenziali di Borsa su divisa estera*, Roma, 1929, pp. 23 ss..

VALSECCHI E., *Gioco e scommessa*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1954, p. 38 ss.

VASSALLI F., *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali sulle divise*, in *Studi Giuridici*, Milano, 1960, vol. II, p. 147

VIVANTE C., *Il contratto di assicurazione*, Milano, 1885.

ZITIELLO L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Le Società*, 1996, p. 1126

ZUCCARELLO A., *In nota alla recente giurisprudenza in materia di contratti derivati: il concetto di "alea razionale" quale criterio di valutazione della validità della causa*, in *Rivista di dir. bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), estratto dal n. 3 del 2014