

## SPECULAZIONE E PRUDENZA. A PROPOSITO DEI CONTRATTI DERIVATI OTC (\*)

di ALDO ANGELO DOLMETTA

SOMMARIO.- 1. Oggi. – 2. *Swap*, giurisprudenza e filtro della causa concreta. – 3. *Swap* e funzione di protezione (di sostanza indennitaria). – 4. *Swap* e speculazione. – 5. Speculazione, impresa, prudenza. – 6. Ipotesi di *swap* con funzione di credito e «rischio usura».

### 1.- Oggi

La questione dei derivati IRS (: *interest rate swap*) è esplosa proprio in questi ultimi anni; ed è deflagrata, insieme, verso tante direzioni. Molto alla grossa si può ricordare la vicenda (non solo) penale della «ristrutturazione» del debito del Comune di Milano – debito tratto da *swap* (tra l'altro) e ristrutturazione organizzata in buona sostanza a mezzo *swap* -, che ha portato alla condanna per truffa di una serie di dirigenti di banche (la sentenza del Trib. Milano, del dicembre 2012/febbraio '13, è contraddistinta dal numero 13976)<sup>1</sup>. Come

---

(\*) Il saggio rappresenta l'Introduzione al volume collettaneo «*Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*», curato da Daniele Maffei i Quaderni di *Banca, borsa, titoli di credito*. Il volume, che è edito per i tipi della casa editrice Giuffrè, esce nelle librerie in questi primi giorni di febbraio 2014.

Gli studi che nel prosieguo (testo e note) vengono richiamati senza specifica indicazione della provenienza fanno appunto parte del citato volume.

<sup>1</sup> Nella «premessa» della pronuncia, Oscar Magi avverte tra le altre l'esigenza di annotare i due pensieri. Il primo: «questo giudice monocratico ha dovuto cimentarsi, nel corso dei due anni e mezzo di svolgimento dell'istruttoria dibattimentale, con questioni estremamente articolate e complesse, finora mai trattate, perlomeno nell'esperienza professionale di questo giudicante. Si è dovuto quindi affrontare la conoscenza e valutazione di concetti patrimonio della economia finanziaria, quali, ad esempio, l'*interest rate swap*, il *fair value*, il *mark to market*, il *bid ask spread* e molti altri ancora, concetti certamente non usuali nella pratica giudiziaria comune...». Il secondo: «*last, but not least*, questo processo non è stato e non vuole essere un processo al sistema bancario nel suo

anche la vicenda (non solo) amministrativistica della «convenienza economica» del derivato che la Provincia di Pisa ebbe a stringere con le banche: convenienza senz'altro esclusa dal Tar Toscana (11 novembre 2010) e per contro ritenuta esistente dal Consiglio di Stato (27 novembre 2012, n. 5962), sulla base del rilievo che i cc.dd. costi impliciti non vanno tenuti in conto. Nonché, e (non meno) ovviamente, la sequela incalzante di pronunce civili – nell'ultimo rappresentate dall'importante decisione di App. Milano, 18 settembre 2013 – che, in funzione protettiva della posizione del cliente, è venuta a dichiarare la nullità di fattispecie contrattuali di swap O.T.C. (: *over the counter*)<sup>2</sup>.

Questo per fermarsi nell'orto piccolo. La materia, in effetti, non manca davvero di proporre spettri e orizzonti di portata più larga: e tanto anche senza volersi spingere sino ad investigare sulla parte di responsabilità che il seme dei derivati è venuto ad avere sulla crisi finanziaria mondiale che - emersa nell'autunno del 2008 - tuttora rimane irrisolta (in questo volume riflette pure su questo macro tema il contributo di DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*). Per constatarlo, è sufficiente prestare domestica attenzione ai lavori di costruzione della c.d. «legge di stabilità» 2014 e relativi dintorni.

Così, per un verso, il documento predisposto per l'intervento dal Ministro dell'Economia ([www.governo.it](http://www.governo.it); 15 ottobre 2013) stabilisce, *sub voce* «Allentamento dei vincoli del Patto di Stabilità per Province e Comuni», che viene «fatto divieto a Regioni ed enti locali di: .- stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati; .- rinegoziare derivati già in essere alla data di entrata in vigore della legge; .- stipulare contratti di finanziamento che includono componenti derivate»<sup>3</sup>. Secondo altro verso, non meno, le agenzie di

---

complesso o agli strumenti derivati, ma solo al cattivo uso degli stessi in una circostanza storicamente determinata».

<sup>2</sup> Le decisioni, così sommariamente indicate, si trovano pubblicate in molti luoghi, che i saggi pubblicati in questo libro non mancano di riportare. Per orientarsi al riguardo, in ogni caso, può risultare assai utile la consultazione delle riviste informatiche *Il Caso.it* e *Dirittobancario.it*.

<sup>3</sup> Cfr. già in materia l'art. 62 d.l. n. 112/2008, conv. dalla legge n. 133/2008. Prendendo spunto da tale provvedimento e facendo riferimento alla situazione di mercato determinata dalla crisi del 2008, l'autorità di Alessandro NIGRO (*Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, 24 ss.) ha proposto

stampa riferiscono (23 ottobre 2013) di un decreto legge «collegato» all'intervento normativo di stabilità e inteso a fornire («per evitare che lo *spread* possa, in futuro, tornare a influenzare la vendita dei titoli di Stato») una sorta di garanzia statale con lo scopo di «gestire i rischi scaturiti da operazioni in derivati».

## 2.- *Swap*, giurisprudenza e filtro della causa concreta

2.1.- Pur approfondendo anche altri settori salienti dell'attualissimo tema (si segnalano, in via particolare, i lavori di ANTONIOLI, *Riflessioni in tema di contratti derivati ed enti pubblici*, che dedica la propria analisi ai profili di sostanza amministrativa, e di CORASANITI, *Il contratto derivato finanziario tra bilancio e fisco*, che trascorre dai principi contabili rilevanti per i derivati al regime fiscale loro applicabile), il Quaderno risulta specialmente orientato a indagare il versante civilistico della materia. All'interno di questo campo, quasi a fare da magnete tra i vari contributi che il Quaderno innervano – a fare da loro collante interno, comunque - sta il punto, nell'oggi dirimente (v. sopra), dei limiti di validità delle operazioni di *swap*: ovvero, per ricorrere a una formula di più comprensiva espressione, della linea corretta (*an* e *quomodo*) di immissione di queste nel mercato (ma, tra i tanti altri temi che il volume viene a toccare fuori da tale cerchio, si deve fare menzione almeno dell'opera di ricostruzione sistematica a uncinetto della categoria dei contratti aleatori, che si trova contenuta nel saggio di CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*).

Sul merito della problematica appena richiamata (quella, appunto, dei limiti di validità dei negozi di *swap*) emergono, com'è in fondo scontato, parecchie divergenze di opinione e dissonanze: meglio, sin dal modo di affrontare l'argomento viene a denotarsi la diversità della scuola di pensiero di provenienza; via via che il tema viene dipanato, peraltro, la

---

di ammettere al mercato di «tutti gli investitori non professionisti» unicamente gli strumenti finanziari derivati che vengano preventivamente dal Ministro dell'economia, con connessa indicazione dei «criteri e ... condizioni per la conclusione delle relative operazioni».

divaricazione va a procedere ben oltre la *summa divisio* tra impostazione «liberale» oppure «paternalistica» (*rectius*: «sociale») del fenomeno.

Pressoché tutti i contributi presenti nel quaderno, tuttavia, vengono a dare risalto e spazio forti all'esperienza che in proposito la giurisprudenza ha maturato in questi ultimi anni. Il confronto serrato con i giudici e i loro prodotti viene a rappresentare, per la precisione, uno dei tratti portanti, e di caratterizzazione principale, dell'opera collettiva che viene qui pubblicata. La cosa è degna di nota. Non soltanto in sé stessa.

Ma anche perché viene a sottolineare, naturalmente, come nei fatti della realtà l'apporto recato dalla giurisprudenza pratica sul punto dei limiti di validità degli *swap* - più in generale, su quello della «correttezza» delle relative fattispecie – non sia stato (: non sia) per nulla marginale. In effetti, lo stesso risulta piuttosto da apprezzare, sul piano oggettivo, come intervento particolarmente «creativo» e determinante nello sviluppo della materia. Sì che il rilievo, che nel contesto del Quaderno si trova a ricevere la «dimensione giurisprudenza», altro non esprime, in definitiva, che la presa d'atto, il riconoscimento, di una simile situazione concreta.

2.2.- Nell'ambito degli interventi giurisprudenziali in punto di contratti derivati si segnala – e, a mio giudizio, va segnalato come profilo di interesse peculiare – il ricorso da parte dei giudici al filtro della causa concreta; e così alla nozione che tale teorica predica, per cui (in sostanza) la valutazione di validità dei contratti dipende dal positivo riscontro di «interessi meritevoli di tutela» *ex art. 1322 c.c. anche* a livello di fattispecie concreta (meglio, il giudizio si pone lungo tutti i gradini che dall'astratta configurazione di un modello di operazione via via portano verso la dimensione di fattispecie specifica e reale della medesima)<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Della figura della causa concreta si occupano, nel contesto di questo quaderno, tra gli altri i lavori di BARCELONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*; CORRIAS, *op. cit.*; DI RAIMO, *op. cit.*; MAFFEIS, *op. cit.*; MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*; PAGLIANTINI, *op. cit.*

Nei fatti, il richiamo alla detta teorica - per quanto talora condotto per strade «mascherate» (sembra così, ad esempio, nella decisione dell'App. Milano del settembre 2013, che dichiara di volere evitare la «prospettiva, che può rivelarsi sfuggente, della causa in concreto», ma chiaramente adotta lo schema concettuale proprio di tale teorica: si confronti, in proposito, la *Postilla* di PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa*) – di sicuro non può dirsi evento episodico nel panorama giurisprudenziale in discorso; si tratta, sembra ragionevole dire piuttosto, di un filone che si sta vieppiù diffondendo. E che pure ha termini significativi: nel senso che al richiamo viene fatto seguire, nell'arco delle motivazioni, un'effettiva valutazione della meritevolezza in concreto dell'esaminata operazione.

Come è agevole intuire, questo tema è in grado, di per sé stesso, di sollevare più schiere di osservazioni. Secondo quanto non è possibile fare, è pure naturale, nella presente sede; qui, ci si deve fermare a due rapide notazioni.

Assunta la prospettiva della frequentazione giurisprudenziale della causa concreta, viene immediato accostare i contratti di *swap* a quelli di *lease-back*, che nel nostro diritto vivente hanno formato – è noto – la principale base operativa di confronto e affermazione di tale teorica (l'accostamento tra le dette figure è promosso, in particolare, dal contributo di MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*). Ora, nella lettura giurisprudenziale del *lease-back* emerge netta, tra le altre cose, l'idea della «potenziale pericolosità intrinseca» dell'operazione, *in una* con quella, stimata non meno intima, della sua utilizzabilità pure per funzioni positivamente apprezzabili: è da qui che nasce, sembra, l'esigenza di andare a vedere come in concreto stiano le cose. Può forse ripetersi lo stesso, nel genere, con riferimento ai contratti di *swap*: nelle decisioni spesso si avverte, invero, come la sensazione di un tipo di operazione

---

Per una diffusa illustrazione di questa teorica (in punto sia di fondamenti, che di contenuti, che di riscontri del diritto vivente) sia consentito rinviare al mio *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, cap. 12.

che comunque non convince sino in fondo o che, volendo, non si riesce a comprendere sino in fondo<sup>5</sup>.

L'altro rilievo ha taglio decisamente diverso. Parte della dottrina, anche avvertita, tende oggi a «fare le pulci» all'utilizzo che – pure in materia di contratti derivati - la giurisprudenza sta proponendo oggi della causa concreta: in quel caso la teorica è inutile, in quell'altro il giudice ha confuso i concetti, ha «commesso il più mortale dei peccati»; in quell'altro campo ancora, la causa concreta equivale alla «scoperta dell'acqua calda»; eccetera<sup>6</sup>. Naturalmente, si può discutere punto per punto del merito dei singoli rilievi svolti; ed è probabile, peraltro, che in più di un caso la detta dottrina abbia (possa avere) ragione. Ma non è questo, a me pare, il nodo di base. Da domandarsi è, piuttosto, se sia davvero «utile» un simile approccio, che è connotato da un incedere di sostanza distruttiva. Se è da sorvegliare (con riguardo, in specie, ai differenti risvolti disciplinari che possono conseguire), l'uso giurisprudenziale della causa concreta va incoraggiato, non mortificato: meglio perseguire il rispetto dei principi costituzionali del sistema, che l'obiettivo della purezza concettuale.

### 3.- *Swap* e funzione di protezione (di sostanza indennitaria)

La distinzione tra *swap* con funzione di copertura e *swap* con funzione speculativa può ben definirsi tradizionale in letteratura. Almeno per il momento, la stessa sembra destinata

---

<sup>5</sup> A rinforzare il peso dell'osservazione svolta nel testo potrebbe, tutto sommato, stare pure il rilievo che, se i derivati sono – al pari del *lease-back* – dei contratti legalmente atipici (ciò che, ovviamente, facilita l'effettuazione in pratica del controllo di meritevolezza ex art. 1322 c.c.), essi tuttavia danno corpo a una categoria contrattuale legalmente tipica, perché destinatari di una apposita disciplina eteronoma [per quanto, sul piano almeno della normativa di legge, si tratti più di una disciplina di impresa, che di contratto: cfr. il contributo di MAGGIOLÒ, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*]. Sulla «categoria» dei contratti derivati v. il citato studio di CORRIAS.

<sup>6</sup> Cfr. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 958 ss. (per i derivati, 978 ss.), che pure dichiara «in linea di principio sacrosanto» il ricorso alla teorica in questione. Nel quaderno, sembra seguire la linea di pensiero qui presa in considerazione il lavoro di PAGLIANTINI, *op. cit.*.

a resistere: in effetti, il complesso degli interventi contenuti in questo Quaderno la conferma senz'altro, anche se non manca chi viene ad avanzare dubbi e incertezze in proposito, sottolineando come la struttura dei derivati vada in ogni caso a ruotare intorno a meccanismi di speculazione<sup>7</sup>. Sullo sfondo, piuttosto, comincia a prendere corpo l'idea che i contratti di *swap* possano possedere – in luogo delle precedenti o in addizione delle medesime (quale componente della complessiva operazione, cioè) – anche una funzione creditizia, magari realizzata a mezzo di crypto strutture (su quest'ultimo tema, di importanza manifesta, tornerà brevemente il n. 6)<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Si vedano, in proposito, i contributi di DI RAIMO e di PAGLIANTINI, *opp. cit.*. Entrambi gli autori, peraltro, sembrano più che altro coltivare il lato quantitativo della distinzione, nel senso di indicare (se ho ben inteso, almeno) che – secondo corrente normalità – gli *swap* si risolvono in operazione di speculazione pura. In effetti, Di Raimo ammette espressamente l'ipotesi del «contratto funzionale al collegamento con un sottostante, comprensibile e coerentemente finalizzato alla trasformazione di rischi preesistenti»; dal canto suo, Pagliantini rileva che la presenza di uno scopo di copertura «non è quel che solitamente accade e soprattutto non è quanto di norma sia avvenuto».

Da segnalare in materia è, poi, la posizione di SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Dirittobancario.it*, ottobre 2013, per la quale la «partizione tra *swap* speculativi e *swap* di copertura individua non tanto la tipologia del rischio assunto, quanto la dimensione di esso che la specifica struttura dei contratti pone a carico di ciascuna delle parti: anche lo *swap* di copertura stipulato dal cliente ha finalità di speculativa; il conflitto di interessi ... è neutralizzato incidendo sul contenuto (non qualitativo, bensì) quantitativo della negoziazione».

<sup>8</sup> Come si vede, l'attenzione della letteratura dei contratti derivati si è specialmente concentrata, sino ad oggi, sui contorni dell'operazione in quanto tale (sul suo insieme complessivo, dunque). Nel prossimo futuro, questa prospettiva potrebbe forse essere integrata da indagini di taglio diverso: direttamente rivolte, cioè, alla separata analisi delle diverse clausole specifiche che, nella prassi operativa, vengono a conformare il contenuto disciplinare dell'operazione. E' appena il caso di aggiungere che un simile tipo di analisi – pur sempre intesa alla verifica della determinatezza, giustificatezza, comprensibilità degli atti di autonomia (e provvista, altresì, dell'armamentario di cui all'art. 1419 c.c.) – potrebbe rivelarsi utile, tra le altre cose, a meglio aprire l'orizzonte (dommatico, non meno che giudiziale) di studio della materia dei derivati (secondo quanto già potrebbe indicare, forse, la recente attenzione verso la *componente di credito*, come eventualmente riscontrabile in talune operazioni di *swap*, a cui si fa cenno nel testo; *infra*, n. 6). Per formulare il concetto secondo altri termini: la secca alternativa data dalla coppia «copertura/speculazione» di certo non esaurisce i profili proposti dalla materia; e porta il forte rischio, anzi, di soffocare lo spazio ricostruttivo (e, per la conseguenza, quello valutativo). Per dire, la validità di una clausola di *Mark to market* (per un esemplare, v. nel lavoro di MINNECI, *op. cit.*) è tema che ben può essere affrontato – mi pare - a prescindere dall'individuazione della funzione

Sotto il profilo negoziale, gli *swap* di copertura non paiono sollevare, in linea di principio, particolari imbarazzi<sup>9</sup>: la funzione di protezione del cliente da (perdite economiche da) rischi di «sinistri finanziari» li pone al riparo – così si deduce – da specifici problemi di validità. Il tutto dovrebbe risolversi, nella sostanza delle cose, in una prestazione di carattere indennitario da parte dell'intermediario, ove il sinistro poi si verifichi.

Problemi compaiono peraltro, a quanto pare, quando si tratta di andare a riscontrare in concreto che una data operazione di *swap* persegue effettivamente la funzione di copertura. Per sua natura, l'esistenza di una funzione di copertura suppone la necessaria presenza, nel contesto, di un rischio attuale (sulla valenza sistematica dell'art. 1895 c.c. v. i rilievi di CORRIAS, *op. cit.*): in difetto di un sottostante, che in quanto tale sia portatore di un rischio da coprire<sup>10</sup>, l'operazione si manifesta priva di causa. Il rapporto tra rischio e copertura, d'altra parte, dev'essere stretto, in guisa che la seconda si sovrapponga – esatta - sui contorni del primo, ch  altrimenti si finisce per tornare al punto di partenza; occorre una sorta di «vestito su misura» insomma, con eventuale perdita di carati di serialit  del prodotto (lo studio di MAGGIOLO, *op. cit.*, parla di strumento finanziario proprio «non standardizzato»). Posta la funzione di protezione indennitaria, altres , il costo economico dell'operazione per il cliente non dovrebbe allontanarsi molto, nel grosso della sostanza, dalla misura dei premi assicurativi (il

---

complessiva da riconoscere propria dell'operazione. E lo stesso potrebbe ripetersi, forse, per la questione dei costi impliciti.

<sup>9</sup> Meno nitido, in relazione, il profilo della vigilanza. Se lo *swap* di copertura partecipa di una natura sostanzialmente assicurativa [(cos , la mia citata Trasparenza, nt. 4, p. 16; SCIARRONE ALIBRANDI, in *Diritto commerciale* a cura di M. Cian, II, Torino, 2013; Trib. Monza, 14 giugno 2012, in *dirittobancario.it*);, seppure resa mediante struttura contrattuali diverse da quelli ordinarie dei contratti assicurativi, s  che questi *swap* restano fuori da quella «categoria»], nei fatti l'operativit    nelle mani delle banche (che sono autorizzate alla relativa impresa in quanto trattasi di attivit  ammessa al mutuo riconoscimento), mentre   la Consob a prestare attenzione ai profili negoziali del tema (cos , di recente, la Comunicazione n. 9019104 del 2009).

<sup>10</sup> E bisogna pur dire che la differenza tra un rischio assente e un rischio altamente improbabile pu  anche risultare del tutto evanescente (tenuto anche conto,   naturale, della misura del premio praticata, nonch  di tutte le altre connotazioni della fattispecie concreta).



rilievo – è appena il caso di aggiungere, visto il contesto - non nutre qui pretese di ricerca di equilibri, intendendo solo segnalare un dato ipotetico di «normalità empirica»). Un complesso di cose, dunque, che l'esperienza pratica indica, in effetti, non poi così scontato da reperire – tutte insieme – al livello reale della fattispecie concreta.

Talora capita, nella pratica, che le parti di uno *swap* «dichiarino» di perseguire un reale scopo di copertura e che, tuttavia, l'insieme delle regole contrattuali, così come conformate, vengano a mancare abbondantemente l'obiettivo, in suo luogo comportando un tessuto meramente speculativo (il punto è considerato, in modo particolare, da DI RAIMO, *op. cit.*). Per simili casi ci si potrebbe effettivamente chiedere, così come si è chiesta la giurisprudenza, se il contratto posseda davvero una causa concreta (o, se si preferisce altra variante lessicale, abbia una causa concretamente «seria» o «utile»). A mio avviso, se lo scopo di copertura è stato condiviso da entrambe le parti, la risposta è negativa: perché, allora, c'è proprio frattura tra il programma negoziale divisato e lo strumento costruito per la realizzazione del medesimo. Nel caso – decisamente più probabile – in cui lo scopo di copertura sia solo del cliente, non anche dell'intermediario, appare senz'altro più «lineare» piegare invece verso il campo dei vizi della volontà. Mi rendo conto che è grossolana, ma trovo inevitabile, allora, porre la domanda che segue: possono davvero dirsi giustificati gli scarti di disciplina in danno del cliente, che le differenti strutture rimediali possono comportare?

#### 4.- *Swap* e speculazione

4.1.- Il profilo negoziale dei contratti *swap* di speculazione presenta – a considerare la letteratura nel suo complesso attuale - una situazione non facile, complicata. Per fotografare l'impressione sull'oggi: se il fronte delle soluzioni appare non poco frastagliato, il clima è da *work in progress*.

Il lato dell'arco, che nega senz'altro cittadinanza a questa «forma» di derivati, rimane ben rappresentata (BARCELLONA,

*op. cit.*). Più nessuno o quasi, per contro, si dichiara favorevole in modo del tutto indiscriminato alla speculazione (= alla speculazione allo stato bruto, viene da dire). A parte questo, distinzioni basiche restano di portata incerta, nel senso di «variabile» a seconda delle posizioni.

Così, quanto al profilo del *contesto di riferimento operativo*, all'interno dei mercati regolamentati si può fare di più di quanto non avvenga per le contrattazioni *O.T.C.*, che qui (d'altro canto) specialmente interessano. In relazione al profilo *del tipo di contraente che «accetta» la speculazione*, l'ente pubblico può fare di meno dell'orbe dei privati, spesso genericamente assunti, per l'appunto, per l'essere tali (per il tempo attuale, sembrerebbe evaporata, comunque, l'opzione di fare leva sulla distinzione tra operatore qualificato e non; non chiara, nel *milieu*, la sorte del consumatore<sup>11</sup>).

Anche in relazione al *livello di consapevolezza minima* dell'operazione, che tale soggetto (= chi la speculazione «accetta») deve possedere, non v'è orientamento. Per taluno, sembra sufficiente una rappresentazione generica dell'alea, di massima (PAGLIANTINI, *op. cit.*); altri pretende decisamente di più, esigendo la presenza di un puntuale «accordo sulla misura quantitativa e qualitativa dell'alea» (MAFFEIS, *op. cit.*)<sup>12</sup>; su un piano un poco diverso si chiede una valutazione «razionale» del rischio, nel senso che gli «scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono essere ... definite e conosciute *ex ante* con certezza» (App. Milano, 18 settembre 2013). Non manca, peraltro, chi svaluta in radice questo profilo problematico (così MINNECI, *op. cit.*, per il quale il punto si risolve a monte, puntando su gradi di professionalità elevata e di taglio omogeneo per entrambi i contraenti)<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Stante se non altro la normativa del codice del consumo, in effetti, facilmente il consumatore potrebbe essere assunto - da parte del diritto vivente - come portatore di una posizione sua propria. E' anche vero, però, che tra derivati *O.T.C.* e consumatori dovrebbero correre, di per sé, rapporti alquanto marginali (a tutto volere concedere, direi).

<sup>12</sup> Ciò che in ogni caso basterebbe - secondo la valutazione dell'operatività attuale che dà lo stesso MAFFEIS *op. cit.* - a «comportare in automatico la radicale nullità della gran parte ... dei derivati in circolazione».

<sup>13</sup> Anche per SARTORI, *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, di prossima pubblicazione in *Riv. dir. priv.*, il problema del rischio non è un problema informativo. Fondamentale in questo ordine di

Ugualmente aperto risulta il profilo della *misura e distribuzione del rischio* tra i contraenti. A ben guardare, non può dirsi acquisito - stando al panorama corrente sulla speculazione - neppure che un'alea in quanto tale debba per forza sussistere al momento della stipulazione del contratto e pure permanere fino al termine del conseguente rapporto; ovvero che il rischio sia corso da uno solo dei contraenti (che può perdere, ma non vincere: c.d. alea unilaterale). Senz'altro diffusa, comunque, è l'idea che la scommessa possa partire in termini del tutto squilibrati (praticamente senza freni). Si affaccia tuttavia anche l'idea che, in merito, un qualche ordine di controllo, e di limite, non possa non esserci: in una prospettiva che in fondo non pretende di essere determinata, si afferma così che il rischio di perdita non può essere di «entità non apprezzabile» per uno dei due contraenti (CORRIAS, *op. cit.*); ovvero «troppo sbilanciato in favore del singolo contraente banca» (Trib. Salerno, 2 maggio 2013).

4.2.- Sui contorni di quest'ultimo indirizzo credo sia opportuno fermarsi un attimo a riflettere. In ragione, naturalmente, della segnata importanza che ritengo lo stesso venga a possedere.

In estrema sintesi: in una formulazione matura, tale indirizzo sottolinea - e pone a suo espresso presupposto - la considerazione prioritaria che la vigente Costituzione assegna al «lavoro» (assunto in tutte le sue forme), quale schema elettivo dell'agire economico dei cittadini; e altresì rileva, pure in via correlata, che «in tutti i contratti aleatori tipici l'attribuzione della piena tutela ... dipende dalla circostanza che l'elemento funzionale generico del lucro incerto coesista [*i.e.*: si compenetri] con ulteriori funzioni, socialmente apprezzabili», come quella indennitaria o sportiva (o anche quella prodotta dal selezionato ambiente dei mercati regolamentati *ex art. 23 TUF*; la frase virgolettata è di CORRIAS, *op. cit.*).

---

prospettiva (= della consapevolezza) è, piuttosto, il controllo della coerenza dello schema negoziale adottato con l'*interesse concretamente* perseguito dal cliente (così come le metodologie di analisi probabilistica del rischio, che in ipotesi vengano associate all'operazione, consentono senz'altro di fare: una volta che sia *aliunde* individuato, peraltro, l'interesse in concreto nutrito dal cliente).

Ora, tutto ciò non può non incidere in modo pesante, a me sembra, sul giudizio di meritevolezza da svolgere (secondo i vari livelli) in relazione contratti di *swap O.T.C.* Sembra evidente, invero, che la funzione di speculazione riflette un'idea di agire economico e di ricchezza antitetica a quella manifestata dalla funzione produttiva (in cui le varie forme di «lavoro» vengono a identificarsi), perché legata al puro e semplice passaggio di somme di danaro da una tasca a un'altra<sup>14</sup>. Che causa in concreto utile (o meritevolezza) può dunque perseguire<sup>15</sup> l'intendimento di un contraente di arricchirsi per intero a scapito dell'altro, senza fornire in cambio neppure una prestazione di modestissimo valore<sup>16</sup>?

Posta una simile prospettiva, per la verità, lo stesso richiamo a un profilo di «equilibrio» delle probabilità di vittoria, di cui alla scommessa, sembrerebbe non trovare spazio o comunque trovarne uno esiguo. Per il caso occorrente, in ogni caso, può essere non inutile notare che simile risvolto equitativo non ha nulla a che vedere con la tematica dell'equilibrio (sostanziale o anche solo formale) dei sacrifici economici dei contraenti. Ciò che, tuttavia, non lo relega ai margini di uno spirito di taglio post decoubertiano (anche a prescindere dalle pur assorbenti note di cui al prossimo n. 5.2.)<sup>17</sup>. In effetti, un sostanziale squilibrio di probabilità (che non sia pareggiato da corrispondenti misure dell'eventuale vincita) parrebbe rispondere – a guardare la cosa dal punto di vista della ragione

---

<sup>14</sup> Come se, per dire, moltiplicando i furti in un quartiere, quest'ultimo diventasse più ricco.

<sup>15</sup> Fuori (in ipotesi) dalla causa ludica, che rimane del tutto estranea, va da sé, alle fattispecie rappresentate dai contratti *swap*. E pure fuori – non è forse inopportuno esplicitare – dai casi in cui la speculazione si integra con altre funzioni socialmente apprezzabili.

<sup>16</sup> La formula adottata nella domanda di cui al testo rinvia, all'evidenza, al paradigma classico della speculazione in senso tecnico giuridico (su cui v. il citato saggio di CORRIAS).

<sup>17</sup> Quella dei derivati, d'altra parte, di sicuro non è l'unica fattispecie di significativo squilibrio di probabilità che l'attuale pratica imprenditoriale conosce. Basta pensare al noto caso del «cambio convenzionale» utilizzato per i mutui in euro indicizzati al franco svizzero [in cui, per l'appunto, il cambio, di cui al contratto, è notevolmente diverso, a vantaggio della banca, di quello ufficiale al giorno di stipula del contratto (cfr., tra le altre, le fattispecie concrete descritte dalle decisioni dell'Arbitro bancario finanziario, Roma, 12 novembre 2010, n. 1302; Milano, 6 giugno 2012, n. 1925; Milano, 2 aprile 2012, n. 994; Milano, 9 marzo 2012, n. 707)].

per cui vengono concluse speculazioni squilibrate (ma il punto va completato con le osservazioni del di cui detto n. 5.2.) - a una situazione di abuso o di posizione (da parte del contraente che propone la scommessa) ovvero di fiducia (del contraente che l'accetta). I casi diversi - pur sempre da scoraggiare, mi parrebbe non inutile aggiungere - sembrerebbero sconfinare nel masochismo (di quest'ultimo).

## 5.- Speculazione, impresa, prudenza

5.1.- A scorrere la letteratura corrente sui derivati affiora talora l'impressione che i relativi partner contrattuali siano assunti e considerati, da tale contesto, come delle mere maschere: quali soggetti, cioè, la cui identificazione si apre e si chiude all'interno dell'astratta partecipazione contrattuale. Così avviene, in specie, quando compare – e compare di frequente – il rilievo che «ben possono i privati scommettere». Riferita agli *swap* speculativi e intesa come regola, la formula desta, invero, le maggiori perplessità. Mediamente i contraenti sono, qui, delle imprese: *ex utroque latere*, è appena il caso di puntualizzare; pure il cliente che accetta il rischio, non solo chi lo propone al mercato.

Data questa situazione, non sembra fuor di luogo ricordare che, per la vigente legge fallimentare, costituisce reato di bancarotta l'aver «consumato una notevole parte del ... patrimonio in operazioni di pura sorte o manifestamente imprudenti», come pure l'aver «compiuto operazioni di grave imprudenza per ritardare il fallimento (art. 217, comma 1 nn. 2 e 3, legge fall.). Né si vede – è da aggiungere pur in via incidentale – per quale ragioni tali disposizioni non dovrebbero svolgere nessun ruolo nell'ambito del necessario giudizio di meritevolezza delle operazioni in questione.

Quasi sempre, poi, anche le imprese clienti sono delle società (piccole, non piccole); e non rientra nella corrente prassi di introdurre – negli statuti e a fianco di oggetti industriali o commerciali – l'attività di «fare scommesse». Il più delle volte, insomma, il contratto di *swap* risulta estraneo (se non altro)

all'oggetto sociale dell'impresa cliente<sup>18</sup>. Con tutte le conseguenze che ne derivano. Tra l'altro: in punto di informazione dovuta dall'intermediario - *ex bona fide* e già in sede precontrattuale<sup>19</sup> - vengono i legali rappresentanti delle società clienti resi edotti del (peculiare) rischio di responsabilità risarcitoria cui vanno a esporre il proprio patrimonio stringendo patti di speculazione?

5.2.- Un altro punto ancora: quello davvero basico, a me pare. Che dunque occorre spiegare per bene.

Passato il codice dalla nozione di «commerciante» a quella di «impresa», la letteratura – composta di nomi senza dubbio importanti<sup>20</sup> – si chiese se la speculazione fosse, o meno, ancora attività di impresa: per escluderlo. «Nel caso dell'attività speculativa che si avvale di tecniche differenziali (nella misura nella quale queste siano lecite)» - si è scritto - «sembra difficile riconoscere la produzione di un servizio ..., cioè un comportamento orientato alla soddisfazione di bisogni per necessità *distinti* da quello del guadagno dell'agente: questi si arricchisce ma non crea ricchezza, neppure nel senso debole dell'incremento di utilità che scaturisce dalla distribuzione di beni esistenti».

Ora, il punto venne trattato, per la verità, in una prospettiva propriamente qualificatoria (: essere/non essere), seppur con l'espressa avvertenza delle gravissime conseguenze che l'esclusione della speculazione dal novero delle imprese veniva a comportare (l'agire delle non imprese risultando, in effetti, meno controllato). Basta però ricordare il valore fondante che nella nostra Costituzione assume la funzione produttiva, ovvero il «lavoro» (sopra, nel n. 4.2.), per constatare come il punto vada a virare verso il tema della liceità (dell'attività, degli atti)

---

<sup>18</sup> Per quest'ordine di rilievi v. pure DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009; GIRINO, *I contratti derivati*, ed. 2, Milano, 2010.

<sup>19</sup> Con riguardo, in via segnata, al difetto di comprensione del «tipo» di rischio dell'operazione da parte del (rappresentante legale del) cliente.

<sup>20</sup> Si parla, per fare qualche esempio, di Bigiavi, di Galgano, di Spada (dalla cui voce *Impresa*, in *Dig. 4 ed., Disc. priv. Sez. comm.*, VII, Torino, 1992, 43, è tratta la citazione subito *infra* nel testo).

I manuali recenti omettono, se ho ben visto, di trattare la questione.

e pure verso quello della compatibilità della speculazione (non coll'essere, ma) coll'agire di impresa.

E' principio non discusso, in effetti, che le imprese - tutte le imprese - debbono improntare la loro azione sulla linea di un'adeguata prudenza. Per disposizione di legge scritta le imprese del comparto finanziario, in specie, hanno il dovere di adottare con particolare intensità il metodo della «sana e prudente gestione». Si vedano, così, gli artt. 5 e 127 TUB, l'art. 3 codice assicurazioni, l'art. 21 TUF (in modo anche formale concepito nei termini del dovere comportamentale)<sup>21</sup>. Che rapporti corrono tra speculazione e prudenza?

Imbarazzanti, sembrerebbe: va da sé, fuori dal sistema attuariale che governa l'impresa assicurativa (o da altro sistema di analogo risultato protettivo e che cioè consenta, come avviene col metodo attuariale, di recuperare *aliunde* la regola di prudenza). In sé, per essere prudente la scommessa dev'essere sbilanciata a favore di chi la fa (= prudente è vincere facile). Sotto il profilo della prudenza, dunque, la scommessa - che sia equilibrata nelle rispettive misure della probabilità - appare bilateralmente sbagliata: tanto nell'angolo visuale dell'impresa che il prodotto/rischio propone, quanto da quello dell'impresa cliente. Una cosa difficilmente accettabile, a me sembra (e cfr. anche sopra, in fine del n. 4.2.).

La constatazione tende anzi, sempre secondo il mio avviso, a fare proprio uscire dalla comune la speculazione pura e semplice: quella, per così dire, «gratuita», in quanto non compenetrata da ulteriori funzioni, che siano socialmente apprezzabili. E nel contempo indica che l'attenzione va concentrata, piuttosto, su quest'ultimo ambito; nel senso della ricerca di strumenti e modi in una qualche misura atti a coniugare tra loro - o a combinare o almeno a ridurre la frattura - prudenza dell'agire di impresa ed equilibrio del rischio.

---

<sup>21</sup> Sulla regola di «sana e prudente gestione» come clausola generale di professionalità qualificata dell'attività bancaria v. il citato mio *Trasparenza*, (nota 4), cap. 8. Sul rilievo particolarmente esemplificativo dell'art. 21 v. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banca*, 2008, I, p. 388. Per una visione di tratto unitario della regola di «sana e prudente gestione» per banche, assicurazioni e servizi di investimento v. anche SCIARRONE ALIBRANDI, (nota 9), p. 820 ss.

## 6.- Ipotesi di *swap* con funzione di credito e «rischio usura»

All'eventualità che i contratti *swap* possano, in certe situazioni, venire a possedere non una delle due funzioni tradizionali, bensì quella creditizia – ovvero pure, nel caso, che creditizia possa risultare una sezione della complessiva operazione intervenuta tra le parti (come per sé dotata di funzione di copertura o di speculazione) – si è già fatto cenno (sopra, n. 3, all'inizio). A quanto pare, una simile idea sta oggi prendendo piede.

Nel presente Quaderno se ne occupa in modo specifico, e diffuso, il lavoro di SCOTTI CAMUZZI (*Sulla natura dell'upfront dei contratti IRS*) che, con pagine sicuramente trascendenti la pur dichiarata polemica con Girino, sostiene la natura creditizia dell'*up front* che in avvio di operazione venga riconosciuto dall'intermediario al cliente<sup>22</sup>. Ma qualche indicazione viene fornita anche dai citati contributi di MAFFEIS (sempre con riferimento all'eventuale *up front* iniziale) e di DI RAIMO (là dove discorre di ipotesi in cui la speculazione viene utilizzata come mezzo per «ottenere un finanziamento non autorizzabile o non autorizzato»).

La letteratura di tecnica aziendale sembra, per la verità, contemplare un più articolato ventaglio di ipotesi di *swap* con connotazioni di credito, secondo quanto si passa a riferire<sup>23</sup>. Nel senso, prima di tutto, che all'*up front* di avvio del rapporto si viene significativamente ad aggiungere (*rectius*, a specificare in termini distinti) l'ipotesi connessa a quello di rinegoziazione del rapporto medesimo e in cui l'*«up front* viene non di rado a

---

<sup>22</sup> Per GIRINO (opera citata nella precedente nota 18) l'*up front* suona invece come corrispettivo dell'assunzione di un rischio da parte del cliente.

Il punto davvero difficile, per stabilire la presenza di un'operazione di credito, sta nel fatto di riuscire – a fronte delle somme (*up front*) che la banca dia al cliente nell'avviare il rapporto – a individuare un'obbligazione di restituzione in senso tecnico da parte del cliente. Detto in altri termini: è sufficiente un'eventualità infinitesimale (per dire) che il differenziale giri nel futuro sotto la linea della somma data a far «saltare» una simile lettura dell'operazione?

<sup>23</sup> Sul tema cfr., in via segnata, MARCELLI, *La consulenza tecnica nei procedimenti penali per usura bancaria*, in *Assoctu.it* dove pure le frasi riportate nel testo.



costituire l'elemento fondante l'operazione stessa»<sup>24</sup>. «Non vi è alcun elemento» - pure si rileva con riferimento ad entrambi i casi di *up front* appena menzionati - «che connatura l'*up front* allo *swap*, risultando la funzione del primo distinta da quello del secondo»; l'operazione si «sdoppia», insomma.

Nel senso, soprattutto, che si ritiene possedere funzione di credito anche il c.d. prestito sintetico: al cliente viene erogato un finanziamento a tasso variabile e «contestualmente viene posto in essere, con lo stesso, uno *swap* con nozionale corrispondente al finanziamento, per modificare il tasso, da variabile a fisso». Qui è la combinazione strutturale dell'operazione ad attrarre, come si vede, il derivato nell'orbita della causa di credito.

Ciò posto, va ancora aggiunto che il riconoscimento di una funzione (parziale o totale) creditizia dell'operazione, se può (o potrebbe) allontanare l'eventualità del difetto di causa della stessa, comunque non esime, però, dal controllo della ricorrenza in concreto della meritevolezza degli interessi perseguiti. E pure comporta – anche questa è conseguenza sicura – l'assoggettamento del relativo rapporto al controllo di non usurarietà predisposto dall'ordinamento vigente.

Con tutti i problemi anche di ordine tecnico (e tutti da studiare) che ne possono derivare: dall'«isolamento quantitativo», per così dire, della componente creditizia (ovvero non di copertura o speculativa) della fattispecie concreta all'individuazione della specifica categoria di operazioni - e del conseguente TEGM - cui fare riferimento per il riscontro di usurarietà (a meno di non affidarsi, viste pure complessità e peculiarità dello *swap*, a meccanismi di valutazione alternativi ovvero di aggiustamento integrativo del TEGM, quale quello portato da una prudente valutazione del giudice della situazione corrente del mercato).

---

<sup>24</sup> Non si dimentichi che, nel caso di rinegoziazione, l'*up front* si lega alla definitiva acquisizione dei risultati precedenti del rapporto. Il che peraltro, a guardare le cose con il dovuto tecnicismo, fa dire che – non essendovi nella specie una *datio* di somme – in luogo di un'operazione di finanziamento si tratterebbe piuttosto di un'operazione di differimento (ciò che in ogni caso non leva, a mio avviso, il problema dell'eventuale usurarietà della medesima: cfr. ancora la mia *Trasparenza*, nt. 4).