



# L'alea nei contratti differenziali

**Guido Belli**

*Dottorando di ricerca in Diritto civile*

## SINTESI

### a) Il contratto aleatorio e i rimedi della giustizia commutativa

Il codice civile vigente dedica ai contratti aleatori l'art. 1469 senza, tuttavia, offrirne alcuna definizione, limitandosi piuttosto a dichiarare inapplicabili ad essi le norme sull'eccessiva onerosità e quelle sulla rescissione, essendo il rischio dell'alterazione economica dell'affare e dei termini del rapporto il connotato intrinseco dello schema causale.

Da questa alea (c.d. alea giuridica), che colora e qualifica il contratto aleatorio, si distingue la c.d. alea normale, che è il rischio prevedibile, proprio di ogni contrattazione, al quale le parti si sottopongono instaurando una qualsiasi relazione negoziale.

### b) Contratti differenziali e mercati finanziari a termine

I contratti c.d. differenziali sono storicamente legati allo sviluppo dei mercati finanziari a termine: il contratto di compravendita differita viene utilizzato non più e soltanto per trasferire ricchezza, ma per allocare il rischio inerente alle oscillazioni di valore della stessa e quale

vera e propria scommessa sull'andamento dei prezzi, offrendo agli investitori di operare allo scoperto.

### c) L'aleatorietà dei contratti differenziali semplici

Per molti anni si è dubitato della natura, oltre che della validità, dei contratti differenziali, stante la difficoltà di ricondurre tali operazioni ad una figura unitaria.

Il legislatore italiano ha assunto una esplicita posizione al riguardo dapprima con la l. 30.3.1913, n. 272, decisiva per l'affermazione della validità ed efficacia dei contratti differenziali, da allora ricompresi nel novero dei contratti di borsa; poi con il testo unico dell'intermediazione finanziaria del 24.2.1998, n. 58, che ricomprese tra gli strumenti finanziari e tra gli strumenti derivati i futures, gli swaps, le options. Circa questi ultimi, è decisamente prevalente l'opinione che li qualifica come contratti aleatori, assumendo l'oscillazione di valore dei beni dedotti in contratto sempre come normale, escludendo la possibilità di una risoluzione per occlusiva onerosità sopravvenuta.

## » SOMMARIO

1. Introduzione al concetto di alea – 2. L'affermazione dello *iustum pretium* e della clausola *rebus sic stantibus* – 3. L'emersione dei contratti aleatori come categoria autonoma – 4. *Segue*: il contratto aleatorio come categoria di «passaggio» – 5. Il contratto aleatorio nel codice civile vigente e l'inapplicabilità dei rimedi della «giustizia commutativa» – 6. Nascita ed evoluzione dei contratti differenziali – 7. *Segue*: l'aleatorietà dei contratti differenziali c.d. semplici – 8. La negoziazione degli strumenti finanziari derivati – 9. *Segue*: l'aleatorietà nei futures – 10. *Segue*: l'aleatorietà negli swaps – 11. *Segue*: l'aleatorietà nelle options

## 1. Introduzione al concetto di alea

Per utilizzare le parole di Boselli, l'alea rappresenta uno stato nel quale sperare e temere insieme<sup>(1)</sup> ovvero la possibilità di un vantaggio, accompagnata dalla probabilità di una perdita<sup>(2)</sup>. Così genericamente intesa, l'alea si manifesta in buona parte degli atti e delle occasioni della vita di relazione di un individuo, tanto da incidere sulla sua incolumità, sulla sua ricchezza, sulla sua stessa esistenza<sup>(3)</sup>; e non potrebbe essere altrimenti, stante la secolare (*recte* naturale) propensione dell'uomo a proiettare la propria azione verso l'incerto. Di per sé, l'alea è neutra: colta nel suo aspetto empirico, essa fa leva sulla possibilità di un avvenimento futuro, non necessariamente sfavorevole all'individuo. Così è nell'assicurazione sulla vita, dove la sopravvivenza dell'assicurato oltre una certa data non può, indubbiamente, essere considerata un evento negativo.

Sembra che il lemma "alea" sia stato coniato, con il significato di

"giuoco", in omaggio ad un soldato greco, tale Alea, che ai tempi della guerra di Troia, avrebbe inventato il gioco dei dadi<sup>(4)</sup>, anche se non manca chi propone una sua derivazione latina da *alea*, utilizzato, in epoca romana, nel significato di azzardo<sup>(5)</sup>. Si badi, comunque, che l'aleatorietà, quantunque marcatamente collegata al fenomeno ludico del gioco e della scommessa, se ne distingue per la portata ben più ampia; e, altrettanto, deve dirsi, l'alea rappresenta solo uno dei modi d'essere del contratto aleatorio, quale elemento originario e caratterizzante «che colora e qualifica lo schema causale del contratto»<sup>(6)</sup>.

Già il diritto romano classico conosceva il significato di alea che è oggi di comune scienza; ed in tal senso utilizzava, sebbene riguardo a contesti differenti, il termine *periculum*: tale era la situazione pericolosa; ma anche il danno colto non già in potenza, bensì in atto, ma pur sempre riferito ad una occasione rischiosa pregressa.

(1) BOSELLI, *Alea*, in *Noviss. Dig. It.*, I, 1, Torino, 1957, 469.

(2) CARAVELLI, *Alea*, in *Digesto it.*, I, Torino, 1884, nt. 8.

(3) MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942, 83.

(4) RIDOLFI, *Alea-Aleatorii (Contratti)*, in *Digesto it.*, I, Torino, 1929, 253.

(5) MAIORCA, *Il contratto. Profili della disciplina generale. Lezioni di diritto privato*, 2ª ed., Torino, 1996, 78.

(6) NICOLÒ, *Alea*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958, 1029.

L'aleatorietà, sin dall'origine, ha portato con sé il problema dell'allocatione del *periculum obligationis*, vale a dire della sopportazione della perdita del vantaggio confidato, dall'una o da entrambe le parti del rapporto, nell'affare «speculativo», a causa dell'impossibilità sopravvenuta della prestazione, non imputabile alle parti medesime<sup>(7)</sup>. Spesso, tuttavia, rischio e responsabilità contrattuale venivano confusi tra loro, quasi fossero sinonimi, tanto che la questione del *periculum* non di rado si risolveva in un problema di responsabilità per il fortuito. Ed invero, non poche impostazioni dottrinali ritenevano necessario procedere ad un accertamento preliminare, volto ad escludere la riferibilità dell'inadempimento al «dominio» di una delle parti, e ad appurare l'assenza di clausole estensive della responsabilità del debitore inadempiente, nonché di patti traslativi del rischio a danno del creditore della prestazione; solo dopo questi accertamenti ritenevano possibile risolvere la *vexata quaestio* dell'individuazione del soggetto tenuto a sopportare la perdita del *commodum obligationis*, verificatasi in seguito al modificato assetto di interessi convenuto dai contraenti.

## 2. L'affermazione dello *iustum pretium* e della clausola *rebus sic stantibus*

È con la grande crisi finanziaria che interessò il Basso Impero e con l'emersione delle nuove concezioni di natura etica e morale di cui si fece portavoce la Chiesa<sup>(8)</sup> che, diversamente dal diritto romano dei «contratti formali», trova affermazione il principio dello *iustum pretium* quale strumento di tutela di quanti, a causa della debolezza economica, si erano indotti a contrarre obbligazioni a condizioni fortemente sperequate. È, infatti, all'anno 285 d.C. che risale la costituzione, attribuita all'imperatore Diocleziano, *de rescindenda venditione*<sup>(9)</sup>, anche se essa, per tutto l'alto medioevo rimase, in Occidente, pressoché sconosciuta ai molti, mancando un vero e proprio mercato, soprattutto della circolazione dei beni immobili<sup>(10)</sup>.

Il contratto aleatorio trova una prima emersione nello *ius commune*, grazie all'affermata necessità del principio di proporzione delle prestazioni, ampiamente sviluppato dai canonisti ed esaminato da San Tomaso<sup>(11)</sup>. È così che, con la propulsione della dottrina cristiana, entra a far parte del patrimonio giuridico il desiderio di equità contrattuale e, dunque, il concetto di giustizia commutativa<sup>(12)</sup>.

Nel medesimo versante, l'influenza esercitata dalla filosofia scolastica sulle fonti canoniche, determina l'affermazione della clausola *rebus sic stantibus*, che costituisce anch'essa «un'infiltrazione lenta, nel campo giuridico, dei principi che avevano prima un contenuto morale»<sup>(13)</sup>. Del resto, difficilmente poteva essere diversamente, stante – come ha osservato Gallo – la stretta con-

nessione tra il rimedio della rescissione per lesione e la clausola *rebus sic stantibus*: «se infatti l'equilibrio tra le prestazioni era considerato essenziale ai fini della conclusione di un valido contratto, in prosieguo di tempo fu naturale giungere alla conclusione che al fine del persistere della validità del vincolo si richiedeva il perdurare dell'equilibrio tra le prestazioni fino al momento dell'esecuzione»<sup>(14)</sup>.

Alla base vi è la graduale affermazione del diritto comune *in spiritualibus*, più rispondente, rispetto al diritto romano, alle necessità della società medievale, capace di esercitare forti influenze nella vita pratica e nella dottrina del tempo<sup>(15)</sup>. Si assiste, dunque, ad una rinnovata concezione del diritto, improntata sull'idea di *aequitas* come sommo valore da realizzare, accompagnata dall'esigenza di ammettere la validità di quei contratti che andavano sempre più diffondendosi con lo sviluppo dei traffici – ad esempio l'assicurazione – di per sé caratterizzati da un eccessivo squilibrio di valore tra le prestazioni e che, in base ai summenzionati principi, potevano ingenerare il dubbio che attraverso la loro stipulazione si intendesse celare una convenzione usuraria<sup>(16)</sup>.

## 3. L'emersione dei contratti aleatori come categoria autonoma

È soltanto con l'Illuminismo che, grazie all'affermazione dei principi dell'economia liberale e, di lì a poco, delle prime codificazioni europee, i contratti aleatori emergono come una categoria autonoma<sup>(17)</sup>. La stessa dottrina classica del contratto viene ridimensionata, per porre l'accento sulla c.d. «signoria della volontà» dei privati in un mercato ormai evoluto, tanto da risultare sensibilmente circoscritti gli interventi di natura eteronoma propri della *iustitia commutativa*<sup>(18)</sup>.

L'alea era stata, sino ad allora, conosciuta come una «vicenda» da riferire ai singoli contratti. L'innovazione portata dagli studiosi rinascimentali e secenteschi risiede, invece, nel tentativo di affermare una nozione generale<sup>(19)</sup> dei contratti connotati dall'alea.

Il contratto aleatorio, come categoria, trova una prima compiuta elaborazione solamente nell'opera di Pothier. Ma si tratta di una ricostruzione che non fa brillare il contratto aleatorio di luce propria, concependolo piuttosto come una *sub-specie* dei contratti onerosi, contrapposti – secondo la «divisione» ammessa dal giurista francese – ai contratti commutativi. Così, aleatori erano «i contratti in cui uno dei contraenti senza dar nulla per sua parte riceve dall'altra qualche cosa, non per liberalità, ma come prezzo del rischio che egli ha corso», mentre commutativi «quelli in cui ciascuno dei contraenti ordinariamente dà e riceve l'equivalente di ciò che dà»<sup>(20)</sup>.

<sup>(7)</sup> BURDESE, *Manuale di diritto privato romano*, 2ª ed., Torino, 1964, 705.

<sup>(8)</sup> SESTA, *Comunione di diritti, scioglimento, lesione*, Napoli, 1988, 17 ss.

<sup>(9)</sup> Anche se si ritiene che il testo abbia subito un'interpolazione da parte dei compilatori giustinianeî. In tal senso, cfr. GRANDENWINTZ, *Interpolazioni e interpretazioni*, in *Boll. ist. dir. rom.*, 1889, 14.

<sup>(10)</sup> CAPRIOLI, *Rescissione del contratto (storia)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 935.

<sup>(11)</sup> Cfr. BENEDETTINI, *Rescissione della vendita per causa di lesione. Apunti di storia e legislazione comparata*, in *Arch. giur.*, 1910, 262 ss.

<sup>(12)</sup> MIRABELLI, *La rescissione del contratto*, Napoli, 1962, 21 ss.

<sup>(13)</sup> OSTI, *La cosiddetta clausola "rebus sic stantibus" nel suo sviluppo storico*, in *Riv. dir. civ.*, 1912, 11 ss.; Id., *Clausola "rebus sic stantibus"*, in *Noviss. Dig. It.*, III, Torino, 1958, 353 ss.

<sup>(14)</sup> GALLO, *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, Milano, 1992, 80.

<sup>(15)</sup> CALASSO, *Lezioni di storia del diritto italiano, le fonti del diritto* (sec. V-XV), Milano, 1964, 350 ss.

<sup>(16)</sup> DI GIANDOMENICO, *I contratti speciali. I contratti aleatori*, in *Tratt. Bessone*, XIV, Torino, 2005, 15.

<sup>(17)</sup> Per una ricostruzione storica, cfr. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 25-55; BOSELLI, *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1948, 785 ss.; PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo ed alea*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1960, 1234 ss.; SCALFI, *Corrispettività e alea nei contatti*, Milano-Varese, 1960, 112-114.

<sup>(18)</sup> Cfr. GALLO, *op. cit.*, 13 ss. e 73 ss.

<sup>(19)</sup> DOMAT, *Les Loix Civiles dans leur ordre naturel*, I, Paris, 1777, 27 e 42.

<sup>(20)</sup> POTHIER, *Trattato delle obbligazioni*, in *Opere contenenti i trattati del diritto francese*, I, trad. it., 2ª ed., Livorno, 1841, 60, 90: «i contratti aleatorj sono quelli nei quali ciò che l'uno dà, o si obbliga di dare all'altro, è il prezzo di un rischio che egli ha addossato... I contratti aleatorj differiscono dai commutativi in ciò, che né commutativi ciò che ciascun contraente riceve è il giusto equivalente di un'altra cosa ch'egli ha dato o che si è obbligato di dare all'altro; invece che nei contratti aleatorj ciò che l'uno de' contraenti riceve non è l'equivalente di un'altra cosa che egli ha dato o che

È il code Napoléon che, pur riproponendo la suddivisione elaborata da Pothier, contrappone direttamente i contratti commutativi ai contratti aleatori, ed offre, di questi ultimi, ben due definizioni: una all'art. 1104, l'altra all'art. 1964, riferita rispettivamente ai contratti non commerciali e ai contratti commerciali. Già i primi commentatori del codice civile francese si dimostrarono critici verso l'impostazione adottata dal legislatore di contrapporre la categoria dei contratti aleatori a quella dei contratti commutativi. Preferivano, invero, ricondurre i primi a sottocategoria dei secondi, sebbene con il *quid* che nei contratti aleatori l'equivalenza tra le prestazioni è «*une simple espérance*»<sup>(21)</sup>; una peculiarità, questa, che non osterebbe alla presenza di uno scambio<sup>(22)</sup>, essendo il rischio assunto il corrispettivo del sacrificio sopportato ai fini della sua assunzione.

La generale tendenza degli ordinamenti moderni ad inserire, in sede di trattazione del contratto, la previsione della categoria dei contratti aleatori costituisce, a partire dalla codificazione napoleonica, un dato ormai acquisito, che caratterizzerà tutta la legislazione preunitaria, compresa quella italiana: così il Codice Albertino promulgato il 20.6.1837 e le Leggi Civili del Regno delle Due Sicilie del 1819; mentre il Codice Austriaco del 1811, vigente nel Lombardo-Veneto se ne distingue per l'espressa previsione dei contratti aleatori gratuiti.

Sostanziali elementi di novità vengono introdotti dal codice civile del 1865 il quale, dopo aver dato la nozione, agli artt. 1099, 1100 e 1101 dei contratti bilaterali e unilaterali, onerosi e gratuiti, all'art. 1102 definisce aleatorio o di sorte quel contratto in cui «per ambedue i contraenti o per l'uno di essi, il vantaggio dipende da un avvenimento incerto» e prosegue affermando che «tali sono il contratto di assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco e la scommessa e il contratto vitalizio». Rispetto alla produzione normativa precedente viene definitivamente meno la contrapposizione dei contratti aleatori ai contratti commutativi, per cui sembra prender piede l'opinione, già segnalata, secondo la quale i contratti commutativi costituiscono un *genus* ampio, nel cui ambito ricomprendere anche i contratti aleatori, di per sé caratterizzati dal fatto che l'equivalente, anziché consistere in qualcosa di effettivo e di certo, altro non è che una speranza<sup>(23)</sup>.

#### 4. *Segue: il contratto aleatorio come categoria di «passaggio»*

Non può trascurarsi che quella dei contratti aleatori si pone, storicamente, come una categoria di «passaggio»: non solo l'assicurazione, ma anche altri contratti sono transitati in essa, prima di sfociare in quella dei commutativi; ed ancora oggi tanti nuovi contratti nascono come aleatori, per poi assumere funzioni economico-sociali peculiari.

Bisogna, altresì, dare atto che l'evoluzione dell'ordinamento è indirizzata verso la marginalizzazione, se non addirittura il supe-

ramento, della categoria dei contratti aleatori<sup>(24)</sup>, anche se, nel contempo, va ampliandosi la tematica dell'aleatorietà, in tutte le sue forme, come fenomeno riguardante la generalità dei contratti e non limitata ad alcuni specifici tipi negoziali.

Esemplare di questa tendenza è la contrattazione di borsa: così i contratti differenziali assumono una connotazione che è propria del gioco, non trovandosi, nell'immediatezza, altre funzioni possibili da svolgere per tali operazioni economiche<sup>(25)</sup>; ma si tratta solo di un'illusione, come si avrà modo di osservare a breve.

#### 5. Il contratto aleatorio nel codice civile vigente e l'inapplicabilità dei rimedi della «giustizia commutativa»

Il codice civile vigente dedica ai contratti aleatori l'art. 1469 senza, tuttavia, darne alcuna definizione, limitandosi, piuttosto, a dichiarare inapplicabili ad essi le norme sull'eccessiva onerosità (art. 1467 c.c.) e quelle sulla rescissione per lesione (art. 1448 c.c.). La ragione di una simile preclusione è di facile comprensione se combinata con la percezione, che è di comune scienza, del contratto aleatorio, ovvero di un contratto nel quale una parte assume un'obbligazione con la consapevolezza, sin dal momento della stipulazione, della possibilità di non ricevere alcunché in cambio, ovvero di ricevere una prestazione di valore sensibilmente inferiore a quella eseguita<sup>(26)</sup>; e, dunque, nel fatto che per tale tipologia contrattuale il rischio dell'alterazione dell'economia dell'affare e dei termini del rapporto è connotato intrinsecamente dello schema causale.

Secondo l'impostazione tradizionale, c.d. concezione funzionale<sup>(27)</sup> formatasi sulla traccia del code Napoléon e condivisa dalla giurisprudenza<sup>(28)</sup>, il contratto aleatorio si distinguerebbe per il fatto che, per ciascuna delle parti, la sua stipulazione comporta indeterminate possibilità di guadagno o di perdita, riverberandosi l'incertezza (sin dall'origine) sul risultato economico del contratto.

Per altra parte della dottrina<sup>(29)</sup>, invece, il contratto aleatorio si connoterebbe in quanto l'evento incerto non incide sul valore economico delle prestazioni, bensì sull'*an* o sul *quantum* delle medesime (c.d. concezione strutturale).

Secondo una terza impostazione, invece, per aversi contratto aleatorio, sarebbero necessari sia il requisito dell'indeterminatezza delle prestazioni, che l'assenza di correlatività tra le prestazioni medesime<sup>(30)</sup>.

Ad ogni modo, al di là delle varie ricostruzioni teoriche che si sono delineate nel tempo, Nicolò sembra ben chiarire la natura e la struttura del contratto aleatorio, facendo dell'alea (giuridica) il momento originario ed essenziale di quel contratto «che (ne) colora e qualifica lo schema causale»<sup>(31)</sup>, senza la quale perderebbe il suo tratto distintivo. Dall'alea giuridica, propria dei contratti aleatori, va invece tenuta distinta la c.d. alea normale, quale

si è obbligato di dare, ma l'equivalente di un rischio ch'ei si è addossato, *suscepti periculi pretium*».

<sup>(21)</sup> MOSCO, *op. cit.*, 83.

<sup>(22)</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, 2ª ed., Milano, 2000, 491: «i contratti aleatori non si contrappongono, invece, ai contratti corrispettivi, in quanto l'aleatorietà non esclude la corrispettività delle prestazioni. L'alea si traduce nella incertezza totale o parziale di una delle prestazioni ma il diritto ad una prestazione incerta costituisce pur sempre termine di scambio verso la controprestazione».

<sup>(23)</sup> BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, 33.

<sup>(24)</sup> FERRARI, *Il problema dell'alea contrattuale*, Napoli, 2001, 84.

<sup>(25)</sup> ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1958, I, 435 ss.; E.GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, 570 ss.; Id., *Tipo negoziale, prevedibilità dell'evento e qualità della parte nella distribuzione del rischio contrattuale*, in *Giur. it.*, 1986, I, 1, c. 1705 ss.

<sup>(26)</sup> GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2010, 533.

<sup>(27)</sup> CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto civile italiano*, Napoli, s.d., 209; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, Milano, 1968, 774 ss.; MOSCO, *op. cit.*, 83 ss.; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1976, 244 ss.

<sup>(28)</sup> Tra le molte, si segnala Cass., 26.1.1993, n. 948, in *Giust. civ.*, 1993, I, 3021, con nota di Costanza; Cass., 31.5.1986, n. 3694, in *Rep. Foro it.*, n. 335; Cass., 9.4.1980, n. 2286, in *Giust. civ.*, 1980, I, 1503.

<sup>(29)</sup> DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, 60; ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1942, 341. In giurisprudenza cfr. Cass., S.U., 26.1.1993, in *Giust. civ.*, 1993, I, 3023 ss., con nota di Costanza; Cass., 7.6.1991, n. 6452, in *Rep. Foro it.*, 1991, n. 401; Cass., 11.3.1966, n. 699, in *Temi napoletana*, 1966, I, 162.

<sup>(30)</sup> DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., 303.

<sup>(31)</sup> NICOLÒ, *op. cit.*, 1029.

è il «rischio, in termini di normali (e perciò prevedibili) oscillazioni di costi e valori delle prestazioni (originarie dalle ordinarie fluttuazioni di mercato)»<sup>(32)</sup>, alle quali i contraenti si sottopongono instaurando una qualsiasi relazione negoziale.

## 6. Nascita ed evoluzione dei contratti differenziali

I contratti c.d. differenziali sono storicamente legati allo sviluppo dei mercati finanziari a termine, e fanno la propria comparsa nel diciassettesimo secolo, in una società dai traffici commerciali fiorenti, su una scena dominata dall'economia dello scambio, laddove quella dei «mercanti» è una classe attiva, capace di esercitare un'influenza determinante sulla politica economica.

In un simile contesto il contratto di compravendita (differita) viene utilizzato, con maggior frequenza, non più – soltanto – per trasferire ricchezza, ma per allocare il rischio inerente alle oscillazioni di valore della stessa e, infine, quale vera e propria scommessa sull'andamento dei prezzi. Ed invero le parti, alla scadenza del termine convenuto, anziché dare effettiva esecuzione al contratto in conformità della causa che gli è propria (consegna dei titoli e pagamento del prezzo), procedono alla liquidazione della differenza tra il prezzo pattuito e quello effettivo nel giorno stabilito per l'esecuzione.

I benefici di tale operazione – che, in concreto, offriva di operare allo scoperto – furono subito evidenti: da un lato il venditore non era costretto ad impiegare risorse per acquistare, *ante tempus*, la merce dedotta in contratto, e dall'altro l'acquirente scongiurava l'immobilizzazione dei capitali necessari a far fronte agli impegni assunti. Il che si tradusse, di fatto, in un rilevante allargamento della cerchia dei soggetti investitori.

Ciò determinò negli operatori economici un interesse sempre proporzionalmente crescente per questo tipo di operazioni aventi finalità essenzialmente speculative, proprio in ragione della minore disponibilità finanziaria richiesta<sup>(33)</sup>.

Ben presto anche i titoli pubblici furono coinvolti nel mercato a termine, sui quali, peraltro, le pattuizioni, considerati gli ingenti indebitamenti della monarchia, avvenivano al ribasso tanto che, dapprima Re Luigi XV di Borbone nel 1724, poi Luigi XVI nel 1785, adottarono provvedimenti legislativi volti a contenere, e talvolta escludere, le stipulazioni a termine, quantunque dotate di idonea copertura.

I tentativi di limitare il ricorso alle operazioni a termine si dimostrarono, tuttavia, vani, tanto da indurre il legislatore dell'epoca successiva ad un significativo silenzio di fronte al fenomeno; ed anche la giurisprudenza delle corti, che in principio aveva applicato in maniera rigorosa le proibizioni reali, non poté fare altro che riconoscere la validità di tali contratti che, quantunque eseguiti mediante la liquidazione delle sole differenze, erano stati conclusi dalle parti con l'intenzione di procedere all'effettiva consegna dei titoli ed al pagamento del prezzo. Ed a tale indirizzo aderì anche la giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, italiana<sup>(34)</sup>.

Soltanto più tardi, sul finire dell'Ottocento, grazie alle istan-

ze – fattesi sempre più insistenti – degli operatori bancari e dei commercianti il legislatore francese, oltre ad abrogare i provvedimenti normativi emanati in materia dalla monarchia, con la l. 28.3.1885, si risolse a riconoscere espressamente la validità dei contratti a termine. Peraltro, verso la posizione adottata dal legislatore, si mostrò critica la giurisprudenza di merito immediatamente successiva, che ritenne di continuare a distinguere tra contratti seri, rispetto ai quali non era possibile invocare l'eccezione di gioco, e contratti non seri.

Scenario diverso si ebbe, invece, in Germania, dove dapprima il fallimento della rivolta democratica del 1848, poi la fondazione del Reich e infine l'avvento del capitalismo seguito dal tracollo di alcune banche, indussero il Parlamento ad un atteggiamento rigoroso e proibizionistico verso le operazioni differenziali, volto ad escludere le stipulazioni a termine in special modo riguardo ai cereali ed ai prodotti della macinazione. Per il resto, non si fece alcuna distinzione tra contratti a termine e contratti differenziali, salvo chiarire l'inapplicabilità, a questi ultimi, della disciplina del gioco di borsa.

Fu soltanto con l'entrata in vigore, il 1.1.1900, del codice civile tedesco che il contratto differenziale conobbe, oltre ad una definizione legislativa, anche una compiuta disciplina che, tra l'altro, lo equiparava al giuoco. Tale veniva considerato l'accordo avente ad oggetto la consegna, a termine, di titoli e di merci, concluso dalle parti con l'intenzione di adempiere il contratto attraverso la liquidazione della differenza tra il prezzo pattuito e quello corrente al momento dell'esecuzione.

In Italia il legislatore assunse un'esplicita posizione riguardo ai contratti differenziali tra la fine dell'Ottocento e gli inizi del Novecento, grazie soprattutto all'insistenza delle Camere di commercio che avevano, a più riprese, sollecitato un intervento volto a colmare l'assenza di una regolazione specifica in materia di attività finanziaria, nel senso di ammettere la validità delle operazioni di borsa a termine. Il primo intervento risale alla l. 14.6.1874, n. 1971, con la quale si sancisce la validità delle compravendite a termine di titoli del debito pubblico «dello Stato, delle province, dei comuni e di altri corpi morali», di azioni, obbligazioni sociali e di «qualunque titolo di analoga natura», purché stipulate mediante utilizzo di foglietto bollato; formalità, poi, venuta meno ad opera della l. 13.9.1876, n. 3326, insieme all'obbligo di ricorrere a pubblici mediatori per la conclusione dei contratti a termine.

L'esigenza di una risistemazione organica della disciplina sull'attività finanziaria, fattasi sempre più pressante a seguito della crisi internazionale del 1907, trova positivo riscontro nella l. 30.3.1913, n. 272, salutata all'epoca come fondamentale e originario nucleo della regolazione dell'attività borsistica italiana<sup>(35)</sup>. Ed anche il contratto differenziale non va esente dalle conseguenze di tale nuovo assetto di mercato, tanto da venirgli riconosciuta piena tutela al pari di ogni altro contratto di borsa, escludendo espressamente la possibilità di far valere per esso la c.d. eccezione di giuoco<sup>(36)</sup>. Significativa fu, nella legge in esame, la presenza di una sistematica definizione dei contratti di borsa, tra i quali an-

<sup>(32)</sup> TERRANOVA, *L'eccessiva onerosità nei contratti (artt. 1467-1468)*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 1995, 155.

<sup>(33)</sup> Per una compiuta analisi dell'evoluzione storia delle operazioni differenziali, cfr. BALESTRA, *op. cit.*, 190; SUPINO, *Le operazioni di borsa secondo la pratica, la legge e l'economia politica*, Torino, 1875, 59 ss.; ID., *La questione ultrasecolare dei contratti differenziali*, in *Dir. comm.*, 1927, 212 ss.; FERRERO, *Contratti differenziali*, in *Contratto e impresa*, 1992, 475.

<sup>(34)</sup> Cfr. Trib. Napoli, 3.5.1926, in *Riv. dir. comm.*, 1927, II, 103.

<sup>(35)</sup> Cfr. VIVANTE, *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, 925.

<sup>(36)</sup> Cfr. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, III, Torino, 1995, 2466: «la ragione della eccezione risiede nel fatto che pur essendo la struttura del contratto differenziale ritenuta del tutto assimilabile al gioco e per questo ricompresa nel diritto comune tra quelle fattispecie per le quali è prevista la eccezione di gioco, nell'ambito delle operazioni di borsa l'applicabilità della stessa eccezione viene esclusa in quanto il contratto differenziale trova in quest'ambito una piena tutela al pari di ogni altro contratto di borsa».

noverarsi secondo l'art. 34: a) i contratti fatti in borsa o fuori borsa, tanto a contanti quanto a termine, fermi, a premio o di riporto, nonché qualsiasi altro contratto conforme agli usi commerciali, aventi ad oggetto i titoli del debito pubblico, le azioni ed obbligazioni di società, comprese le cartelle degli istituti di credito fondiario, e in genere qualunque titolo di analoga natura, sia nazionale sia estero; b) le compravendite di derrate o merci, stipulate secondo gli usi di borsa, in borsa o anche fuori «purché in questo caso vi sia l'intervento di uno o più mediatori iscritti». Ed altrettanto emblematica, per l'espansione di tali affari, fu la previsione dell'art. 47: «le operazioni a termine sovra titoli o valori sono reputati atti di commercio».

Il mutato ordinamento delle borse, così come definito in sede normativa dalla citata legge, n. 272, andò caratterizzandosi in chiave prettamente pubblicistica per tutto il XX secolo, col dichiarato intento di arginare i crescenti abusi che si erano verificati anni prima nelle contrattazioni speculative; ed invero di un ampio potere di controllo, anche ispettivo, furono investite le Camere di commercio, i sindacati di mediatori, e, a livello di amministrazione centrale, i ministeri dell'agricoltura, dell'industria, del commercio e del tesoro.

Particolarmente interessante apparve, poi, l'affermazione del principio del libero accesso alla borsa da parte degli operatori di mercato, quale vero e proprio diritto soggettivo azionabile avanti all'autorità giudiziaria.

### 7. Segue: l'aleatorietà dei contratti differenziali c.d. semplici

Per molti anni in dottrina si è dubitato della natura, oltre che della validità, dei contratti differenziali<sup>(37)</sup>; a ciò ha contribuito, con tutta probabilità, la difficoltà di ricondurre tali operazioni ad una figura unitaria. Nel suo schema più elementare, l'affare differenziale, a cui si suole dare il nome di «contratto differenziale semplice», assume la parvenza esteriore di una vendita ad esecuzione differita, caratterizzata dall'intenzione delle parti di non adempiere l'obbligo reciproco della consegna dei titoli e del pagamento del prezzo alla scadenza, bensì di liquidare la differenza tra il corso dei titoli al momento delle stipulazione e quello corrente allo spirare del termine convenuto<sup>(38)</sup>.

Oggetto dell'indagine è stata, in particolare, la possibilità di ricondurre il contratto nello schema della compravendita, o piuttosto in quello della scommessa. Al riguardo si è ritenuto preferibile condividere la prima soluzione, ogniqualvolta l'intento speculativo assumesse rilievo unicamente quale motivo che ha determinato le parti alla conclusione dell'affare. La svalutazione monetaria verificatasi durante la prima guerra mondiale, tuttavia, persuase il legislatore e parte della dottrina ad un atteggiamento di prudenza e diffidenza nei confronti del mercato borsistico, tanto che in breve tempo, dopo aver tracciato una netta distinzione tra compravendita e contratto differenziale, giunse a ricondurre le operazioni differenziali al giuoco e alla scommessa<sup>(39)</sup>.

Nondimeno, la constatazione che è propria di un'economia moderna la presenza di un mercato attivo e costantemente soggetto

a fluttuazioni dei valori trattati, poneva sempre più in evidenza i vantaggi inerenti a tale forma di contrattazione<sup>(40)</sup>. Ed invero si osserva che essa: «crea nuove sorgenti di ricchezza, consolida il credito degli Stati, e accresce la ricchezza pubblica, favorendo il rapido moltiplicarsi dei valori mobiliari»<sup>(41)</sup>; la stessa giurisprudenza non manca di rilevare quanto i contratti differenziali esercitino «una funzione economica essenziale»<sup>(42)</sup>.

La legge del 1913, ad ogni modo, si dimostrò decisiva per l'affermazione della validità ed efficacia dei contratti differenziali – da allora ricompresi nel novero dei contratti di borsa – quali vere e proprie compravendite, aventi ad oggetto il trasferimento di titoli e di merci da una parte all'altra. Nondimeno permase, in alcuni autori, la tendenza a tracciare una netta distinzione tra operazioni differenziali e contratti a termine *stricto sensu*, e a ricondurre tali affari nel più ampio ed indefinito *genus* dei contratti aleatori; la dottrina maggioritaria non ritenne, comunque, di condividere quest'ultimo pensiero. E non sembra potersi giustificare una diversa posizione, dato il tenore letterale dell'art. 15 della legge del 1913, che permetteva di convertire il contratto differenziale in un contratto di compravendita tipico: «il compratore a termine è sempre in diritto di ottenere dal venditore la consegna anticipata dei titoli da acquisti e da operazioni di riporto contro il pagamento del prezzo convenuto».

A ben vedere, la volontà delle parti, per come strutturata nel contratto in questione, configura una funzione economico-sociale ben diversa da quella insita nello scambio di cui al contratto di vendita: i contraenti, infatti, *ab origine*, si obbligano, non già a consegnare i titoli e al pagamento del prezzo determinato alla scadenza, bensì a pagare a favore di uno di essi e a carico dell'altro la differenza tra il costo dei titoli alla conclusione e alla scadenza<sup>(43)</sup>.

In un significativo lodo arbitrale deciso nel 1996<sup>(44)</sup>, si è statuito che i contratti differenziali sono quei contratti in cui il pagamento delle differenze costituisce l'oggetto immediato ed unico di un contratto, in cui la differenza dei prezzi dei titoli considerati, all'atto del contratto e al momento della sua scadenza, costituisce l'oggetto unico della prestazione, rimanendo esclusa la consegna dei titoli. Le parti rimettono il giudizio di valore ad un evento futuro e incerto, non determinabile *ex ante*, sicché è palese la natura aleatoria del contratto differenziale semplice e la sua incompatibilità con la vendita, poiché la quotazione del titolo, delle merci o l'andamento dei cambi nel giorno fissato per l'esecuzione, vale non solo a determinare il *quantum* della prestazione, ma anche il soggetto che sarà tenuto ad eseguirla.

### 8. La negoziazione degli strumenti finanziari derivati

Con il crollo, nell'agosto 1971, degli accordi siglati a Bretton Woods nel 1944, il dollaro perde la funzione di mezzo di pagamento internazionale ed i mercati di tutto il mondo precipitano in un lungo periodo di instabilità economica. Ciò aveva comportato l'aumento dei rischi finanziari, normalmente legati alla fluttuazione dei tassi di interesse ed ai rapporti di cambio, tanto da indurre i legislatori ad un profondo cambiamento degli strumen-

<sup>(37)</sup> Alcuni autori ne negavano, addirittura, l'esistenza. Tra questi SALAN-DRÀ, *Il commercio fittizio dei cambi*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, 102.

<sup>(38)</sup> Così CARNELUTTI, *Nullità di vendita di cambiali allo scoperto*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, II, 493.

<sup>(39)</sup> Cfr. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, Milano, 1969, 404; RUOPPOLO, *Le borse e i contratti di borsa*, in *Giur. sist. Bigliani*, Torino, 1970, 209.

<sup>(40)</sup> Cfr. MOSSA, *Diritto commerciale*, I, Milano, 1937, 352: «il sistema delle differenze... agevola la speculazione di borsa a ceti sprovvisti di consisten-

za e di esperienza economica; il mercato opera, infatti, sulle differenze, che sono a portata di mano invece che sulla massa dei titoli».

<sup>(41)</sup> GIORGI, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, VII, Firenze, 1924, 512.

<sup>(42)</sup> Cfr. Cass., 25.7.1927, in *Giur. it.*, 1927, I, 1, 912.

<sup>(43)</sup> A. RICCIO, *Dell'eccessiva onerosità*, in *Comm. Scialoja e Branca*, sub art. 1467-1469, Bologna-Roma, 2010, 592.

<sup>(44)</sup> Lodo Arbitrale, 19.7.1996, Pres. Casella, arb. Cost, arb. Schlesinger, in *Riv. dir. privato*, 1997, 559, con nota di Capaldo.

ti economico-finanziari offerti agli operatori al fine di riequilibrare tale situazione di instabilità<sup>(45)</sup>.

Negli anni Ottanta lo scenario si fa ancora più grave, a causa di alcuni fattori congiunturali quali i forti fenomeni inflattivi, le tendenze recessive, l'aumento del prezzo del petrolio e l'elevato rischio di insolvenza dei paesi del terzo mondo. Questi mutamenti provocarono una rilevante fluttuazione dei tassi d'interesse, alla quale si tentò di rimediare mediante una progressiva internazionalizzazione dei mercati, e con l'elaborazione di adeguati strumenti di protezione contro le oscillazioni dei prezzi. Lo scenario poco a poco si rinnova, e prende forma un nuovo contesto, caratterizzato dalla libera circolazione dei fondi, dall'accesso diretto al mercato dei capitali e ad una sempre più stretta integrazione dei mercati finanziari. Invero, il pericolo connesso alle fluttuazioni delle valute non viene più oggi considerato da coloro che operano in un mercato commerciale sovranazionale come un pericolo esogeno che il singolo operatore può solo subire passivamente<sup>(46)</sup>, assume anzi la stessa valenza del rischio industriale – di non riuscire, per esempio, a raggiungere il livello tecnologico richiesto per il prodotto fabbricato – o del rischio commerciale, che può consistere in un'errata valutazione dell'interesse del pubblico ad un nuovo prodotto<sup>(47)</sup>.

A partire dal XIX secolo, con l'intenzione di approntare idonei strumenti di cautela contro la volatilità dei prezzi e contro le continue oscillazioni dei cambi, viene collaudata nel settore finanziario la tecnica dei mercati a termine. A tali strumenti si ricorre sia nei mercati regolamentati, che in quelli non regolamentati, attraverso una pattuizione diretta tra operatore e controparte bancaria, inserita nello stesso contratto da cui il pericolo origina. Si sviluppano così, negli Stati Uniti, i prodotti derivati, destinati a conoscere un grande successo anche in Giappone ed in Europa nella seconda metà dell'Ottocento.

La crescita del mercato dei derivati si fa, poi, esponenziale a partire dal 1900, per effetto di eventi come la guerra del Golfo e la crisi dello SME.

A ciò ha fatto seguito, negli anni più recenti, l'emanazione di una serie di provvedimenti legislativi finalizzati a regolamentare il concreto funzionamento del mercato dei derivati. Tra questi va ricordato, per importanza e per organicità, il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria del 24.2.1998, n. 58, che ricomprende tra gli strumenti finanziari e tra gli strumenti derivati, i contratti a termine (c.d. futures), i contratti di scambio (c.d. swaps), i contratti di opzione (c.d. options) ed i contratti differenziali, nonché gli altri strumenti che comportano un regolamento in contanti determinato con riferimento a valori mobiliari, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Queste nuove figure contrattuali sono emerse in relazione alla negoziazione degli strumenti finanziari derivati, il cui valore cioè dipende da altri beni o altri strumenti negoziati su altri mercati. Secondo una parte della dottrina, essi avrebbero la struttura del contratto differenziale, che si esegue con la liquidazione della differenza e non fa circolare la ricchezza, ma trasferisce il rischio inerente alle sue oscillazioni di valore<sup>(48)</sup>; mentre per altri auto-

ri<sup>(49)</sup>, i prodotti derivati non sarebbero riconducibili ad una fattispecie unitaria, dovendosi comprendere in essi realtà fra loro diverse.

A ben vedere, i contratti differenziali, rappresentano soltanto una delle diverse figure rientranti all'interno della variegata categoria degli strumenti finanziari derivati, sicché potrebbe apparire riduttivo, anche alla luce delle recenti modifiche apportate al t.u.f., considerare il contratto differenziale come una categoria generale onnicomprensiva, essendo semplicemente una tra le molteplici tipologie di strumenti finanziari derivati, che vanno ad aggiungersi ai futures, swaps ed options<sup>(50)</sup>.

Ai contratti aventi per oggetto strumenti finanziari derivati, il Testo unico dell'intermediazione finanziaria dedica, all'art. 23, comma 5°, una norma di carattere generale, ossia l'inapplicabilità ad essi dell'art. 1933 c.c. sull'azione di pagamento, così riconoscendo piena tutela agli affari differenziali di borsa, in qualunque forma contratti.

### 9. Segue: l'aleatorietà nei futures

Il future è, nelle origini, una compravendita differita, con la quale una parte si obbliga a consegnare o a ritirare in una borsa ufficiale una data quantità di materie prime, prodotti agricoli o di altri beni, ad una determinata scadenza preventivamente convenuta<sup>(51)</sup>. È un contratto suscettibile di diverse modalità esecutive: tuttavia, benché alla scadenza del termine sia, di norma, possibile procedere all'attuazione della sua funzione tipica (e, quindi, all'attuazione dello scambio), nella maggior parte dei casi le parti provvedono, in un momento anteriore alla data prevista per l'esecuzione, ad acquistare sul mercato una posizione uguale e contraria a quella detenuta, sì da far operare il meccanismo della compensazione<sup>(52)</sup>.

Il future, che viene negoziato in borse ufficiali specializzate e regolamentate, presenta clausole per lo più standardizzate suscettibili di un numero indefinito di applicazioni eterogenee, sicché l'autonomia dei contratti appare vincolata nella determinazione del contenuto, potendosi esprimere unicamente riguardo al prezzo. L'organizzazione del mercato entro il quale la negoziazione avviene prevede poi un particolare organo, la Cassa di compensazione e garanzia, che assume la veste di controparte in tutti i contratti, con la finalità di offrire a ciascun operatore la garanzia della regolare esecuzione.

In Italia una prima ed organica disciplina del mercato dei futures è contenuta nella l. 2.1.1991, n. 1, cui hanno fatto seguito, dapprima (febbraio 1992) la regolazione sulla negoziazione dei contratti a termine sui titoli di stato e su indici di borsa, poi (nel novembre 1994) il «Regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori per la negoziazione dei contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari o ad indici su tali valori mobiliari»; i futures, infine, sono stati annoverati tra i c.d. «strumenti finanziari» (concetto sostitutivo di «valore mobiliare») dal d.lgs. n. 415/1996.

L'innovazione finanziaria che ha caratterizzato i mercati negli ultimi trent'anni ha, però, riguardato essenzialmente i contratti

<sup>(45)</sup> Ampia disamina delle vicende che caratterizzarono quegli anni si rinviene in FARONI, *L'evoluzione dei mercati finanziari e la situazione italiana*, in GOURLAOUEN, *I nuovi strumenti finanziari*, Milano, 1993, 5.

<sup>(46)</sup> CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, Torino, 1995-1997, 2396.

<sup>(47)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 213.

<sup>(48)</sup> FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Bologna, 1988, 17.

<sup>(49)</sup> CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 3-4.

<sup>(50)</sup> A. RICCIO, *op. cit.*, 589.

<sup>(51)</sup> CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 255; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, 235; RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, 265.

<sup>(52)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 225; A. RICCIO, *op. cit.*, 597; FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione di borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, X, 2, Torino, 1993, 75 ss.

finanziari a termine standardizzato (c.d. financial futures), che si caratterizzano e distinguono dai futures per il loro oggetto, consistente non già in merci, bensì in strumenti finanziari, o in titoli di credito, o in indici di mercato. Anche per queste operazioni vale la considerazione svolta ad inizio paragrafo: ancorché di norma possano essere adempiute mediante la consegna effettiva del bene, vengono liquidate mediante la realizzazione di un'operazione inversa a quella di partenza, oppure mediante il pagamento di una somma pari alla differenza del prezzo stabilito al momento della conclusione del contratto rispetto alla quotazione del bene del giorno stabilito per la scadenza, sì da riprodurre la figura dell'affare differenziale complesso.

Proprio le diverse modalità di esecuzione finirebbero, secondo alcuni autori, per incidere sulla natura aleatoria del contratto future: invero, nell'ipotesi in cui esista la possibilità di attuare lo scambio, alla stregua della concezione c.d. strutturale del contratto aleatorio, il contratto perderebbe la sua natura aleatoria, dal momento che l'evento incerto inciderebbe unicamente sull'assetto degli interessi predisposto dai contraenti, mediante un'alterazione del valore economico di prestazioni già determinate *ab origine*<sup>(53)</sup>; ciò con la conseguenza che essi andrebbero qualificati come contratti commutativi, pur non potendosi per essi invocare il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità di cui all'art. 1467 c.c., dovendosi ricondurre la variazione della situazione economica nell'alea normale del contratto<sup>(54)</sup>.

Diversamente, nell'ipotesi in cui l'esecuzione avvenga per differenze, il contratto, sarebbe aleatorio<sup>(55)</sup>, posto che l'evento incerto finisce col determinare non solo il *quantum* della prestazione, ma addirittura il soggetto tenuto ad eseguirla; mentre secondo altra impostazione, il contratto sarebbe commutativo ad alea normale illimitata<sup>(56)</sup>. In entrambi i casi, comunque, non potrebbe farsi luogo al rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità, poiché l'oscillazione di valore che può interessare il bene sottostante, anche qualora fosse notevole, sarebbe sempre normale in relazione a quel tipo di contratto.

#### 10. Segue: l'aleatorietà negli swaps

Lo swap (dall'inglese «baratto») è il contratto con il quale due soggetti, normalmente una banca (o un'impresa di investimento) ed un operatore economico, si impegnano a scambiarsi dei flussi di cassa, in valute diverse, in corrispondenza di epoche temporali future e sulla base di uno schema convenuto ed assolve alla funzione di neutralizzare il rischio di oscillazione del cambio.

Si parla di domestic swap quando il contratto intercorre tra due operatori nazionali, nella medesima valuta estera, i quali si impegnano a scambiarsi in moneta nazionale la differenza di cambio fra il momento del contratto e quello della scadenza.

Nato come sottospecie dei prestiti paralleli (c.d. parallel loan), lo swap si sviluppa a partire dagli anni Settanta soprattutto negli Stati Uniti ed in Inghilterra, per emergere più tardi come una categoria giuridica tutt'altro che autonoma, avente ad oggetto tassi di interesse (interest rate swap) e valute (swap di valuta).

<sup>(53)</sup> Così FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, cit., 40 ss. Contra VALLE, *Il contratto future*, Padova, 1996, 75, che ritiene possibile qualificare come aleatorio non solo il future sull'indice, ma anche quello sui titoli di Stato.

<sup>(54)</sup> CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 284; A. RICCIO, *op. cit.*, 600.

<sup>(55)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 230.

<sup>(56)</sup> SERRA, *Le operazioni dei mercati mobiliari: prospettive degli anni Novanta*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, a cura di Minervini, 147.

L'adempimento mediante differenze, che caratterizza il domestic swap e, il più delle volte, lo swap su tassi d'interesse, ha indotto taluno a ricondurre la tipologia nell'alveo del contratto differenziale semplice. Una simile conclusione è, però, stata negata dalla dottrina maggioritaria, sia sulla scorta dell'interpretazione secondo la quale deve essere escluso che i contratti differenziali formino un'autonoma categoria, sia per il fatto che, nella specie, verrebbe a mancare quella finalità speculativa che nel contratto differenziale si realizza mediante siffatta peculiare forma di esecuzione<sup>(57)</sup>. Al riguardo, invero, si è constatata la difficoltà di desumere da quella che viene additata come una semplice modalità di esecuzione, che non annulla sul piano giuridico le obbligazioni principali, una qualsiasi finalità o intento, come può essere quello speculativo, delle parti, e si è pertanto detto che, in ogni caso, l'esecuzione mediante differenze può al limite dar conto della natura aleatoria del contratto, ma non delle finalità perseguite, che andranno invece provate e che, in generale, potranno inferirsi dalla presenza o meno di operazioni sottostanti<sup>(58)</sup>. Con ciò, si è sostenuto, non potrà comunque dirsi dimostrata la causa del contratto; a meno che non si intenda aderire alla nozione di causa c.d. in concreto<sup>(59)</sup>, accolta dalla recente giurisprudenza di legittimità<sup>(60)</sup>, in quanto l'unica via percorribile affinché le eventuali operazioni sottostanti vengano in rilievo sotto il profilo causale potrebbe al limite essere quella di ricercare la funzione economico-sociale del contratto, dimostrando che i motivi che hanno determinato le parti alla sua conclusione si sono obiettivizzati assumendo la veste di veri e propri interessi che il contratto è diretto a realizzare<sup>(61)</sup>.

Resta il fatto che lo swap è un contratto atipico, che non si presta ad essere ricondotto nell'ambito di alcuna delle funzioni proprie dei contratti tipici (in particolare compravendita e deposito), dei quali condivide alcuni elementi di affinità. Ed invero, lo schema tipico della compravendita, individuato nello scambio di cosa o diritto verso corrispettivo di un prezzo, appare inadeguato a spiegare l'articolata operazione economica sottesa allo swap, a meno che non si snaturi la stessa compravendita.

È, altresì, decisamente prevalente l'opinione che qualifica lo swap come un contratto aleatorio, specialmente lo swap sui tassi d'interesse e lo swap domestico, nei quali l'esecuzione avviene mediante la liquidazione delle differenze.

#### 11. Segue: l'aleatorietà nelle options

L'option è il contratto col quale una parte, pagando un premio, si riserva la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) una certa quantità di beni o di altri diritti, ovvero di concludere un contratto avente ad oggetto uno strumento finanziario, per un certo prezzo ad una determinata data; oggetto del contratto possono essere gli swaps, i financial futures ed, in genere, gli strumenti derivati.

Certa dottrina<sup>(62)</sup> afferma l'esistenza di sostanziali differenze tra il contratto di opzione di cui all'art. 1331 c.c. e le options finanziarie, tanto da sottrarre queste ultime all'applicazione del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità *ex art.* 1467 c.c.,

<sup>(57)</sup> CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, 2422. V., anche CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 92.

<sup>(58)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 247-248.

<sup>(59)</sup> ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008, 66 ss. e 247 ss.; UNGARI TRANSATTI, *La Cassazione sposta la tesi della causa in concreto del contratto*, in *Riv. notariato*, 2007, 1, 184.

<sup>(60)</sup> Cass., 8.5.2006, n. 10490.

<sup>(61)</sup> C.M. BIANCA, *op. cit.*, 434.

<sup>(62)</sup> Cfr. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, I, *Struttura e funzioni*, Milano, 2008, 382.

ric conducendo la sopravvenienza di eventi diversi rispetto a quelli considerati come rilevanti dal Regolamento dei mercati di Borsa Italiana all'alea normale del contratto. Anche quanti<sup>(63)</sup> obiettano che sullo sfondo del contratto d'opzione finanziaria vi è la ben collaudata figura del contratto d'opzione, ritengono che, pur essendo il contratto in esame commutativo, al pari di quello *ex art.* 1331 c.c. e di quello di borsa a premio semplice, la stessa option

finanziaria avrebbe comunque un'alea economica illimitata, che non ne consentirebbe la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

Nella prassi, comunque, gli schemi negoziali predisposti per le opzioni negoziate nei mercati regolamentari, ed approvati con decreti ministeriali, escludono espressamente la risoluzione del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta. ■

<sup>(63)</sup> CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 358.