

Le operazioni su *weather derivatives* tra finalità di copertura e speculazione

SOMMARIO: 1. L'incidenza dell'evoluzione climatica sui profitti d'impresa: i casi Tavina e Ascopiave. – 2. La struttura del mercato e la diversificazione dei prodotti. – 3. L'efficacia della negoziazione e la determinazione del *pricing*. – 4. I *weather derivatives* tra l'assicurazione e la scommessa. – 5. (*segue*) Il derivato climatico è, dunque, un contratto aleatorio? – 6. (*segue*) Considerazioni *de iure condendo* sulla portata dell'art. 23, comma 5°, T.U.F.

1. – Accanto alle tradizionali tipologie di strumenti finanziari a copertura del rischio di cambio, di interesse, di credito e di prezzo, di recente ha preso forma un innovativo segmento finalizzato a fronteggiare la volatilità dei profitti d'impresa associata all'evoluzione indesiderata dei parametri atmosferici: il comparto dei *weather derivatives*.

In Italia la prima applicazione di derivati climatici è quella negoziata nell'agosto 2003 tra la Banca Popolare di Sondrio e la Fonte Tavina s.p.a., nella forma di un contratto di *swap* strutturato per proteggere la salodiana società di acque minerali, passata recentemente sotto il controllo del gruppo Sangemini s.p.a. (detenuto da Hopa s.p.a.), da stagioni estive più miti rispetto alla media massima e, dunque, da una situazione di possibile calo dei consumi. Preceduta da una approfondita analisi dello specifico rischio climatico e delle caratteristiche proprie del mercato principale di Tavina, l'area lombardo-veneta, l'operazione se da un lato consentiva alla società, senza il pagamento di un premio, di ricevere una remunerazione per ogni decimo di grado inferiore al livello di temperatura convenuto (28,5°C), dall'altro la onerava del pagamento alla banca di una somma di denaro per ogni decimo di grado al di sopra dell'indice fissato ⁽¹⁾. L'evoluzione dei parametri atmosferici non ha riflesso, tuttavia, le aspettative di Fonte Tavina s.p.a., al punto che Sangemini s.p.a., rilevata la società, non rinnovò il derivato: nei quattro mesi successivi al suo impiego un eccezionale – sia in termini di intensità che di durata – ciclone di bassa pressione fece registrare i più alti livelli

⁽¹⁾ Per un approfondimento sull'applicazione dello strumento, progettato dall'intermediaria finanziaria CO.MO.I. Sim s.p.a., v. *Finanza: acqua Tavina (Hopa) offre "ombrello" anti-clima*, in www.wallstreetitalia.com, 21 agosto 2003; *Via ai derivati sul maltempo*, in www.ilsole24ore.com, 22 agosto 2003; *Energia: arrivano i derivati climatici per proteggersi dal rischio clima*, in www.adnkronos.com, 22 gennaio 2005.

di temperatura degli ultimi dieci anni, ed in molte città della penisola si raggiunsero i 38°C, ben 9,5°C oltre lo *strike* determinato.

Poco più tardi, un altro *weather derivative* viene negoziato tra Banca Popolare di Sondrio e la trevigiana Ascopiave s.p.a., con l'obiettivo di ridurre la volatilità dei profitti dell'azienda distributrice di gas metano associata a condizione climatiche indesiderate. Lo strumento, strutturato in forma di opzione, permetteva alla società, verso pagamento anticipato di un premio, di incassare una somma di denaro al verificarsi di certe variazioni di temperatura; ciò, peraltro, aveva consentito ad Ascopiave s.p.a. di neutralizzare l'importo delle penali (capaci di azzerare il fatturato annuale) previste in favore di Snam s.p.a., monopolista nel trasporto e nel dispacciamento di gas naturale e proprietaria dell'infrastruttura, nell'ipotesi in cui, per un inverno più freddo rispetto alla media, la richiesta di flussi di energia fosse superiore – per l'aumento dei picchi di consumo da parte degli utenti finali – alla disponibilità preventivata all'inizio della stagione termica (2). La definizione dell'operazione, la prima in Italia nel comparto dell'energia, è stata preceduta da uno studio oculato dell'andamento del consumo di gas metano in funzione della temperatura media giornaliera, mediante l'analisi di dati storici e statistici relativi ai prelievi quotidiani e alle temperature rilevate nei singoli impianti (3).

Se si trascurano queste due pionieristiche operazioni, nel nostro paese l'impiego dei prodotti finanziari di copertura contro il rischio climatico è oggi ancora poco significativo (4), diversamente dai mercati esteri, soprattutto quello inglese e statunitense. È proprio in quest'ultimo che, nella metà degli anni novanta del secolo scorso, il gruppo texano Enron Corporation, il conglomerato Koch e Aquila Inc., aziende leader del comparto energetico, effettuano la prima transazione in derivati meteorologici: il contratto consentiva ad Enron di incamerare 10 mila dollari per ogni grado fahrenheit al di sopra del livello fissato, e nel contempo le imponeva di pagare a Koch la stessa cifra per ogni grado in meno.

Sono proprio le aziende erogatrici di gas ed elettricità le principali partecipanti alle prime negoziazioni in *weather derivatives*: il processo di liberalizzazione del settore energetico statunitense, avviato nel 1996, e la derego-

(2) Cfr. *Finanza creativa. A Treviso un derivato sul meteo*, in www.corriere.it, 28 febbraio 2005.

(3) Per approfondimenti è sufficiente il rinvio alla relazione e al bilancio 2004 di Asco Holding s.p.a. consultabile sul sito www.ir.ascopiave.it.

(4) In origine, tra i principali ostacoli che hanno ritardato l'ingresso dell'Italia nel comparto dei derivati climatici, vi era la scarsa affidabilità dei dati rilevati dalle stazioni meteorologiche gestite dall'esercito e non utilizzate per la vendita delle informazioni raccolte (che, negli Stati Uniti, sono gratuite e liberamente accessibili).

lamentazione che ne era seguita, non consentivano più di gestire, mediante l'affidamento alla determinazione autoritativa delle tariffazioni, la volatilità degli utili causata dalla instabilità delle condizioni meteorologiche, capaci di esercitare un'influenza decisiva sul fabbisogno del segmento residenziale e di quello business, con la conseguenza che le imprese di produzione, trasmissione, dispacciamento e commercializzazione dei flussi di energia dovettero assumersi singolarmente il controllo dei fattori climatici, fino a creare un nuovo mercato intorno ad essi ⁽⁵⁾.

In principio le operazioni avvengono nella forma di transazioni su *over the counter*, mentre gli scambi su mercati regolamentati iniziano nel 1999, per iniziativa del corifeo mondiale delle borse finanziarie Chicago Mercantile Exchange (CME), strutturati in contratti *futures* per controllare l'incertezza correlata, in particolare, all'evoluzione del fattore temperatura.

In breve tempo quello dei *weather derivatives* ⁽⁶⁾ si impone come il segmento più innovativo del settore finanziario, ed i volumi negoziati crescono molto rapidamente, tanto da generare, in meno di sette anni dalla nascita, scambi per oltre 20,5 miliardi di dollari a livello mondiale. Alla base del costante incremento del valore nozionale delle transazioni vi è la considerazione che tanto maggiore è la potenzialità dell'incidenza sugli utili aziendali di condizioni climatiche indesiderate, quanto migliore è il beneficio che consegue alla loro gestione.

Per comprendere il fenomeno è sufficiente considerare che oltre l'80% delle attività commerciali e industriali è direttamente o indirettamente in-

⁽⁵⁾ Sulla liberalizzazione del settore dell'energia negli Stati Uniti ed in Europa, cfr. A. EYDELAND e K. WOLYNIEN, *Energy and power risk management: new developments in modeling, pricing, and hedging*, in *Wiley Finance*, vol. 97, New York, 2003.

⁽⁶⁾ In argomento, v. F. CAPUTO NASSETTI, *I derivati meteorologici*, in *Bancaria*, 2000, fasc. 7-8, 93; R. PISANI e M. POTRICH, *Gli strumenti di alternative risk transfer (ART solutions)*, in *aleasrv.cs.unitn.it*, dicembre 2001; G. OSSOLA, *I derivati meteorologici: aspetti aziendali e contabili*, Milano, 2003; F. COLAVITO e S. RIGHETTI, *La gestione finanziaria del rischio "temperatura" tramite l'uso dei derivati meteorologici*, in *AF-Analisi finanziaria*, 2005, n. 57, 4-39; E. BAJO e S. RIGHETTI, *Weather derivatives come strumento per la copertura del rischio climatico: un'applicazione empirica su dati italiani*, *ivi*, 2005, n. 58, 110-128.

Particolarmente cospicui sono i contributi elaborati dalla dottrina straniera: B. DISCHEL, *Black-Scholes won't do*, in *Energy and power risk management*, ottobre 1998; P. GAKOS, *Fooling mother nature*, in *Risk magazine*, 1999; D. ELLITHORPE e S. PUTNAM, *Weather derivatives and their implications for power markets*, in *The journal of risk finance*, 2000, 19; C. TAPIA, *Evolving weather risk market attracts growing number of participants*, in *Insurance journal west*, 13 novembre 2000, 19; S. JEWSON e D. WHITEHEAD, *In praise of climate data*, in *Environmental finance*, novembre 2001, 22; M. MOODY, *Weather risk management - Growth in derivatives continues to soar*, in *Rough Notes*, maggio 2006; P. ROBISON, *Funds raise interest in weather futures*, in *Bloomberg News*, 2 agosto 2007.

fluenzato dall'evoluzione dei parametri ambientali (7): non è più, solamente, il caso delle imprese energetiche o agricole, ma anche di quelle delle costruzioni, della trivellazione, della ristorazione, dei trasporti e della distribuzione al dettaglio, i cui profitti calano o aumentano in funzione del livello della temperatura, o della marea, o dell'intensità delle precipitazioni piovose o nevose, o della forza del vento. In una dimensione empirica è possibile concludere che se la stagione estiva è caratterizzata da temperature sensibilmente più basse rispetto alle medie storiche, le località balneari registrano una contrazione del numero delle presenze turistiche; analogamente, se un inverno è particolarmente freddo rallenta l'industria edile ed una eccessiva turbolenza del mare fa diminuire i profitti delle compagnie di navigazione, aumentandone i costi di manodopera.

L'esperienza, specialmente quella statunitense, consente di dimostrare che l'impiego dei derivati climatici, preceduto da una corretta analisi dello specifico rischio, permette alle aziende operanti nei settori *weather sensitive* di contenere la volatilità dei risultati economici, di stabilizzare i flussi di cassa attesi, di controllare il costo dei fattori produttivi e di ridurre la dispersione di risorse necessarie a limitare l'impatto delle variazioni atmosferiche sui margini di utile (8).

Volendo distinguere tra contratti negoziati in mercati regolamentati e in mercati non regolamentati è possibile cogliere un fenomeno molto interessante: nel corso del tempo il numero di operazioni *over the counter* ha registrato un decremento del 30%, più che compensato da un significativo incremento del mercato gestito da Chicago Mercantile Exchange. L'impressionante sviluppo di CME è conseguenza del fatto che dal 2003 è stato ampliato il campione di città di riferimento per la rilevazione delle temperature, fino ad includerne alcune europee. La portata di tale novità si spiega agevolmente se si considera che i fenomeni atmosferici sono a

(7) Al riguardo interessanti sono gli studi compiuti da R. DISCHEL, *The fledging weather market off.*, in www.derivativesreview.com, novembre 1998 e da A. MÜLLER e M. GRANDI, *Weather Derivatives. A Risk Management tool for weather-sensitive industries?*, in www.riva-online.de, aprile 2000.

Si avrà comunque modo di rilevare, nel corso della trattazione (cfr. § 4), che l'esistenza di una effettiva situazione di rischio in capo al compratore del derivato non costituisce un requisito del contratto ma, semmai, una possibile ragione soggettiva che ha indotto la parte alla sua negoziazione.

(8) Le diverse esigenze che un oculato utilizzo dei *weather derivatives* consente di soddisfare trovano compiuta descrizione in D. GRILLO, *Weather Derivatives: strumenti di controllo del rischio climatico*, in *Atti del Convegno*, Milano, 2 ottobre 2002 e in F. QUERCI, *Weather Derivatives: strumenti innovativi per la copertura del rischio climatico*, in *Economia e diritto del terziario*, 2004, fasc. 2, pt. 2, 430.

carattere fortemente locale e perciò la loro copertura tramite derivati è tanto più efficace, quanto maggiore è la coerenza tra la localizzazione operativa dell'impresa e l'area in cui è insediata la stazione di rilevamento dei dati climatici ⁽⁹⁾.

2. - Negli ultimi tempi i volumi negoziati sono cresciuti molto rapidamente: pur in assenza di indagini ufficiali, la WRMA (Weather Risk Management Association), organizzazione internazionale fondata dalle più importanti compagnie di *weather risk management*, stima il volume di derivati climatici conclusi nel 2000 in circa 7 miliardi di dollari, mentre nell'arco temporale compreso tra l'aprile 2004 e il marzo 2005, in 8,4 miliardi di dollari, per conoscere un incremento nei dodici mesi successivi di oltre il 500%, raggiungendo quota 45 miliardi ⁽¹⁰⁾.

Gli Stati Uniti rappresentano ancora oggi l'area geografica dove si registra il maggior numero di operazioni in *weather derivatives*; tuttavia il segmento sta evidenziando uno sviluppo significativo anche sul territorio europeo ⁽¹¹⁾, in particolare in Germania, Regno Unito e Francia, e su quello asiatico.

Per quanto attiene ai protagonisti del comparto, dal lato della domanda sono i fornitori di gas metano e di energia elettrica, l'industria degli olii fossili e dei combustibili e le imprese agricole a mostrare il maggiore interesse per gli strumenti in questione, anche se di pari passo con il diffondersi della consapevolezza circa gli effetti negativi che il rischio climatico riflette sui profitti, è ragionevole attendersi una utilizzazione crescente anche da parte di altri operatori del settore secondario e del terziario ⁽¹²⁾; mentre dal lato dell'offerta partecipano attivamente al mercato, oltre alle stesse aziende energetiche, le banche commerciali, i brokers su *over the counter* e, recente-

⁽⁹⁾ Cfr. F. QUERCI, *op. cit.*, 434-436.

⁽¹⁰⁾ I dati in questione sono contenuti nella raccolta *Weather Risk - Supplement*, in *Risk magazine*, agosto 2000. Cfr., anche *Weather derivatives market registers big gains*, in *IFR International financial review*, 15 luglio 2006, 49.

⁽¹¹⁾ Secondo l'indagine condotta da PricewaterhouseCoopers (PwC), consultabile sul sito www.risk.net, i contratti *weather derivatives* scambiati in Europa nel 2001 sono stati 765, ossia il 345% rispetto al 2000, per un valore nozionale globale di 601 milioni di dollari, rispetto ai 49 milioni registrati l'anno precedente. In Italia il mercato di tali strumenti è stato oggetto di una importante campagna promozionale da parte di banca BNL che nel 2002 ha annunciato il lancio di un desk per il rischio meteorologico sul territorio nazionale, mentre Intesa BCI, un tempo considerata un pioniere del *weather risk management*, ha sospeso temporaneamente le negoziazioni nel segmento. Sul territorio europeo, ad ogni modo, le banche tedesche sono le vere innovatrici del settore.

⁽¹²⁾ Cfr. E. BANKS, *Weather Risk Management*, New York, 2002.

mente, le compagnie di assicurazione e riassicurazione⁽¹³⁾, in principio poco attratte del versante non catastrofico dell'evoluzione dei parametri atmosferici.

Nel complesso l'importo delle negoziazioni è piuttosto limitato: nei contratti che assumono a parametro la temperatura, l'ammontare del pagamento varia tra i 2,5 mila e i 500 mila dollari, in funzione di copertura del rischio cui è esposta la singola impresa utilizzatrice⁽¹⁴⁾; altri partecipanti, invece, preferiscono farsi parte attiva in operazioni di portata più ampia, definendo proprie soluzioni da offrire ad altre aziende *weather sensitive*.

Anche i termini di durata sono contenuti: tendono a coincidere con una stagione (ad esempio quella termica), o con una campagna commerciale (ad es. quella olearia, o quella vitivinicola), a volte coprono periodi più lunghi, con una media di trenta mesi.

Tra i diversi fattori climatici fatti oggetto delle negoziazioni la temperatura – il cui indice di misura è il *degree day*⁽¹⁵⁾ – è quello che registra un buon sviluppo ed una più frequente applicazione, salvo poi conoscere una flessione del 10% tra l'aprile del 2000 ed il marzo del 2004, in favore dei contratti legati alle precipitazioni piovose e nevose, alla forza del vento e all'umidità⁽¹⁶⁾, grazie alla progressiva diversificazione dei prodotti *weather derivatives*, specialmente negli scambi su mercati non regolamentati.

A monte delle transazioni operano, oltre a stazioni di rilevazione (negli Stati Uniti la fonte principale è il National Climatic Data Center, mentre a livello mondiale la World Meteorological Organisation) ed unità di ricerca (prima fra tutte la californiana Risk Management Solutions Inc.), che rendono disponibili dati climatici e meteorologici, anche società di consulenza che, attraverso l'attenta analisi delle informazioni raccolte, elaborano soluzioni personalizzate idonee a soddisfare la specifica esigenza di copertura del rischio propria della clientela, per la quale i derivati in esame rappresentano un utile strumento di pianificazione finanziaria che valica i limiti di assicurabilità delle perdite.

(13) Tra gli intermediari finanziari coinvolti nel comparto dei derivati climatici figurano Goldman Sachs, JPMorgan Chase & Co., BNP Paribas, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Banca Popolare di Sondrio, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Rasini Viganò Ltd., Société Générale, Barep, Banque CPR.

(14) Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, 2ª ed., Milano, 2011, 585.

(15) Ossia la differenza, espressa in gradi centigradi o fahrenheit, tra la temperatura media giornaliera e 18°C (o 65°F).

(16) F. QUERCI, *op. cit.*, 436, nota 13, dove l'autrice calcola che, in tale arco temporale, la percentuale dei contratti legati alla temperatura è passata dal 92% all'82%, mentre le porzioni di contratti legati alle precipitazioni piovose e nevose e alla forza del vento hanno conosciuto, rispettivamente, un incremento dell'8,4%, del 2,3% e dello 0,7%.

3. – Si è detto che affinché l'impiego dei derivati climatici si traduca nella riduzione o eliminazione della volatilità dei profitti delle aziende operanti in settori *weather sensitive*, la messa in opera dello strumento deve essere preceduta da un accurato – e corretto – studio di esposizione al rischio.

Occorre, più precisamente, verificare la misura dell'incidenza dell'evoluzione (indesiderata) dei parametri meteorologici sulla redditività aziendale, attraverso un'analisi che assume a riferimento le caratteristiche proprie dell'attività economica concretamente esercitata dall'utilizzatore, l'estensione geografica servita, la tipologia ed il volume della clientela. Fondamentale per l'efficacia del prodotto è, poi, la disponibilità e la facilità di reperimento di dati atmosferici completi, qualitativamente significativi e con un grado di affidabilità di prim'ordine.

Va, inoltre, considerato che a differenza delle ormai note tipologie di derivati a copertura del rischio di credito, di interesse e di cambio, per i quali di norma è sempre registrabile un'attività di riferimento che consente di quantificare il valore economico della negoziazione, nei *weather derivatives* l'attività sottostante è rappresentata da un fattore climatico a cui non può essere attribuito un prezzo. Pertanto, il *pricing* dello strumento derivato non è correlato a quello del sottostante, ma al verificarsi o meno di determinate variazioni meteorologiche (17), e per la sua determinazione non è possibile ricorrere all'equazione Black-Scholes-Merton (18) impiegata per le *options*.

A ciò deve aggiungersi che l'evoluzione dei parametri atmosferici presenta la tendenza ad oscillare intorno a valori medi normali (*mean reverting process*): ad eventuali deviazioni inattese (in eccesso o in difetto) segue un movimento di ritorno, che ripristina l'equilibrio originario. In sostanza, ci si aspetta che il fenomeno meteorologico ruoti intorno a valori prossimi alla media stagionale, definiti in un intervallo chiuso (19).

Le metodologie più sofisticate per la determinazione del *pricing* di un derivato climatico, prima fra tutte la Burn Analysis (BA), utilizzano algoritmi complessi che simulano la possibile futura evoluzione dei parametri atmosferici, la cui analisi permette di calcolare le probabilità che, ad esempio, la temperatura assuma un livello superiore a quello di riferi-

(17) F. QUERCI, *op. ult. cit.*, 455.

(18) Si tratta di un modello teorico, ideato nel 1973, utilizzato per la valutazione di un contratto di opzione, utilizzando parametri quali il livello dei tassi d'interesse, il prezzo corrente dello strumento sottostante, il prezzo d'esercizio, il tempo residuo fino all'esercizio e la volatilità dei rendimenti dei titoli sottostanti all'*option* stessa. Sull'argomento si rinvia a P. WILMOTT, J. DEWYNNE e S. HOWISON, *Option pricing*, Oxford, 1993.

(19) M. GARMAN, C. BLANCO e R. ERICKSON, *Seeking a standard pricing model*, in *Environmental Finance*, marzo 2000.

mento ⁽²⁰⁾. Il *pricing* viene, dunque, gestito ricorrendo a criteri attuariali, attraverso lo studio delle serie storiche, oppure facendo ricorso a processi stocastici.

4. – Nei paragrafi precedenti si è detto che i *weather derivatives* costituiscono per le imprese, oggi più che un tempo bisognose di controllare nuovi e complessi fattori di incertezza dei profitti, un importante strumento di pianificazione finanziaria che valica i limiti di assicurabilità delle perdite.

Per come strutturata nel citato caso Ascopiave s.p.a., ossia nella forma di un'opzione sostanzialmente parificabile a un'*interest rate option*, l'operazione in derivati climatici presenta evidenti somiglianze con l'assicurazione: al premio anticipatamente pagato da una parte corrisponde l'obbligazione dell'altra di versare una data somma di denaro al verificarsi di certe variazioni di temperatura rispetto alle medie storiche assunte a riferimento.

La prossimità è, tuttavia, solo apparente ⁽²¹⁾: basta considerare che i prodotti assicurativi offrono un'adeguata copertura dal rischio legato al verificarsi di eventi naturali (quali inondazioni, alluvioni, uragani, terremoti, maremoti, grandinate, eruzioni vulcaniche, ecc.) suscettibili di produrre un danno al patrimonio dell'assicurato, ma non consentono di fronteggiare l'incertezza dell'evoluzione ambientale che colpisce la redditività aziendale, mentre all'origine delle transazioni in esame vi è, generalmente, l'esigenza di ridurre o eliminare l'incidenza sugli utili (e non sui diritti patrimoniali) di un mutamento impreveduto ed indesiderato di fattori climatici di per sé non catastrofici come la temperatura, le precipitazioni nevose o piovose, la forza del vento e lo stato della marea. Inoltre, i contratti assicurativi, diversamente dai derivati meteorologici, subordinano il diritto all'indennizzo in favore dell'assicurato alla prova di aver subito un danno concreto ⁽²²⁾:

⁽²⁰⁾ Per approfondimenti, v. E. LARUCCIA e A. MUCCI, *I weather derivatives*, in *Capital Markets Notes n. 10*, Banca Commerciale Italiana – Servizio Studi e Analisi Finanziaria, dicembre 2000. Per un esempio sul funzionamento del modello BA, v. F. QUERCI, *op. cit.*, 456-458.

⁽²¹⁾ Una certa affinità c'è, semmai, con il seicentesco fenomeno c.d. Lloyd's, che vedeva riunirsi, in uno storico edificio situato a ridosso della "Clock Tower" di Londra, facoltosi uomini d'affari, tra i quali andò a svilupparsi una sistematica attività di assunzione dei rischi marittimi connessi alle turbolenze del Tamigi, molto simile, quanto ad intenti e struttura, ad una scommessa. Sull'argomento è interessante la lettura dei contributi della dottrina straniera, in particolare quelli di A. BROWN, *Hazard Unlimited. The story of Lloyd's of London*, Londra, 1973; H.A.L. COCKERELL e E. GREEN, *The British insurance business (1547-1970)*, Londra, 1976; HODGIN, *Protection of the insured*, Londra, 1989.

⁽²²⁾ Ciò si desume, peraltro, dal tenore dell'art. 1905, 1° co., c.c. che individua, nel limite del risarcimento, l'entità del danno effettivamente sofferto dall'assicurato in conseguenza del sinistro.

sotto questo profilo l'elemento qualificante è costituito dalla natura intrinsecamente dannosa dell'evento per l'assicurato e dalla conseguente funzione risarcitoria in senso lato della prestazione dell'assicuratore⁽²³⁾, con la conseguenza che, ad esempio, l'impresa di trasporto aereo che per la significativa forza del vento abbia visto negativamente influenzati i propri ricavi, si troverà nell'impossibilità di dimostrare agevolmente un danno specifico e, pure, la ricorrenza del nesso di causalità tra l'evento e la diminuita redditività.

Contrariamente alla previsione dell'art. 1904 c.c., che sanziona con la nullità l'assicurazione nell'ipotesi di inesistenza originaria di un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno⁽²⁴⁾, nelle negoziazioni in *weather derivatives* è irrilevante l'effettiva presenza di un rischio da coprire in capo al compratore. Ciò è di facile comprensione se si considera che la causa del contratto di assicurazione è il trasferimento del rischio dall'assicurato all'assicuratore⁽²⁵⁾, mentre la causa delle operazioni in esame è, secondo alcuni, l'assunzione del rischio di evoluzione dei parametri meteorologici⁽²⁶⁾: se, infatti, nell'assicurazione l'assicurato è esposto al rischio che trasferisce per contratto all'impresa (diversamente si avrebbe un difetto genetico di causa), nelle negoziazioni in derivati climatici una simile esposizione non ha alcuna incidenza, ben potendo il compratore determinarsi alla negoziazione per puro spirito speculativo.

Trova giustificazione, in tal modo, il differente trattamento circa le sorti del negozio o delle prestazioni ivi dedotte, nelle ipotesi di sopravvenuta diminuzione o aggravamento del rischio: in entrambi i casi si determina,

⁽²³⁾ Cfr. A. DONATI e G. VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, 9^a ed. agg., Milano, 2009, 118.

⁽²⁴⁾ L'interesse in senso assicurativo viene tradizionalmente definito, quantomeno nelle assicurazioni di cose, come il rapporto tra l'assicurato ed un bene individuato (o una universalità di beni) del suo patrimonio. Così A. DONATI e G. VOLPE PUTZOLU, *op. cit.*, 151-152. Cfr., anche, F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. II, Padova, 2010, 794: «Ne consegue che può assicurarsi solo chi è esposto al rischio dedotto nel contratto, cioè chi dal sinistro può subire un danno ed ha, quindi, interesse al suo risarcimento».

⁽²⁵⁾ Cfr. F. GALGANO, *op. cit.*, 785.

L'essenza economica dell'assicurazione si coglie nella comunione o compensazione dei rischi fra una pluralità di soggetti: infatti, attraverso il pagamento di un premio, calcolato sulle probabilità che il tipo di rischio assicurato si verifichi, il costo di coloro che saranno colpiti dal verificarsi dell'evento viene ripartito fra tutti gli assicurati. Così L. BUTTARO, *Assicurazione (in generale). Assicurazione (contratto di). Assicurazione contro i danni. Assicurazione sulla vita*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. III, Milano, 1958, 430; G. SCALFI, *Manuale delle assicurazioni private*, Milano, 1994, 3; G. ROJAS ELGUETA, *Il contratto di assicurazione*, in *Diritto civile*, diretto da N. Lipari e P. Rescigno, coordinato da A. Zoppini, vol. III, t. 3, Milano, 2009, 968.

⁽²⁶⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 589.

nell'assicurazione, una alterazione dell'equilibrio causale del contratto che consente all'assicuratore di recedere, sempreché non preferisca modificare, rispettivamente al ribasso (art. 1897 c.c.) o in eccesso (art. 1898 c.c.), l'importo del premio; all'opposto, nei *weather derivatives* quelle sopravvenienze non determinano alcun difetto funzionale, né comportano un'apprezzabile sperequazione dell'interesse cui il contratto era originariamente preordinato.

L'eventuale intento speculativo di una delle parti non deve, però, persuadere l'interprete ad operare una sovrapposizione *tout court* dei derivati in questione con la comune scommessa: a parte qualche probabile identità strutturale – penso al fatto che, anche nei *weather derivatives*, nessun rischio incombe (se non in termini meramente eventuali) sui contraenti o su uno soltanto di essi prima della conclusione dell'operazione⁽²⁷⁾ – le due fattispecie divergono sensibilmente, primariamente nella causa, se non altro per effetto dell'entrata in vigore dell'art. 23, 5° co., d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) che ha sgombrato il campo, anche se non senza qualche perplessità, da possibili fraintendimenti. Nella scommessa, che è la promessa di una somma di denaro o di altri beni a chi indovini con esattezza un evento futuro ed incerto che può anche essere legato ad un *facere* dei partecipanti, come ad esempio l'esito vittorioso di un gioco⁽²⁸⁾, la causa non è giuridicamente apprezzabile, posto che tale attività ludica o ricreativa altro non è che meramente funzionale alla sfida e alla sorte⁽²⁹⁾, quantunque accompagnata dal fine di lucrare sull'incertezza. Secondo alcuni, nei derivati meteorologici, all'opposto, l'eventuale intento speculativo andrebbe ricondotto ai motivi che hanno determinato le parti alla negoziazione (come tali irrilevanti salvi i casi di cui agli artt. 1345 e 1418 c.c.), senza colorare né qualifica-

(27) E, infatti, solo da quel momento che l'evoluzione dei parametri atmosferici assume rilevanza incidendo sul patrimonio del venditore o del compratore, sempreché – si intende – quest'ultimo non eserciti un'attività *weather sensitive* i cui profitti, cioè, siano direttamente influenzati dalle variazioni climatiche. Ma anche questa eventualità ha pochi rilievi pratici, posto che, come si è detto, l'esistenza di una posizione da proteggere in capo al compratore non è requisito del contratto.

(28) Così C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. 4, 3^a ed. agg., Milano, 1993, 796.

(29) In dottrina la causa della scommessa viene identificata con l'artificiale creazione del rischio. In argomento, v. L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Libro IV, *Delle obbligazioni (artt. 1933-1935)*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1952; C.A. FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, vol. IX, t. 2, fasc. 1, Torino, 1961; E. VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa, la transazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, vol. XXXVII, t. II, Milano, 1986; G. DI GIANDOMENICO e D. RICCIO, *I contratti aleatori, I contratti speciali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Besone, vol. XIV, Torino, 2005.

re in alcun modo la fattispecie, la cui causa sarebbe esclusivamente quella lucrativa connessa all'assunzione del rischio di evoluzione dei parametri atmosferici verso corrispettivo del premio ⁽³⁰⁾.

Il derivato meteorologico si distingue anche dall'opzione dell'art. 1331 c.c.: con quest'ultima, similamente ad un preliminare unilaterale, uno dei contraenti si impegna irrevocabilmente verso l'altro a concludere un futuro contratto, per il cui perfezionamento è richiesta la dichiarazione di accettazione da parte dell'opzionario, mentre nell'opzione in *weather derivatives* non c'è alcun "secondo" contatto da concludersi con una successiva necessaria manifestazione di volontà del compratore affinché il venditore sia tenuto ad effettuare i pagamenti dovuti, posto che la negoziazione è definita *ab origine* con l'obbligazione di corrispondere una o più somme di denaro al verificarsi di certe variazioni atmosferiche ⁽³¹⁾.

Le transazioni in esame non sembrano, neppure, riconducibili alla fattispecie dei contratti differenziali semplici, mancando la reciprocità dell'obbligazione di pagare la differenza tra il corso di un valore al momento della stipulazione e quello corrente all'esecuzione, e difettando pure una prestazione futura di entrambi i contraenti da compensare con quella della controparte al fine di regolare la differenza tra il valore delle due prestazioni: non vi sarebbero, in altri termini, le due prestazioni con pari scadenza e pure l'incertezza su quale parte gravi l'obbligazione di pagare una differenza ⁽³²⁾.

Né, infine, i *weather derivatives* sembrano prestarsi ad essere ricompresi nello schema della compravendita, poiché oggetto dello scambio è il premio contro la *simple espérance* di ricevere pagamenti in misura superiore o, altrimenti, tra premio e assunzione del rischio di dover effettuare pagamenti in funzione dell'evoluzione dei fattori atmosferici assunti a riferimento (e non premio verso somma di denaro) ⁽³³⁾.

⁽³⁰⁾ E la tesi sostenuta da F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 590-593, per il quale « il problema dell'applicabilità o meno dell'art. 1933 c.c. al contratto derivato in esame non dovrebbe nemmeno porsi ». Per l'autore l'intervento dell'operatore finanziario sarebbe sufficiente a impedire la qualificazione del contratto come scommessa: « L'eventuale motivo speculativo di uno dei contraenti non basterebbe a qualificare il contratto come scommessa, essendo necessario in tal senso che esso permei la fattispecie e, quindi, sia comune ad entrambe le parti. Ma si dà il caso che normalmente l'operatore finanziario professionale pone in atto operazioni di copertura . . . che vende alla clientela, la quale può essere motivata da intento speculativo ».

⁽³¹⁾ Così F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 594.

⁽³²⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 592-593, il quale precisa che più semplice risulta la distinzione con i contratti differenziali complessi, dato che il contratto derivato meteorologico è un unico negozio, mentre i differenziali complessi sono una fattispecie composta da due contratti di segno opposto.

⁽³³⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 593.

5. – Come si è detto, per alcuni la causa del contratto derivato meteorologico consiste nell'assunzione del rischio di variazione dei parametri atmosferici verso il corrispettivo di un premio ⁽³⁴⁾, mentre il suo oggetto è la potenziale evoluzione del fattore climatico in senso sfavorevole al venditore dello strumento ⁽³⁵⁾.

Seguendo questa impostazione, che ritengo di condividere, quegli stessi autori hanno concluso nel senso di attribuire al negozio in esame la natura di contratto aleatorio, meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico al pari dell'assicurazione o dell'*emptio spei*, e pertanto sottratto all'art. 1933 c.c. In questa fattispecie, invero, sembra manifestarsi con evidenza quella condizione, che è fatta propria dalle tradizionali definizioni di alea coniate dalla più accreditata dottrina ⁽³⁶⁾, nella quale timore e speranza si combinano insieme, e la possibilità di un vantaggio è accompagnata dalla probabilità di una perdita: è il rischio che colora e qualifica lo schema causale dell'operazione, incidendo immediatamente e direttamente sull'oggetto e pure sull'*an* della prestazione, e senza il quale il contratto perderebbe il suo tratto distintivo ⁽³⁷⁾. Quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma la loro stessa esistenza ⁽³⁸⁾: il compratore, infatti, versa il premio, pur nell'incertezza, *ab origine*, se gli sarà dovuta, o meno, la controprestazione accettando, perciò, il rischio di non ricevere alcunché in cambio; il venditore, al pari, incamera il premio espo-

⁽³⁴⁾ Il premio che una parte dà all'altra costituirebbe, in altri termini, il prezzo di un rischio che le ha addossato.

⁽³⁵⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 596, per il quale la variazione in senso a lui favorevole non comporterebbe alcun beneficio se non la possibilità di trattenere il premio senza dover effettuare alcun esborso.

⁽³⁶⁾ Il riferimento è alle parole di U. CARNEVALI, *Alea*, in *Digesto it.*, vol. I, Torino, 1884, nt. 8, di L. MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Milano, 1942, 83, di A. BOSELLI, *Alea*, in *Noviss. Dig. It.*, vol. I, t. 1, Torino, 1957, 469, e di R. NICOLÒ, *Alea*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. II, Milano, 1958, 1029. Ma, per A. PINO, *Il difetto di alea nella costituzione di rendita vitalizia*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, 360: «la nozione di alea è teoricamente e praticamente inidonea alla determinazione dei contratti aleatori, sia per quanto concerne la natura giuridica, sia per quanto concerne la struttura».

⁽³⁷⁾ Per Cass., 9 marzo 1985, n. 1913, in *Giust. civ. Mass.*, 1985, fasc. 3, l'alea è «quell'elemento intrinseco che definisce ed individua i cosiddetti contratti aleatori».

⁽³⁸⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 596-597, secondo il quale nel contratto in esame non è noto, né certo, il rapporto tra l'entità del vantaggio del venditore (premio) e l'entità del rischio cui si espone contraendo.

In giurisprudenza, accolgono questa concezione di alea: Cass., 26 gennaio 1993, n. 948, in *Giust. civ. Mass.*, 1993, 128; Cass., 7 giugno 1991, n. 6452, *ivi*, 1991, fasc. 6; Cass., 31 maggio 1986, n. 3694, *ivi*, 1986, fasc. 5; Cass., 9 aprile 1980, n. 2286, in *Giust. civ.*, 1980, I, 1503 e, recentemente, Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, in *Giur. merito*, 2006, 2, 326, con nota di BRETTI.

nendosi alla possibilità di dover eseguire una prestazione di valore superiore a quella ricevuta.

Se si assume a riferimento la transazione del citato caso Tavina, conclusa nella forma di *swap*, ritengo si possa senz'altro convenire per una qualificazione in termini di contratto aleatorio, posto che l'evento incerto, ossia il rischio connesso all'evoluzione dei parametri atmosferici, finisce col determinare non solo l'*an* della prestazione, ma anche il contraente tenuto ad eseguirla.

Similarmente, nel caso Ascopiave, la transazione, strutturata in forma di *option*, non esce dallo schema del contratto aleatorio: nell'uno, come nell'altro esempio, analogamente all'assicurazione, è la verifica dell'evento dedotto in contratto (una temperatura più alta o più bassa dell'indice fissato) che determina l'*an* della prestazione e, in alcuni casi, lo stesso soggetto onerato: nel primo, Fonte Tavina s.p.a. dovrà corrispondere a Banca Popolare di Sondrio una certa somma per ogni grado al di sopra della media assunta a riferimento, mentre per ogni grado al di sotto, sarà la Banca a dover effettuare la prestazione; nel secondo, Banca Popolare di Sondrio, verso pagamento di un premio anticipato da parte di Ascopiave s.p.a., le dovrà la controprestazione (ossia l'"indennizzo") solo in caso di avveramento dell'evento dedotto in contratto (una certa variazione di temperatura).

Non si può, invece, sostenere che la transazione in derivati meteorologici rappresenti una fattispecie ad alea economica normalmente illimitata⁽³⁹⁾: questa dipende da un accidente esterno alla stipulazione, cui le parti vanno incontro a causa del differimento dell'esecuzione⁽⁴⁰⁾, mentre nei *weather derivatives* il rischio è l'elemento qualificante dello scambio (premio contro speranza).

Le negoziazioni su derivati climatici, in ragione della loro peculiare natura, non consentono al contraente che subisce gli effetti negativi dell'alea di invocare i tradizionali rimedi predisposti dalla giustizia commutativa, quali quelli degli artt. 1448 e 1467 c.c. sulla rescissione e sulla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, proprio perché il rischio dell'alterazione dell'economia dell'affare e dei termini del rapporto è il connotato intrinseco dello schema causale, essendo le sorti del contratto vincolate al ve-

⁽³⁹⁾ F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 597.

⁽⁴⁰⁾ Mette chiaramente in evidenza le differenze tra l'alea giuridica, che è propria dei contratti aleatori, e l'alea normale, che è comune a qualsiasi negoziazione Cass., 5 gennaio 1983, n. 1, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, 718: «nei contratti aleatori l'alea si pone come momento originario ed essenziale, che colora e qualifica lo schema causale del contratto, laddove l'alea normale, che si può dire esista sempre nel momento in cui si perfeziona un contratto, non potendosi mai escludere che vicende economiche sopravvenute possano alterare quella situazione di equilibrio che le parti avevano ritenuto concordemente di porre in essere, rimane un momento del tutto estrinseco al meccanismo o al contenuto del contratto».

rificarsi di un evento rispetto al quale le parti sono prive di ogni potere di intervento ⁽⁴¹⁾.

Si può, infine, convenire sulla natura atipica del negozio ⁽⁴²⁾, posto che le già evidenziate affinità con alcuni tipi regolati da fonti di diritto oggettivo non ne consentono comunque una completa sovrapposizione, il cui funzionamento risulterà sostanzialmente rimesso alla determinazione delle parti, integrata dalle norme sui contratti in generale e, in via sussidiaria, dalle consuetudini dell'art. 8 prel., dall'equità ed eventualmente dagli usi negoziali propri del settore economico di riferimento.

6. – Data la natura aleatoria dei *weather derivatives* agli stessi, al di fuori dell'ambito settoriale dell'art. 23, 5° co., t.u.f., si ritiene applicabile l'art. 1933 c.c.

A ben vedere, il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, pure apprezzabile nel tentativo di fornire una soluzione definitiva ad un problema tanto grave e generalizzato quale quello del concreto funzionamento del mercato dei derivati, non ha sortito tutti i risultati sperati, per la difficoltà di delineare il perimetro applicativo di alcune sue norme, in particolare proprio dell'art. 23, 5° co., che preclude la possibilità di sollevare l'*exceptio ludi* dell'art. 1933 c.c. alle transazioni su strumenti finanziari derivati ⁽⁴³⁾, sempreché compiute nell'ambito della prestazione di servizi e di attività di investimento.

Per alcuni autori l'intervento della norma speciale sarebbe evidentemente diretto ad attribuire agli accordi su derivati piena rilevanza giuridica, togliendoli dalla marginalità in cui li rilegherebbe il trattamento alla stregua di scommesse e costituirebbe, pertanto, una deroga al principio normalmente operante ⁽⁴⁴⁾; mentre per altri rappresenterebbe l'esplicitazione di una norma di carattere generale ⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴¹⁾ Sull'inapplicabilità al contratto aleatorio degli ordinari strumenti riequilibratori, v. R. NICOLÒ, *op. cit.*, 1030 e L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, in *Le monografie di Contratto e impresa*, vol. 57, Padova, 2000, 122.

Secondo alcuna dottrina, peraltro, anche per i contratti aleatori sono ammessi, a determinate condizioni, i rimedi in esame. Così G. AULETTA, *Risoluzione dei contratti per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, 170; R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, vol. II, 3ª ed., Torino, 2004, 703.

⁽⁴²⁾ In questi termini anche F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 595.

⁽⁴³⁾ L'art. 1, lett. j), t.u.f. ricomprende tra gli strumenti finanziari: «contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, ...».

⁽⁴⁴⁾ Così G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *questa rivista*, 2009, n. 6, 1132.

⁽⁴⁵⁾ Cfr. G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *questa rivista*, 1999, n. 3, 1294; L. BALESTRA, *op. cit.*, 271; F. GALGANO, *op. cit.*, 772. Per F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti fi-*

Sul punto la dottrina sembra orientata nel senso di ammettere azione a tutela delle pretese fondate sulle operazioni in derivati, in qualunque forma contratte, soltanto quando almeno una delle parti della negoziazione sia un intermediario finanziario debitamente abilitato, mentre al di fuori di tale ambito settoriale, troverebbe applicazione l'art. 1933 c.c. salvo che, si intende, all'attribuzione dei vantaggi e degli svantaggi non sia sottesa una giustificazione causale socialmente apprezzabile ai sensi dell'art. 1322, 2° co., c.c., come quella di copertura dei rischi, che si distingue da quella, meramente speculativa ed affidata alla sorte, che è propria della scommessa.

Apparenze a parte, sta di fatto che la barriera tra gli ambiti di applicazione delle due norme è ancora difficilmente valicabile, per l'impossibilità di dare al problema in questione una risposta generale ed astratta, dovendosi svolgere ogni disquisizione sulla falsariga di un confronto tra le diverse fattispecie e i relativi trattamenti.

In verità, come osservato da alcuni, l'art. 23 t.u.f. non risolve affatto i rapporti fra strumenti finanziari derivati ed eccezione di gioco, lasciando aperta, ad esempio, la questione dell'opponibilità dell'*exceptio ludi* in relazione ai contratti non conclusi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento e, tra questi, in particolare quelli per i quali entrambe le parti hanno intento speculativo⁽⁴⁶⁾, o quelli, anche conclusi in mercati *over the counter*, nei quali non vi sia l'intervento di un intermediario *professional*⁽⁴⁷⁾.

Queste considerazioni mi inducono a negare, al di fuori della previsione settoriale dell'art. 23, 5° co., t.u.f., una indistinta tutela ai derivati meteorologici che prescindano dall'esigenza di copertura di un rischio corso da uno dei contraenti, dovendosi al contrario ritenere tali negoziazioni soggette al trattamento generale delle scommesse, stabilito dall'art. 1933 c.c.⁽⁴⁸⁾.

Mi sembra, oltretutto, ragionevole ripensare lo stesso impianto della norma del t.u.f., nel senso di riconoscere ai contratti su derivati, anche se conclusi con intermediari finanziari, piena rilevanza giuridica soltanto se sorretti dall'obiettiva esigenza di coprire un rischio, e non sulla base della

nanziari derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo, in *Giur. comm.*, 1996, n. 4, 593, la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. vale per tutti i contratti derivati.

⁽⁴⁶⁾ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2ª ed., Torino, 2000, 365.

⁽⁴⁷⁾ G. GALASSO, *op. cit.*, 1278 e F. REALI, *Alea, commutatività e scommessa: il ruolo assunto dal « rischio » e le scommesse atipiche*, in *questa rivista*, 2007, n. 4-5, 974.

⁽⁴⁸⁾ Ma *contra* R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, 36, nota 27 e F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 603, per i quali tale contratto, anche qualora concluso tra privati senza l'intermediazione di un operatore finanziario, sarebbe pienamente azionabile indipendentemente dall'intento delle parti.

qualità soggettiva di uno dei contraenti ⁽⁴⁹⁾. Occorre, invero, ricordare che i contratti su derivati si sono sviluppati, a partire dalla seconda metà degli anni novanta del secolo scorso, come strumenti di protezione contro le situazioni di volatilità del mercato, di pari passo con l'incremento esponenziale dei rischi finanziari e della spesa pubblica, specialmente quella statunitense necessaria a far fronte alle esigenze belliche in Vietnam, in un lungo periodo di instabilità economica dovuta al fallimento, nell'agosto 1971, degli accordi siglati al termine della conferenza di Bretton Woods.

Resta, in conclusione, demandato all'interprete il compito di accertare, tanto in astratto quanto in concreto, se la funzione economico-individuale che i contraenti intendono realizzare con l'operazione sia, quantomeno al di fuori dell'art. 23, 5° co., t.u.f., meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

⁽⁴⁹⁾ Conclusione, questa, già efficacemente proposta da G. GABRIELLI, *op. cit.*, 1136: «As-sai più importante, sul piano applicativo, sembra una conclusione *de iure condendo*, relativa ai contratti su derivati conclusi con intermediari finanziari. L'illimitata rilevanza giuridica riconosciuta a tali contratti sulla sola base della qualità soggettiva di uno dei contraenti sembra meritevole di ripensamento. Tale rilevanza dovrebbe essere limitata anche in relazione al dato oggettivo della giustificazione causale. Non attraverso lo strumento illiberale del divieto, ma in forza di quello del diniego di azione in giudizio. Potrà contarsi sulla piena tutela dell'ordinamento soltanto se il contratto sia stato concluso per l'obiettiva esigenza di coprire un rischio. Non sembra eccessivamente gravoso l'onere, da imporsi all'intermediario, di accertare previamente tale esigenza, facilmente desumibile da dati oggettivi».