

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Facoltà di Giurisprudenza

Dipartimento di Diritto privato e Storia del diritto



SCUOLA DI DOTTORATO IN SCIENZE GIURIDICHE

*Curriculum* di Diritto civile (ciclo XXVIII)

I CONTRATTI DERIVATI DI CREDITO  
(IUS 01)

Tesi di Dottorato di  
Filippo Soddu

Tutor  
Chiar.mo Prof. Francesco Delfini

Coordinatrice della Scuola di Dottorato  
Chiar.ma Prof.ssa Chiara Tenella Sillani

Anno Accademico 2014/2015

# I CONTRATTI DERIVATI DI CREDITO

Tesi di Dottorato di ricerca

di Filippo Soddu

## INDICE SOMMARIO

Premessa.....p. 4

## CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE E LIMITI DELL'INDAGINE

### Capitolo I

#### NOZIONE E FUNZIONE TIPICA

|  |    |
|--|----|
| 1. Contratti derivati finanziari e di credito.....   | 6  |
| 1.1. Similitudini fra derivati creditizi e finanziari.....   | 10 |
| 1.2. Critica all'opinione che individua nella <i>differenzialità</i> l'elemento di distinzione fra derivati finanziari e derivati di credito.....          | 16 |
| 2. Sulla nozione e sulla funzione socialmente tipica dei contratti derivati di credito.....  | 19 |
| 3. Sulla dubbia meritevolezza di tutela dei <i>credit default swap</i> speculativi per contrarietà ai principi dell'ordine pubblico economico interno..... | 22 |
| 3.1. Il principio indennitario.....  | 29 |
| 3.2. Sulla <i>necessaria inerenza del rischio</i> al soggetto acquirente della protezione.....   | 33 |

|   |    |
|---|----|
| 3.3. Sulla <i>necessaria collaborazione</i> della parte protetta per evitare la verifica-<br>zione del rischio contrattualizzato..... | 36 |
|---|----|

## Capitolo II

### **PROFILI SISTEMATICI, APPLICATIVI E DI CONTENUTO**

|  |    |
|--|----|
| 1. Sulle principali conseguenze applicative della sussunzione dei derivati di credito<br>nella definizione di <i>strumento finanziario</i> .....     | 41 |
| 2. Sulla dubbia riconducibilità dei derivati di credito al paradigma della scommessa<br>legalmente autorizzata.....                                  | 51 |
| 2.1. Critica alla teoria dell' <i>alea razionale</i> come oggetto dell'accordo su<br>derivati.....   | 54 |
| 3. Sulla formazione e sul contenuto dei contratti derivati di credito: la molteplicità delle<br>fonti negoziali.....                                 | 68 |
| 4. Sulla determinazione dell'oggetto dei derivati di credito: il ruolo del <i>calculation<br/>agent</i> fra perizia contrattuale e arbitramento..... | 72 |
| 4.1. Sulla determinazione unilaterale dell'oggetto del derivato di credito da parte<br>dell'intermediario finanziario.....                           | 81 |
| Indice bibliografico.....  | 87 |
| Indice della giurisprudenza.....   | 90 |
| Altre fonti.....   | 92 |

Premessa

## **CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE E LIMITI DELL'INDAGINE**

Il presente lavoro tratta del fenomeno dei derivati di credito dal punto di vista del diritto civile, con particolare riferimento agli aspetti contrattuali e ai problemi di compatibilità dei modelli negoziali in uso con le norme imperative e i principi dell'ordine pubblico interno.

Nella trattazione degli argomenti, pur cercando di affrontare il discorso in termini generali, si è assunta come ipotesi paradigmatica il *credit default swap*, ciò che comporta senza dubbio una certa approssimazione, vista anche l'estrema varietà e la complessità delle tipologie di *credit derivative* e dei relativi, mutevoli, regolamenti negoziali conosciuti dalla prassi.

Nel primo capitolo, dopo una sintetica descrizione del fenomeno, si evidenziano le notevoli similitudini, anche in termini di struttura e di contenuto, esistenti fra derivati finanziari e derivati su credito, tali da giustificare – ancor prima della novellata definizione di strumento finanziario (cfr. art. 1 TUF, comma 2 , lett. h) - l'uso dell'espressione “contratti derivati” per intendere una (macro)categoria di strumenti negoziali socialmente ben individuati, comprensiva delle fattispecie comunemente ascritte a entrambe le tipologie contrattuali.

La trattazione prosegue evidenziando le particolarità di ordine funzionale che caratterizzano i derivati creditizi, i quali sono “tipicamente” intesi a soddisfare esigenze di protezione da un rischio di credito e, come tali, presentano una matrice quasi-assicurativa, piuttosto che strettamente finanziaria o di investimento.

Alla luce della ricostruzione di tale funzione tipica, avallata anche dall'espressione utilizzata dal Legislatore nell'ambito dell'analitica vigente definizione di strumento finanziario (“*strumenti per il trasferimento del rischio di credito*”), viene quindi messa in discussione la validità dei *credit derivative* meramente speculativi per possibile contrarietà con i principi dell'ordine pubblico economico interno.

Il secondo capitolo apre con una disamina delle principali conseguenze applicative derivanti dalla sussunzione dei derivati di credito nella definizione legislativa di *strumento finanziario* (riserva di attività, applicazione della disciplina speciale in materia di intermediazione finanziaria e disapplicazione dell'art. 1933 cod. civ.), alla quale segue una critica alla diffusa opinione che riconduce tale tipologia negoziale alla scommessa legalmente autorizzata.

Vengono infine affrontati i profili della formazione e del contenuto dei contratti derivati di credito con particolare riferimento alle previsioni negoziali che deferiscono al *calculation agent* la determinazione dell'oggetto del contratto.

## Capitolo I

### NOZIONE E FUNZIONE TIPICA

*Sommario:* 1. Contratti derivati finanziari e di credito. – 1.1. Similitudini fra derivati creditizi e finanziari. – 1.2. Critica all’opinione che individua nella *differenzialità* l’elemento di distinzione fra derivati finanziari e derivati di credito. – 2. Sulla nozione e sulla funzione socialmente tipica dei contratti derivati di credito. – 3. Sulla dubbia meritevolezza di tutela dei *credit default swap* speculativi per contrarietà ai principi dell’ordine pubblico economico interno. – 3.1. Il principio indennitario. – 3.2. Sulla *necessaria inerenza del rischio* al soggetto acquirente della protezione. – 3.3. Sulla *necessaria collaborazione* della parte protetta per evitare la verifica del rischio contrattualizzato.

#### 1. Contratti derivati finanziari e di credito

I contratti derivati di credito (c.d. *credit derivatives*) costituiscono l’ultima e più ardita frontiera della finanza derivata <sup>(1)</sup>. Di origine piuttosto recente – la prima operazione in derivati creditizi risale al 1991 <sup>(2)</sup> – tali negozi si sono rapidamente diffusi sui mercati finanziari internazionali fino a raggiungere nel 2009, nel solo mercato italiano, un volume nozionale complessivo di circa 740 miliardi di dollari <sup>(3)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> Per una critica sulle più recenti evoluzioni dell’ingegneria finanziaria in materia di derivati di credito, si veda F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, in *Rivista di diritto bancario*, settembre 2013.

<sup>(2)</sup> A. FABBRI, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000, p. 29.

<sup>(3)</sup> Il dato, segnalato nel rilevamento della Banca d’Italia al giugno 2009, è riportato da E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 134.

Per derivati creditizi s'intendono comunemente <sup>(4)</sup> quei contratti derivati, sorti negli ordinamenti di *common law*, che hanno per oggetto il trasferimento del rischio di credito rispetto a una o più attività sottostanti (c.d. *reference obligation*) <sup>(5)</sup> da un soggetto denominato acquirente di protezione (c.d. *protection buyer*) a un altro soggetto denominato venditore di protezione (c.d. *protection seller*).

La nozione accomuna una serie di fattispecie assai eterogenee fra cui, senza pretesa di esaustività, si possono annoverare i *total rate of return swap*, le *credit default option* <sup>(6)</sup>, le *credit linked note* e soprattutto i *credit default swap* <sup>(7)</sup>, certamente i derivati di credito più noti e diffusi.

---

<sup>(4)</sup> La nozione di derivato di credito appare sostanzialmente condivisa in dottrina e nella comunità finanziaria. Cfr. fra gli altri F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 13 (cfr. anche nota 30) e V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, p. 51.

Anche gli autori che hanno ammesso senza riserve (causali) la possibilità di negoziare un rischio di credito estraneo alla sfera patrimoniale delle parti - e che, come tale, non costituisce oggetto di un "trasferimento" - non si esimono dall'indicare nel "trasferimento del rischio di credito" l'elemento caratterizzante della nozione dei derivati di credito. Cfr. *inter alia* E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, in *Banca Borsa Titoli Credito*, 2012, p. 553 (nota 26) e ss.

<sup>(5)</sup> "Nella prassi più frequente, il credit derivative comporta l'assunzione di rischio di un basket di crediti sottostanti. Il rischio complessivo si lega pertanto al deterioramento del profilo creditizio di più reference entities. In tale ipotesi rilevanza centrale riveste la disciplina negoziale, nella parte in cui definisce il numero di credit events che determinano il regolamento del basket default swap: così la previsione di un first-to-default comporta il regolamento della posizione al verificarsi del primo evento di credito del basket". Così R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), aprile 2009, p. 4.

<sup>(6)</sup> Cfr. in argomento M. NUCCI, *Credit default option*, in *I contratti*, 2006, p. 823 e ss.

<sup>(7)</sup> Per una disamina degli schemi contrattuali delle principali fattispecie di *credit derivatives* si rimanda a L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, in *I contratti*,

I contratti in esame sono per lo più negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (*over the counter - OTC*) e sulla base di trattativa individuale. Essi consentono all'acquirente di protezione di garantirsi contro un rischio di credito, mantenendo la posizione di parte nel rapporto obbligatorio e con essa – nel caso frequente in cui si tratti di crediti di impresa – anche le relazioni con la clientela. Ciò che viene trasferito è infatti il solo rischio di credito il quale, così come altre entità economiche (merci, valute, crediti *et alia*), assume nell'ambito dell'operazione il ruolo di una vera e propria *commodity* <sup>(8)</sup>.

Rispetto a una cessione del credito, un'operazione in *credit derivatives* può senza dubbio presentare sensibili vantaggi sia in termini di contenimento dei costi di transazione, sia soprattutto in termini di efficienza, vista la maggiore flessibilità connaturata allo strumento derivato e la sua potenziale maggiore attitudine a essere calibrato in modo da soddisfare al meglio le concrete esigenze dei contraenti <sup>(9)</sup>.

Alla pari del credito, anche la garanzia concessa dal venditore di protezione (ovvero il rischio di credito che questi assume) può essere incorporata in un titolo <sup>(10)</sup>, rendendo così possibile la circolazione della posizione contrattuale secondo le regole

---

2003, p. 839 e s. e A. FABBRI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 35 e ss. Cfr. anche il quaderno di educazione finanziaria a cura di CONSOB, *I principali prodotti derivati, elementi informativi di base*, ottobre 2012, p. 19 e ss.

<sup>(8)</sup> Cfr. A. FABBRI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 29 ed E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in AA. VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, I, p. 1082 e s.

<sup>(9)</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 24.

<sup>(10)</sup> Cfr. in argomento R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, cit., p. 1 e ss e A. BERARDI, *Credit derivatives: nuovi strumenti per la gestione del rischio di credito*, in [www.greta.it](http://www.greta.it), 1998, p.1 e ss.

proprie dei beni mobili e non dei contratti <sup>(11)</sup>; sempre che, si ritiene, non si tratti di rischi peculiari del singolo acquirente di protezione, ma di rischi *strutturalmente seriali* quali, a titolo di esempio, l'insolvenza di uno Stato sovrano <sup>(12)</sup> o di una società quotata emittente di obbligazioni <sup>(13)</sup>.

Ferma restando la necessità di acquisire il consenso del *protection buyer*, nulla sembra invece ostare alla cessione della posizione contrattuale del venditore di protezione anche qualora i rischi oggetto del contratto non siano strutturalmente seriali. Ciò, naturalmente, sempre che il cessionario sia soggetto abilitato all'esercizio professionale dei servizi e delle attività di investimento, stante la riserva di attività prevista dall'art. 18 T.U.F. (cfr. *infra* Capitolo II, §. 1.).

La condizione di insolvenza solitamente si identifica con il c.d. *credit event* e può verificarsi alternativamente in occasione dell'inadempimento di una o più obbligazioni (*failure to pay*), ovvero nel caso di apertura di una procedura concorsuale (*bankruptcy*). Talvolta il *credit event* può peraltro corrispondere ad altre situazioni che

---

<sup>(11)</sup> In tal senso E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *www.ilcaso.it*, doc. n. 200/2010, p. 9. Come evidenziato dal medesimo autore, la negoziazione dei derivati di credito – e dei CDS in particolare – è un fenomeno assai diffuso anche al di fuori dei mercati regolamentati “*vuoi per via del consenso alla cessione del contratto pattuita in sede di negoziazione privata, vuoi per via di una prassi comunque sviluppatasi de facto*”.

<sup>(12)</sup> Cfr. *infra* Capitolo I, §. 3.3. ove si accenna al Regolamento UE 236/2012 (relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente), che introduce un espresso divieto di stipulazione di *credit default swap* su emittenti sovrani che non determinino una posizione “coperta” dell'acquirente di protezione.

<sup>(13)</sup> Il rilievo si giustifica sulla base dei forti dubbi che si nutrono in merito alla validità dei derivati di credito con funzione meramente speculativa (Cfr. *infra* Capitolo I, §§. 3., 3.1., 3.2. e 3.3.).

determinano comunque un deterioramento del valore o del profilo di credito dell'obbligazione di riferimento, come ad esempio il c.d. *downgrade* nelle valutazioni delle principali agenzie di *rating* <sup>(14)</sup>.

La dottrina che si è occupata del fenomeno non ha avuto fin da subito esitazioni nell'assimilare ai derivati finanziari tali nuovi contratti <sup>(15)</sup>. Ciò ancor prima che il Legislatore *post* MIFID intervenisse per riformulare la definizione normativa di "strumento finanziario" di cui all'art. 1, comma 2 T.U.F., che ora comprende senza dubbio anche i *credit derivative*, efficacemente indicati alla lett. h) con la locuzione "strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito".

### **1.1. Similitudini fra derivati creditizi e finanziari.**

Con i derivati finanziari i contratti in questione hanno certamente molti elementi in comune. Esiste in primo luogo fra le due nozioni una *parziale coincidenza letterale*, resa evidente dall'apposizione dell'aggettivo "derivato" al sostantivo

---

<sup>(14)</sup> Cfr. R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, cit., p. 4.

<sup>(15)</sup> Così ad esempio: E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 5 e s.; A. FABBRI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 29, L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit., p. 839 e ss. *Contra*, tuttavia, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 134 il quale esclude la riconducibilità dei derivati di credito (e in particolare dei CDS) alla categoria dei derivati finanziari, in quanto privi del requisito della *differenzialità* (Cfr. *infra* Capitolo I, §. 1.2.)

“contratto” (<sup>16</sup>), alla quale corrisponde un’*analogia di tipo strutturale*, ossia la rilevanza di un’attività di riferimento (per lo più tassi, merci, valute, titoli o indici finanziari in un caso; accadimenti relativi a un dato credito nell’altro) ai fini della determinazione (nell’*an* e nel *quantum*) delle prestazioni che saranno esigibili per contratto (*analogia giuridica*), oltre che del valore economico dello strumento (*analogia economica*) (<sup>17</sup>).

Esiste poi una *comunanza*, che potremmo definire *ambientale*, fra le due tipologie. Si tratta infatti, in entrambi i casi, di strumenti negoziali sorti nella prassi dei mercati finanziari anglo-americani i quali, a seguito della loro rapida diffusione e circolazione, hanno assunto in breve tempo schemi contrattuali dotati di un certo grado di uniformità.

Ciò è potuto avvenire anche grazie al ruolo di c.d. *soft law legislator* svolto dalla *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), i cui *standard* negoziali in materia di derivati sono di regola adottati dalle parti predisponenti per la determinazione del contenuto del singolo negozio.

---

(<sup>16</sup>) F. CAPUTO NASETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 21.

(<sup>17</sup>) La maggior parte delle definizioni di *contratto derivato* appaiono peraltro incentrate su di una nozione di tipo marcatamente economico, che si basa sulla rilevanza di elementi esterni al contratto ai fini della valorizzazione dello strumento finanziario. Cfr. ad esempio U. PATRONI GRIFFI, *L’oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), ottobre 2016, p. 3 e s., il quale richiama la posizione di G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, p. 27, secondo il quale i derivati sono “*contratti il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una ‘attività finanziaria sottostante’, ovvero del valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio)*”.

Solitamente la stipulazione del singolo derivato è preceduta dalla sottoscrizione di uno specifico contratto quadro con funzione normativa e, in particolare, dello *standard form master agreement* predisposto dall'ISDA <sup>(18)</sup>.

Se da un punto di vista meramente economico e finanziario può forse giustificarsi il rilievo secondo cui tale standardizzazione riguarderebbe solo i contratti derivati stipulati all'interno dei mercati regolamentati - il cui contenuto viene integrato dalla disciplina regolamentare delle autorità indipendenti - in un'ottica più propriamente socio-giuridica appare invece corretto ritenere che il fenomeno si manifesti anche nell'ambito dei contratti negoziati *over the counter*.

E difatti anche in tale settore - a prescindere dalla sottoscrizione del *master agreement* dell'ISDA - le formule contrattuali predisposte da tale associazione, ormai tratratizie, vengono per prassi richiamate o comunque fatte proprie dell'intermediario predisponente <sup>(19)</sup>.

---

<sup>(18)</sup> Si confronti al riguardo High Court Approved Judgment: *Dexia Crediop S.p.A. vv Comune di Prato* [2015] EWHC 1746 (Comm), Judgment on Local Government & Financial Services Defenced, 25 June 2015: “*From 1985 onwards ISDA has produced standard terms, including definitions, for use in the swap market. ISDA is an association of market participants which was incorporated under the name of International Swap Dealers Association, Inc. and which later changed its name to International Swaps and Derivatives Association, Inc. From 1987 onwards it has published standard form master agreement which, once entered into between two parties, enable those parties to make future swaps simply by agreeing upon the particular commercial terms of the swap in question*”.

<sup>(19)</sup> Sul punto si veda in particolare D. MAFFEIS, *Intermediario contro imprenditore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2010, p. 784. Cfr. anche E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, p. 361 ed E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 6 e s.

Il fatto che i derivati di credito siano sorti nei medesimi ambienti dei derivati finanziari e che, oltretutto, i regolamenti contrattuali di entrambi comunemente rispecchino i modelli e gli schemi redatti e aggiornati dal medesimo organismo terzo, comporta poi - e, nel contempo, chiarisce - ulteriori evidenti punti di contatto fra le rispettive fattispecie, quali una tendenziale *comunanza linguistica* (tali contratti sono infatti di regola redatti in lingua inglese, anche quando la legge applicabile sia quella italiana) e *di lessico tecnico-giuridico*.

Si pensi al costante utilizzo di particolari espressioni tecnico finanziarie quali quelle di *mark to market, up front, substitution o calculation agent*, ovvero ancora, con riferimento ai contratti derivati con funzione di protezione (c.d. *hedging*), alla denominazione dei contraenti come *protection buyer e protection seller*.

A ciò si aggiunga, cosa ancor più significativa, la frequente ricorrenza, nei rispettivi contenuti, di analoghe clausole, strutture giuridiche o frammenti di regolamento.

Uno degli aspetti contenutistici di maggiore interesse, comune a entrambe le tipologie di derivati, è in particolare la frequente previsione di due modalità alternative di esecuzione delle prestazioni contrattuali, indicate nella prassi negoziale come *physical e cash settlement* (<sup>20</sup>).

---

(<sup>20</sup>) Con particolare riferimento ai contratti derivati di credito, in caso di *physical settlement* il venditore di protezione si impegna di regola ad acquistare dalla controparte una data obbligazione a un prezzo determinato nel caso in cui si verifichi il *credit event*. Nel caso invece in cui l'adempimento avvenga secondo la modalità *cash settlement*, il venditore di protezione si impegna a pagare alla controparte una somma pari alla differenza tra il valore iniziale dell'obbligazione di riferimento e il suo valore di mercato alla data del *credit event*.

Non pare quindi sia solo per l'effetto di una suggestione nominalistica <sup>(21)</sup> che la dottrina maggioritaria e, successivamente, lo stesso Legislatore abbiano rapidamente assimilato i derivati creditizi agli strumenti derivati finanziari.

I notevoli punti di contatto, anche in termini di struttura e di contenuto, fra le rispettive fattispecie hanno reso senza dubbio legittimo, anche prima della novella dell'art. 1 T.U.F., comma 2, l'utilizzo dell'espressione "contratti derivati" per intendere una (macro)categoria <sup>(22)</sup> di strumenti negoziali, socialmente ben individuati, comprensiva delle fattispecie comunemente ascritte a entrambe le (sotto)categorie negoziali in esame.

Un simile comun denominatore, ormai certamente legittimo, presenta inoltre senza dubbio una certa utilità per l'interprete, suggerendogli, nel momento in cui debba ad esempio valutare il significato di espressioni tecniche o verificare la compatibilità con l'ordinamento interno delle singole clausole di un derivato creditizio, di allargare il proprio orizzonte – non senza la necessaria cautela <sup>(23)</sup> - a

---

<sup>(21)</sup> Particolarmente critico sulla riconducibilità dei derivati di credito ai derivati finanziari è E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 17, 134 ss. e 208 ss.

<sup>(22)</sup> Come rilevato da G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Il contratto alieno*, II ed., Torino, 2010, p. 103, i contratti derivati rappresentano "una categoria di contratti, più che non un tipo contrattuale". In senso conforme, fra gli altri, anche F. BOCHICCHIO, *Le antinomie del diritto dei derivati: proposta di soluzione*, in *Rivista di diritto bancario*, luglio 2015 (estratto), p. 1 e F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 19.

<sup>(23)</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in *giustiziacivile.com*, n. 5/2016, p. 3.

nozioni, strutture e formanti (giurisprudenziali e non) che riguardino i derivati finanziari in senso stretto <sup>(24)</sup>. E, naturalmente, viceversa.

Tale ultimo rilievo appare nel nostro caso di immediata importanza, attesa – per quanto consta – la sostanziale assenza di rilevanti precedenti giurisprudenziali interni <sup>(25)</sup> in materia di contratti derivati di credito <sup>(26)</sup>.

---

<sup>(24)</sup> Più in generale si è sostenuta la possibilità di affrontare la validità di alcune clausole di un contratto derivato a prescindere dal fatto che questo persegua una funzione di protezione o speculativa. Cfr. sul punto il contributo di A. A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014, p. XIX e ss. Si veda anche, nel medesimo quaderno, il saggio di U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, p. 165 e ss.

<sup>(25)</sup> Si rinvia peraltro almeno un importante precedente inglese: *High Court of Justice, Queen's Bench Division, Commercial Court*, 9 marzo 2011, Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino S.p.A. vs Barclays Bank Ltd, in [www.bailii.org](http://www.bailii.org). Per un esame della motivazione della decisione citata si veda D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 280.

<sup>(26)</sup> I *credit default swap* non sono peraltro del tutto ignoti alla nostra giurisprudenza. Li menziona ad esempio il Tribunale Roma, in una controversia in materia di responsabilità dell'intermediario, considerando le variazioni in aumento dei relativi valori di scambio come uno degli indicatori del probabile *default* delle obbligazioni oggetto di causa (sent. n. 20420, 13 ottobre 2015, in [www.expartecretitoris.it](http://www.expartecretitoris.it)). Si veda poi, in ambito penale, la sentenza del Tribunale di Milano, Sez. IV, 4 febbraio 2013, n. 13976, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), dalla quale si evince che il Comune di Milano aveva stipulato un CDS in qualità di *protection seller*, assumendo dunque una posizione meramente speculativa.

## 1.2. Critica all'opinione che individua nella *differenzialità* l'elemento di distinzione fra derivati finanziari e derivati di credito.

Parte della dottrina ha sottolineato che i derivati di credito non sarebbero veri e propri contratti derivati finanziari in quanto mancherebbero del requisito della *differenzialità*.

Una simile opinione si fonda sull'idea che sia possibile individuare nel c.d. differenziale, “*dato dal raffronto fra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione e il valore che quella stessa entità avrà al momento dell'esecuzione*”<sup>(27)</sup>, l'oggetto tipico di ogni derivato finanziario<sup>(28)</sup>.

Tale ricostruzione non sembra peraltro del tutto convincente.

In primo luogo, come rilevato da altra dottrina, non pare possibile negare ai derivati di credito lo *status* di strumento derivato, visto che è stato lo stesso Legislatore “*a torto o a ragione*”<sup>(29)</sup> ad averli espressamente annoverati fra gli «strumenti finanziari derivati» *ex art. 1 T.U.F., comma 2, lett. h)*. E la riconducibilità dei derivati di credito nella nozione di strumento finanziario derivato comporta immediate conseguenze di ordine applicativo comuni a tutte le fattispecie che vi rientrano. Sono

---

<sup>(27)</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 17. In senso conforme anche parte della giurisprudenza. Si veda da ultima la sentenza del Cfr. anche Tribunale di Milano, 16 giugno 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>(28)</sup> Cfr. anche M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, in *Nuovo diritto*, 2007, p. 512; S. MEUCCI, “*Operatore qualificato*” nei contratti derivati: *le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 4, p. 343; nonché da ultimo U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, cit., p. 4.

<sup>(29)</sup> E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 556 e s.

tali effetti che determinano il significato normativo della definizione giuridica (cfr. *infra* Capitolo II, §.1.).

L'opinione criticata, negando la qualificazione data dal legislatore (ai fini dell'applicazione di una particolare disciplina) sulla base dei risultati di un'investigazione del fenomeno in sé (l'oggetto di ogni contratto derivato risulterebbe essere il c.d. *differenziale*)<sup>(30)</sup>, parrebbe invece invertire i termini del ragionamento giuridico, incorrendo in un evidente errore di metodo.

L'autore in esame non sembra poi ritenere decisiva la concreta possibilità – invero presa in considerazione - che il contratto preveda quale possibile (unica o alternativa) modalità di esecuzione il trasferimento (o, nel caso degli *swap*, lo scambio) dell'attività sottostante (c.d. *delivery settlement*)<sup>(31)</sup>. E, ciò, sulla base del fatto che tali negozi, pur esprimendo una causa commutativa, avrebbero in ogni caso come obiettivo non tanto lo “*scambio del sottostante, bensì la risultante di quello scambio e ciò indipendentemente dal fatto che il contratto possa anche liquidarsi per consegna, attraverso il materiale flusso di pagamenti*”.

Anche tale ultima argomentazione si presta ad alcune critiche.

---

<sup>(30)</sup> Oltre ai CDS, molti altri strumenti finanziari rientranti nella definizione di cui all'art. 1 e comunemente ricondotti alla categoria dei contratti derivati non prevedono forme di regolamento a mezzo di pagamenti di differenziali. Fra questi, ad esempio, i derivati che presentano la struttura dell'opzione, ma anche taluni “*derivati merceologici*” nei quali una parte, a fronte del pagamento di un premio da parte dell'altro contraente, si impegna ad effettuare una prestazione in caso di “*andamento climatico 'sfavorevole'* ”. Cfr. E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 559.

<sup>(31)</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 16 e ss. Cfr. anche U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, cit., p. 4.

Pare infatti che non possa avere incidenza sull'oggetto del contratto o, comunque, sulla sua struttura, la circostanza che le parti si propongano come fine dell'operazione il percepimento di un differenziale. Ciò, eventualmente, potrebbe rilevare sotto il diverso profilo della funzione concreta del negozio, ovvero dei motivi. Diversamente opinando si potrebbe per assurdo giungere a uno stravolgimento dell'oggetto e della qualificazione di una compravendita solo perché stipulata a termine e per finalità di pura speculazione di entrambe le parti.

Sulla scorta di quanto considerato, parrebbe più corretto identificare l'oggetto di un contratto di *swap* nei singoli flussi di pagamento, oltre che nei dispositivi contrattuali che li determinano.

La clausola che prevede il pagamento del differenziale (c.d. *netting clause*), lungi dal costituire l'elemento distintivo dei contratti derivati, parrebbe invece consistere in un patto, eventuale ed accessorio (anche se *naturale negotii*), con cui le parti disciplinano i termini e le condizioni per la compensazione delle reciproche obbligazioni sorte in corso di rapporto <sup>(32)</sup>. Ciò, in modo non dissimile da quanto avviene, ad esempio, nell'ambito di un normale rapporto di conto corrente o in una relazione fra imprenditori o professionisti che si forniscano vicendevolmente beni o servizi.

---

<sup>(32)</sup> In senso analogo anche L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit., p. 842 e ss., il quale tuttavia utilizza l'argomento per giungere alla opposta conclusione secondo cui non è possibile ricondurre il *credit default swap* nell'ambito degli strumenti finanziari (p. 844). *Contra* invece A. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Le società*, 6/2016, p. 709 e, in particolare, nota 1.

E del resto nel caso – astrattamente possibile, anche se assai improbabile – in cui gli importi reciprocamente dovuti dalle parti di uno *swap* si equivalgano, il mancato pagamento (e dunque l'inesistenza) del differenziale non varrebbe certo a inficiare la validità del contratto sotto il profilo della mancanza o dell'impossibilità dell'oggetto.

## **2. Sulla nozione e sulla funzione socialmente tipica dei contratti derivati di credito.**

Se dunque fra derivati finanziari e derivati sul credito esistono evidenti punti di contatto sia di ordine lessicale, sia strutturale, sia di regolamento tali da legittimare (e rendere utile per l'interprete) l'adozione della comune denominazione di “contratti derivati”, non di meno pare che le radicali differenze di ordine funzionale fra le categorie in esame rendano parimenti conveniente - non solo a fini descrittivi – l'utilizzo della più circoscritta espressione “contratti derivati di credito”.

I derivati creditizi sono infatti “tipicamente” intesi a soddisfare esigenze di protezione da un rischio di credito e, come tali, presentano una funzione di matrice assicurativa<sup>(33)</sup> (o quanto meno di copertura da un rischio), piuttosto che strettamente finanziaria o di investimento.

---

<sup>(33)</sup> Cfr. fra gli altri E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 216 e F. BOCHICCHIO, *Le antinomie del diritto dei derivati*, cit., p. 9.

Tale dato parrebbe essere noto agli operatori dei mercati finanziari <sup>(34)</sup> ed è stato confortato dalla Banca D'Italia <sup>(35)</sup>, oltre che dalla Consob <sup>(36)</sup>. Esso si riflette del resto nella stessa terminologia negoziale che, come anticipato, si riferisce comunemente ai contraenti con gli appellativi di acquirente e venditore di protezione.

La questione è peraltro discussa.

Se è certamente vero che i formulari negoziali dei derivati di credito sono stati pensati e scritti avendo in mente l'anzidetta funzione di protezione da un rischio di credito, nella prassi internazionale tali strumenti sono stati presto utilizzati anche in assenza di una reale posizione di rischio in capo al *protection buyer*, ossia per finalità meramente speculative <sup>(37)</sup> di entrambe le parti <sup>(38)</sup> (c.d. *credit derivative naked*).

Da un punto di vista strutturale, il fenomeno in esame presenta evidenti analogie con quello del *negozio indiretto*, dal quale peraltro si differenzia in quanto gli

---

<sup>(34)</sup> Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., il quale richiama la seguente definizione riportata nella pagina Finanza e Mercati del *Sole 24 ore* nella legenda della tabella "Credit Default Swap", ove sono indicati i rating di credito di vari soggetti: "I credit default swap sono contratti con cui un soggetto, a fronte di pagamenti a favore della controparte, si protegge dal rischio di credito associato a un determinato sottostante".

<sup>(35)</sup> Cfr. la Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005, p. 22, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>(36)</sup> Si veda, con particolare riferimento al *credit default swap*, il quaderno di educazione finanziaria a cura di CONSOB, *I principali prodotti derivati, elementi informativi di base*, cit., p. 19 e ss.

<sup>(37)</sup> Il discorso sembra potersi estendere, in termini generali, agli strumenti derivati speculativi. Cfr. M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, I, L' "azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contratto e Impresa* 3/2014, p. 581.

<sup>(38)</sup> Il fine speculativo caratterizza di regola la posizione del venditore di protezione anche nei CDS con funzione di copertura.

strumenti utilizzati (ossia i derivati di credito e i *credit default swap* in particolare), pur socialmente identificabili e richiamati dal Legislatore, non sono riconducibili a un tipo legale, ma bensì sociale <sup>(39)</sup>.

Secondo un'autorevole dottrina, la natura atipica del contratto non osterebbe peraltro alla configurabilità del negozio indiretto <sup>(40)</sup>. Ciò considerato, si ritiene ad ogni modo che il richiamo a tale figura dottrinarica, pur utile per la descrizione del fenomeno dei CDS c.d. *naked*, non sia di per sé decisivo ai fini di un vaglio di validità della fattispecie, stante l'assenza di una concezione condivisa del contratto indiretto e, comunque, gli scarsi e controversi rilievi applicativi <sup>(41)</sup>, quasi sempre bisognosi di un contestuale richiamo dell'interprete alla più duttile costruzione della *frode alla legge*.

Resta comunque il fatto che uno schema negoziale confezionato per perseguire esigenze di copertura da un rischio, che venga all'opposto utilizzato *in modo indiretto* per consentire al "nominale" acquirente di protezione di conseguire un profitto nel

---

<sup>(39)</sup> Cfr. il commento a Tribunale di Milano, 27 marzo 2000 di E. GIRINO, *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, in *I contratti*, 2000, p. 786 e ss., il quale, sulla scorta dell'assunto che i contratti derivati – pur non essendo contratti tipici – corrispondano a formule socialmente tipizzate, ritiene “*astrattamente possibile l'evocazione della fattispecie del negozio indiretto anche con riferimento a stipulazioni finalizzate al conseguimento del risultato tipico di un negozio derivato*”. La rilevanza anche sociale del tipo sembra inoltre rendere possibile evocare la fattispecie del contratto indiretto nella diversa ipotesi in cui *indiretto* sia l'uso di una fattispecie socialmente tipizzata, nella specie il contratto derivato di credito.

<sup>(40)</sup> R. SACCO, in R. SACCO – G. DE NOVA, *Obbligazioni e contratti – II*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. RESCIGNO, III ed., Vol. 10, p. 284.

<sup>(41)</sup> Se si eccettuano infatti le frequenti applicazioni in materia di diritto tributario, la figura del contratto indiretto è stata per lo più usata dalla giurisprudenza con riferimento ai casi di scuola della società di comodo, della donazione indiretta e della vendita a scopo di garanzia.

caso in cui si verifici il “rischio” <sup>(42)</sup> contrattualizzato, avrebbe dovuto destare fin da subito gravi sospetti nell’interprete. Ma così non è stato.

### **3. Sulla dubbia meritevolezza di tutela dei *credit default swap* speculativi per contrarietà ai principi dell’ordine pubblico economico interno.**

La prassi della stipulazione dei *CDS naked*, solo di recente oggetto di condivisibili critiche <sup>(43)</sup>, è stata inizialmente avallata dalla dottrina maggioritaria <sup>(44)</sup> la quale, in realtà, non sembra talvolta neppure essersi posta il problema di verificare la compatibilità di tali peculiari strumenti con i principi dell’ordine pubblico e con le

---

<sup>(42)</sup> L’utilizzo del termine “rischio” rappresenta una *misrepresentation* atteso che tale nozione “*si polarizza sul duplice concetto di i) evento indipendente dalla volontà delle parti ii) che può recare pregiudizio economico ad una di esse*”, mentre invece nel caso dei derivati speculativi difettano entrambi tali condizioni. Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 16 e ss.

<sup>(43)</sup> Particolarmente critico su tale prassi F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 7 e ss.

Per una più generale critica ai derivati speculativi (finanziari e di credito) si vedano invece i recenti saggi di M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, I*, cit., p. 571 e ss.; ID., *I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche*, in *Contratto e Impresa* 4-5/2014, p. 881 e ss.;

<sup>(44)</sup> Cfr. *inter alia* E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 9 e s.; F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 61; L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit., p. 839 e ss.; C. RUCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in *Giur. comm.*, fasc. 3-2012, p. 376/I; A. BERARDI, *Credit derivatives: nuovi strumenti per la gestione del rischio di credito*, cit., 5 e s.

norme imperative vigenti nel nostro ordinamento <sup>(45)</sup>, dandone per scontata la validità sulla base di una supposta idoneità a contribuire in modo razionale alla formazione dei prezzi (c.d. *pricing*) dei rischi di credito <sup>(46)</sup> e, più in generale, al miglioramento dell'efficienza o all'aumento della liquidità dei mercati finanziari <sup>(47)</sup>.

Questo iniziale avallo pare potersi spiegare sulla scorta di un'eccessiva valorizzazione dei pur numerosi elementi di contatto riscontrabili fra derivati di credito e derivati finanziari in senso stretto, che sembra avere indotto tale dottrina a non distinguere le due categorie di strumenti <sup>(48)</sup>, convalidando le prassi in essere sui mercati finanziari non solo italiani.

I derivati di credito, seguendo questa impostazione, differirebbero dagli altri derivati finanziari (e, dagli IRS e *currency swap* in particolare) essenzialmente per il fatto di avere quale particolare sottostante un rischio di credito e non altre attività, quali ad esempio tassi o valute.

Simili opinioni si fondano perlopiù sul presupposto (*rectius* sul postulato) che l'elemento caratterizzante dei contratti derivati di credito non sarebbe più tanto il *trasferimento* di un rischio di credito esistente nella sfera patrimoniale dell'acquirente

---

<sup>(45)</sup> Si confrontino in argomento gli interventi di G. B. PORTALE di G. DE NOVA, in *Trascrizione del dibattito "Quale futuro per i derivati finanziari"*, tenutosi il giorno 11 novembre 2010 presso Borsa Italiana S.p.A. in concomitanza con la pubblicazione della II edizione del volume di E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.

<sup>(46)</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 564 e ss.

<sup>(47)</sup> F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 25. Su analoghe posizioni anche D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contratto e impresa*, 4-5, 2014, p. 837.

<sup>(48)</sup> In senso critico rispetto a tale equiparazione E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 209.

di protezione quanto invece - in termini più generali e in analogia con i derivati finanziari - la *mera negoziazione* (o *assunzione*) di un rischio <sup>(49)</sup> il quale, in ipotesi, potrebbe anche essere del tutto estraneo ai contraenti e creato “artificialmente” per finalità di speculazione di entrambe le parti.

In quest’ottica i contratti derivati di credito, come ogni derivato finanziario, non sarebbero altro che strumenti negoziali, in un certo qual senso *astratti* <sup>(50)</sup>, con i quali si dà un prezzo a un rischio, nella specie a un rischio di credito <sup>(51)</sup>. Nessuna rilevanza causale avrebbero invece le concrete finalità perseguite dai contraenti - protezione, speculazione o arbitraggio economico <sup>(52)</sup> - le quali, seguendo una simile

---

<sup>(49)</sup> La mera negoziazione (e non il trasferimento) del rischio di credito caratterizza la definizione di derivato creditizio contenuta nella recente *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati* (Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia Luigi Federico Signorini), Commissione VI Finanze, Camera dei Deputati, 15 giugno 2015, p. 3: “*I derivati di credito (come i Credit Default Swap, CDS) consentono di negoziare il rischio di insolvenza associato a determinate attività finanziarie*”. Di “*assunzione*” del rischio parla invece F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 62. *Contra* V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, cit., p. 51: “*Il presupposto di questi contratti derivati è l’esistenza di un debitore che presenta un certo rischio di credito*”.

<sup>(50)</sup> Ossia nel senso che si tratterebbe di strumenti contrattuali giuridici caratterizzati da un’intrinseca ambiguità funzionale (c.d. *contratti con causa variabile*) che, a seconda delle circostanze, possono essere utilizzati per finalità di *hedging*, *trading* o arbitraggio, senza che ciò abbia alcuna incidenza sulla causa del contratto. L’astrattezza dei contratti derivati – in modo analogo che per le garanzie personali - viene tuttavia anche intesa nei più generici termini di *autonomia* del contratto derivato rispetto alle attività sottostanti.

<sup>(51)</sup> Si vedano fra gli altri: E. BARCELONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 6 e F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 61.

<sup>(52)</sup> Con il termine *arbitraggio* (o *arbitrage*) si indica un’operazione economica con cui un soggetto pone contemporaneamente in essere due distinte operazioni su derivati in diversi

impostazione, risulterebbero implicitamente degradate a motivi del negozio <sup>(53)</sup>, come tali di regola irrilevanti ai fini di un vaglio della validità della fattispecie <sup>(54)</sup>.

Parte di tale dottrina, prendendo spunto dall'equiparazione legislativa post MIFID dei derivati di credito agli strumenti derivati finanziari, si è spinta anche oltre,

---

mercati finanziari con altrettante controparti, sfruttando le relative differenze di prezzi e ottenendo così un profitto senza esporsi al rischio legato all'evoluzione dell'attività sottostante. La forma più semplice e più diffusa di arbitraggio consiste nell'acquisto o nella vendita di un derivato su un mercato e in una speculare operazione di segno opposto sullo stesso derivato (o su analogo derivato con lo stesso *payout*) in un altro mercato. Cfr. [www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/arbitraggio.htm](http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/arbitraggio.htm).

Se da un punto di vista macroeconomico simili operazioni si caratterizzano per favorire un allineamento dei prezzi sui diversi mercati, con indubbi effetti positivi sul sistema, in un'ottica (concreta) più propriamente giuridico-causale le finalità di arbitraggio economico perseguite con un contratto derivato non parrebbero differire nella sostanza da quelle proprie di ogni operazione speculativa (ossia conseguire un profitto), anche se, nel caso di arbitraggio, l'operatore non assume il rischio legato all'evoluzione dell'attività sottostante (speculazione in senso stretto), ma si addossa i soli costi di transazione, oltre naturalmente agli eventuali rischi legali e di controparte.

<sup>(53)</sup> Fra gli altri D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 618 e s. sostiene che “*l'intento dell'investitore, sia esso speculativo, di copertura o di arbitraggio*” debba essere relegato fra i motivi del contratto derivato. *Contra* tuttavia M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, I, cit. p. 583 e ss., il quale critica in modo analitico e argomentato l'ammissibilità nel nostro ordinamento di contratti derivati (finanziari o di credito che siano) che abbiano causa diversa da quella di protezione da un rischio. In particolare l'autore in questione evidenzia come i derivati meramente speculativi realizzino trasferimenti della ricchezza che non parrebbero rispondere alla logica del mercato e alla razionalità dello scambio che le è propria.

<sup>(54)</sup> Il nostro Legislatore ha peraltro da tempo inteso limitare, mediante plurimi interventi normativi, l'operatività in derivati delle Pubbliche Amministrazioni al perseguimento di finalità di protezione da un rischio. Cfr. in particolare: art. 1, comma 736 L. 27 dicembre 2006, n. 296; art. 3 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389 attuativo dell'art. 41 comma 1 L. 28 dicembre 2001, n. 448; D.L. 25 maggio 1996, n. 287 e D.M. 5 luglio 1996, n. 420.

sostenendo che la “*non necessità che il rischio che ne è oggetto inerisca alla sfera giuridica dell’uno o dell’altro contraente*” sarebbe una delle caratteristiche essenziali di ogni “*strumento finanziario derivato*” ex art. 1, comma 2 T.U.F. (ivi compresi, dunque, i derivati di credito di cui alla lett. h) e che tale elemento varrebbe “*a differenziare radicalmente l’istituto in esame rispetto alle altre figure contrattuali che, tipicamente, hanno ad oggetto la negoziazione di un rischio: fideiussione e assicurazione*”<sup>(55)</sup>.

L’opinione in esame non sembra peraltro condivisibile se non altro, in primo luogo, per ragioni di ordine logico. Essa pretende infatti di distinguere i derivati di credito da altre tipologie contrattuali attraverso l’individuazione di un *non requisito* (la “*non necessità che il rischio ...*”); ciò che non pare conforme alle regole della sintassi giuridica.

L’individuazione di tale *preteso essenziale negotii* non viene inoltre supportata da alcun dato normativo, ma si risolve in una mera petizione di principio, volta a convalidare in modo aprioristico e assolutamente acritico la discutibile prassi della stipulazione dei CDS *naked* e dei derivati di credito speculativi più in generale.

L’atteggiamento alla base di questa opinione<sup>(56)</sup> parrebbe essere quello, denunciato di recente dalla dottrina civilistica<sup>(57)</sup>, di non porsi il problema della

---

(<sup>55</sup>) E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 560. Cfr. anche U. PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Rivista di diritto bancario*, ottobre 2012, p. 6 e F. CAPUTO NASETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 61.

(<sup>56</sup>) L’autore in questione ha tuttavia rivisto la propria posizione in un successivo saggio, nel quale mette in luce la criticità dei derivati speculativi sotto il profilo causale, in quanto sarebbero del tutto inidonei a contribuire in modo razionale alla formazione del prezzo di mercato delle attività sottostanti: “*se un contratto produce, sì, un prezzo di mercato, ma*

compatibilità del modello *alieno* con i principi di ordine pubblico e con le norme imperative dell'ordinamento interno (<sup>58</sup>).

Ciò, nel caso di specie, parrebbe trasparire in modo evidente nel momento in cui la trattazione in questione prosegue così motivando la differenza fra *credit derivatives* e altri contratti, quali l'assicurazione e la fideiussione: “*In queste ultime, infatti, il rischio (nel primo caso: rischio di credito; nel secondo caso: rischio di sinistro) fa parte del patrimonio del contraente già anteriormente alla stipula del contratto, sì da costituirne il necessario fondamento logico-giuridico. Al contrario, nel mondo degli «strumenti finanziari derivati», è ben possibile, ed è anzi normale, che – si badi bene – il contraente che negozia il rischio non ne sia affatto titolare ...*” (<sup>59</sup>).

---

*produce un prezzo di mercato del tutto irrazionale (domanda illimitata e sganciata dal bisogno dato, offerta di protezione svincolata da paradigmi vincolistici diretti alla formazione di prezzi adeguati), quel contratto non può che risultare immeritevole di protezione, in quanto privo di causa*”. Così E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 127.

(<sup>57</sup>) Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 12 e s. Si veda inoltre l'intervento di G. DE NOVA, in *Trascrizione del dibattito “Quale futuro per i derivati finanziari”*, cit.

(<sup>58</sup>) Anche nel caso in cui la legge applicabile sia quella di un altro ordinamento, qualora sussista la competenza giurisdizionale del giudice italiano, questi sarà sempre tenuto ad applicare i principi dell'ordine pubblico internazionale e le norme di applicazione necessaria dell'ordinamento interno. Cfr. G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., p. 104.

(<sup>59</sup>) E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 560. Sottolineatura dello scrivente.

Sembrerebbe infatti, seguendo una simile impostazione, che spetti alla prassi dettare le regole e non all'interprete valutare la prassi alla luce del diritto <sup>(60)</sup>.

Parimenti prive di argomentazione appaiono le analoghe conclusioni raggiunte da altra dottrina che sostiene la validità dei derivati di credito con funzione speculativa: *“l'esistenza [...] di un rischio da eliminare in capo al promissario non è necessaria e non fa parte – come detto – della fattispecie contrattuale. Il promissario, infatti, può concludere il credit default swap al solo fine di lucro.*

*Questo aspetto è molto importante in quanto distingue la fattispecie in esame dal contratto di assicurazione contro i danni, il quale è nullo se, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art. 1904 c.c.)”* <sup>(61)</sup>.

Simili posizioni sembrano porsi in contrasto con lo stesso dato normativo da cui prendono le mosse, ossia con la rimodellata definizione normativa di strumento finanziario di cui al vigente art. 1, comma 2 T.U.F., la quale si riferisce ai derivati creditizi indicandoli come *“strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito”*; con ciò risolvendo in termini positivi la questione della meritevolezza della causa (in astratto) degli strumenti in questione solo in presenza di un rischio da trasferire (cfr. *infra* Capitolo II, §.1.).

---

<sup>(60)</sup> Ciò, quando invece *“La stessa larghissima diffusione dei contratti derivati nella prassi, costituisce il miglior argomento per escludere qualsiasi prospettiva che attribuisca alla prassi un ruolo gerarchico superiore alla legge (arg. Anche ex art. 23, comma 2, T.U.F.)”*. Cfr. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 4/2016, p. 1101. Cfr. anche Cass. civ. 3 aprile 2014, n. 7776, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 12.

<sup>(61)</sup> F. CAPUTO NASETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 61 e s.

Ma ciò che appare più significativo, come di recente messo in luce da un'attenta dottrina <sup>(62)</sup>, è l'evidente contrasto dei derivati di credito speculativi con alcuni principi dell'ordine pubblico economico interno posti a presidio della circolazione della ricchezza.

### **3.1. Il principio indennitario.**

I derivati di credito speculativi contrastano in primo luogo con il *principio indennitario*, in base al quale non è consentito a un soggetto di accrescere il proprio patrimonio per effetto del verificarsi di un rischio per il quale abbia ottenuto negozialmente protezione.

Che si tratti di un principio di ordine pubblico <sup>(63)</sup> è circostanza che parrebbe potersi desumere dalla portata transtipica che esso assume nella sistematica del Codice civile, visto che ad esso si ispirano numerose norme appartenenti ai due principali paradigmi contrattuali che consentono a un soggetto di garantirsi contro un rischio economico: l'assicurazione (cfr. in particolare gli artt. 1905, 1908, comma 1, 1910, comma 3 e 1916 cod. civ.) e la fideiussione (cfr. art. 1941 cod. civ.).

Con particolare riguardo al rischio di credito (e, più in generale, di adempimento), il principio indennitario parrebbe inoltre spiegare la propria efficacia

---

<sup>(62)</sup> F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 14 e ss.

<sup>(63)</sup> Cfr. *inter alia* G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto civile e commerciale diretto da Cicu e Messineo*, Milano, 1973, I, p. 77 e ss.

nell'ambito dei negozi atipici <sup>(64)</sup>. Anche la conclamata astrattezza del *contratto autonomo di garanzia* dal rapporto fondamentale certo non consente alla parte garantita di ottenere più indennizzi in relazione al medesimo inadempimento. E l'eventuale nullità del contratto di base, seppur di regola non possa essere eccepita dal garante, espone pur sempre il beneficiario all'azione di rivalsa del debitore.

Certamente tale principio può subire delle limitazioni ad opera delle parti, specie al di fuori dei tipi legali <sup>(65)</sup>, ma non pare che un simile esercizio di autonomia possa giungere fino al punto di poterne prescindere completamente nell'ambito di una *complessiva operazione economica* <sup>(66)</sup>.

E così i contraenti possono certamente derogarvi, ad esempio con la pattuizione di una clausola penale. Ma questa potrà essere poi ricondotta ad equità dal giudice *ex art. 1384 cod. civ.* se l'obbligazione è stata in parte eseguita dal debitore, ovvero se essa è scopertamente eccessiva avuto riguardo all'interesse del creditore

---

<sup>(64)</sup> Quali si ritiene siano i contratti derivati, ivi compresi quelli, nominati dal Legislatore, che abbiano per oggetto il *trasferimento* di un rischio di credito e, quindi, funzione di protezione da un rischio preesistente.

<sup>(65)</sup> Non invece in materia di assicurazione contro i danni, ove il principio indennitario si presenta nella sua pienezza. Cfr. G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 70 e ss.

<sup>(66)</sup> In merito alla rilevanza giuridica del concetto di *operazione economica* si rimanda a E. GABRIELLI, *Il contratto e l'operazione economica*, in AA. V.V., *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Napoli, 2008, Vol. III, p. 755 e ss. (pubblicato anche in [www.judicium.it](http://www.judicium.it)): “È invece rilevante cogliere il senso più profondo del discorso che si va svolgendo: l'idea che, al di là dello schema formale del tipo, il contratto è operazione economica.

*L'operazione economica, quale schema strutturalmente unitario, è infatti espressiva anche sul piano nominalistico di un assetto globale di interessi e rappresenta uno strumento concettuale metodologicamente utile, sia per indicare ed indagare fattispecie sul piano strutturale particolarmente complesse; sia per individuare, ed applicare, un piano di disciplina più articolato e più ricco di quello dettato dal singolo tipo legale”.*

all'adempimento. Il che si ritiene costituisca appunto una manifestazione del principio in esame.

Allo stesso modo, ancora nell'ambito dei contratti atipici di garanzia, una legittima compressione del principio indennitario, parrebbe in concreto potersi realizzare nell'ambito della stipulazione di un *performance bond*. Ciò, si ritiene, non solo per via dell'imprescindibile ampia discrezionalità connessa alla valutazione prognostica del danno che potrebbe conseguire all'inadempimento dell'obbligazione garantita, ma anche e soprattutto in considerazione della diversa natura e importanza che la violazione del *contratto base* potrebbe in concreto assumere.

Si pensi all'ipotesi, peraltro non rara, del pagamento di un indennizzo convenuto dalle parti in misura fissa a fronte di un inadempimento del contratto sottostante solo parziale o comunque di scarsa rilevanza per lo stesso creditore.

In simili evenienze non sarebbe peraltro di regola possibile per il garante (professionista bancario o assicurativo e comunque soggetto dotato di strumenti idonei per la commisurazione dell'indennizzo) opporsi al pagamento della garanzia <sup>(67)</sup>, anche perché sarebbero altrimenti frustrate le meritevoli esigenze di natura quasi cauzionale che lo strumento persegue e, con esse, la credibilità e l'affidabilità del sistema finanziario e assicurativo.

Ciò non di meno pare che il principio indennitario possa comunque avere rilievo nell'economia complessiva dell'operazione economica (anche se non del

---

<sup>(67)</sup> Salvo ovviamente che nelle ipotesi, ampiamente esemplificate dalla dottrina e dalla giurisprudenza, in cui ricorrano le condizioni perché il garante o il debitore principale possano legittimamente opporre al beneficiario della garanzia autonoma la c.d. *exceptio doli generalis*. Il problema è tuttavia altro rispetto a quello, eminentemente *valutativo*, che attiene alla determinazione dell'indennizzo e alla sua comparazione con l'entità del danno.

singolo negozio) e che le relative ragioni che presidiano alla circolazione delle ricchezze debbano in definitiva contemperarsi con le esigenze di immediata e pronta liquidazione del danno del beneficiario della garanzia <sup>(68)</sup>.

Non si intravedono in simili evenienze validi motivi per negare al debitore ordinante, che abbia riversato al garante l'importo pagato al creditore <sup>(69)</sup>, di agire nei confronti di quest'ultimo per ottenere una somma di denaro che compensi l'ingiustificato arricchimento conseguito dal beneficiario. Ciò, invero, a prescindere da un'eventuale responsabilità del garante nel pagamento della garanzia che, in ipotesi, potrebbe anche non sussistere.

La carenza di giustificazione dell'arricchimento, nel caso in esame, sembrerebbe derivare dalla sua manifesta eccessività avuto riguardo all'interesse del beneficiario della garanzia alla sicurezza e celerità del credito.

A sostegno di una simile soluzione parrebbe soccorrere l'evidente similitudine funzionale riscontrabile fra i *performance bond* e le clausole penali, le quali pure fanno fronte a esigenze di economia processuale e di sicurezza del credito risarcitorio e consentono di limitare il principio indennitario, ma non di prescindere del tutto nel complessivo assetto economico dell'operazione.

La breve digressione svolta sui contratti autonomi di garanzia, diretta a confermare la portata generale e, quindi, l'indubbia rilevanza per l'ordine pubblico del principio indennitario può forse suggerire all'interprete che, anche nel campo dei

---

<sup>(68)</sup> Cfr. da ultima Cass. civ. n. 18995/2016, pubblicata il 27 settembre 2016, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>(69)</sup> La Suprema Corte ha di recente confermato l'orientamento giurisprudenziale tradizionale in base al quale il debitore può agire nei confronti del beneficiario solo dopo aver subito la rivalsa da parte del garante. Cfr. Cass. civ. n. 18995/2016, cit.

derivati di credito, tale principio possa essere limitato ma non del tutto sacrificato, come invece avverrebbe nel caso in cui fosse consentito a un *protection buyer* di ottenere innumerevoli protezioni a fronte di un medesimo rischio di credito.

Alla luce di tale principio fondante del nostro ordinamento andrebbero poi anche valutate le clausole di un derivato di credito che consentano al *protection buyer* di ottenere prestazioni dalla controparte in conseguenza di eventi di credito diversi dall'insolvenza vera e propria, quali il declassamento della *reference obligation* (c.d. *downgrading*), ovvero i casi di *repudiation/moratorium* <sup>(70)</sup> o di *restructuring* <sup>(71)</sup>. E la valutazione giuridica non potrà in tali casi prescindere dall'analisi – ovviamente in termini probabilistici - dei possibili scenari di arricchimento desumibili dalle formule contrattuali e, quindi, da una valutazione anche economica della fattispecie, trattandosi pur sempre di un giudizio di manifesta eccessività (cfr. *infra* Capitolo II, §.4.).

### **3.2. Sulla necessaria inerenza del rischio al soggetto acquirente della protezione.**

Del tutto inconciliabile con la stipulazione dei CDS *naked* appare poi il principio della *necessaria inerenza del rischio* al soggetto acquirente della protezione,

---

<sup>(70)</sup> Si tratta, in estrema sintesi, dei casi in cui la *reference entity* o un'autorità governativa contestino la validità o comunque neghino efficacia alla *relevant obligation*.

<sup>(71)</sup> L'ipotesi di *restructuring* si riferisce a quegli eventi determinati da accordi fra la *reference entity* – o un'autorità pubblica – e gli obbligazionisti che rendono in qualche modo meno convenienti per questi ultimi i termini della *relevant obligation*, come ad esempio nel caso in cui le parti si accordino per uno stralcio di parte del capitale o degli interessi, ovvero per una dilazione dei termini di pagamento inizialmente previsti.

strettamente connesso con (se non riconducibile a) quello indennitario e anch'esso espresso nel nostro ordinamento positivo da alcune norme del Codice civile in materia di assicurazione e di fideiussione (cfr. artt. 1882, 1904 e 1936, comma 1 cod civ.).

Tale principio risponde all'esigenza di impedire che, mediante la stipulazione di un contratto assicurativo o di garanzia, sia data al soggetto che acquisisce protezione *“la possibilità di conseguire una prestazione tale da estinguere il suo interesse alla conservazione del bene o da determinare addirittura un suo interesse al sinistro”* <sup>(72)</sup>.

Come non è di regola consentito al contraente di ottenere dalla controparte un'utilità economica eccedente rispetto al danno sofferto a seguito della verifica del rischio, allo stesso modo il nostro ordinamento gli inibisce di ottenere una *“protezione”* - e, potenzialmente, un arricchimento (senza danno) - in relazione a un rischio di credito o di adempimento che sia estraneo alla propria sfera patrimoniale <sup>(73)</sup>.

A differenza del principio indennitario (in senso stretto), quello della necessaria inerenza del rischio non parrebbe suscettivo di alcuna limitazione ad opera

---

<sup>(72)</sup> Così G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 78, con particolare riferimento al contratto di assicurazione.

<sup>(73)</sup> Cfr. fra gli altri R. CAVALLO BORGIA, in *Responsabilità e assicurazione*, a cura di R. CAVALLO BORGIA, in *Trattato della responsabilità civile diretto da M. Franzoni*, II ed., Milano, 2007, p. 27 e G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 70 e ss., il quale mette in luce come in materia di assicurazione contro i danni *“il concetto di rischio è strettamente legato al concetto di «interesse» nel senso che il rischio consiste, appunto, nella possibilità della lesione di un interesse: vale a dire, con più diretto riferimento al testo dell'art. 1904, nella possibilità di subire un danno”*.

dell'autonomia privata. Ciò, almeno, quando si tratti di un rischio di danno o di adempimento <sup>(74)</sup>.

Nel contratto di assicurazione l'inesistenza del rischio – inteso come rischio proprio del beneficiario della protezione *ex art. 1904 cod. civ.* <sup>(75)</sup> – “*nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio*” <sup>(76)</sup> determina la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1895 cod. civ. E la dottrina, con argomentazioni condivisibili, riconduce tale sanzione alla mancanza di causa *ex art. 1325, n. 2 cod. civ.* <sup>(77)</sup>.

Anche nell'ambito dei contratti autonomi di garanzia, l'effettiva e dichiarata <sup>(78)</sup> posizione di creditore del beneficiario (nel momento in cui il contratto spiega i suoi effetti) è comunemente considerata una condizione necessaria per la validità della

---

<sup>(74)</sup> Una limitazione di tale principio può invece riscontrarsi nel caso delle assicurazioni sulla vita di un terzo (cfr. in argomento G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 90 e ss.), la cui validità è pur sempre sottoposta al consenso del terzo (art. 1919 cod. civ.) e la cui meritevolezza di tutela sembrerebbe giustificarsi in considerazione della funzione di natura previdenziale (e comunque non meramente speculativa) che lo strumento riveste.

<sup>(75)</sup> Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 15;

<sup>(76)</sup> Il contratto potrebbe infatti essere validamente stipulato in relazione a un interesse dell'assicurato futuro e, in ipotesi, anche solo eventuale, non essendo necessario che rischio ed interesse sussistano al momento della conclusione del contratto. Cfr. G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 73 e s.

<sup>(77)</sup> Così ad esempio F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, Torino, 2015, p. 57.

<sup>(78)</sup> Interessante è il rilievo di M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, I, cit., p. 585: “Assumere ... che un derivato protettivo possa darsi senza enunciare l'effettiva titolarità del rapporto sottostante, e cioè la soggezione del contraente al rischio cui esso offre copertura, non sembrerebbe molto diverso dall'ammettere che si possa dare assicurazione di un sinistro senza enunciarne l'efficacia pregiudizievole per la sfera patrimoniale dell'assicurato”.

fattispecie ( <sup>79</sup> ); con la conseguenza che la garanzia autonoma (rispetto all'obbligazione) si presenta pur sempre come accessoria rispetto all'interesse economico sotteso al rapporto obbligatorio (<sup>80</sup>).

### **3.3. Sulla *necessaria collaborazione* della parte protetta per evitare la verifica del rischio contrattualizzato.**

Altro principio di portata generale desumibile dalla disciplina codicistica dei contratti di assicurazione (cfr. art. 1914 cod. civ.) e di fideiussione (cfr. artt. 1955 e 1956 cod. civ.), strettamente connesso con quello della necessaria inerenza del rischio al soggetto che acquisisce protezione, è quello della *necessaria collaborazione* della parte protetta per evitare la verifica del rischio di danno o di credito oggetto di contratto (o, quanto meno, per contenere i danni che da questa potrebbero conseguire).

Anche tale principio appare difficilmente conciliabile con fattispecie nelle quali, come nei CDS *naked*, il *protection buyer* non è naturalmente portato a cooperare

---

(<sup>79</sup>) Di questo avviso è lo stesso E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 8, nota 13: “*anche per il ‘contratto autonomo di garanzia’ – per il quale non si predica la [...] caratteristica dell’accessorietà (intesa come assenza della facoltà del garante di opporre al creditore le eccezioni che spetterebbero al debitore principale) – condizione di validità è, comunque, la natura di ‘creditore’ del soggetto garantito. Il rischio, insomma, preesiste tanto alla fideiussione in senso proprio, quanto al contratto autonomo di garanzia*”.

(<sup>80</sup>) Si veda *inter alia* Cass. civ., Sez. Un., n. 3947/2010, in *Giur. It.*, 2010, 10, p. 2033. Cfr. anche Cass. civ. n. 25361/2008 in *Obbligazioni e contratti*, 2009, p. 309.

per evitare il rischio, avendo al contrario un evidente interesse alla sua verifica (81), perché solo in tale evenienza la stipulazione del contratto potrà in definitiva risultare per lui vantaggiosa.

In alcuni casi, come ad esempio nelle *credit linked note*, possono essere gli stessi prospetti *standard* adottati dalle parti che consentono all'intermediario – che nella fattispecie assume tipicamente il ruolo di acquirente di “protezione” - di influire sulla verifica dell'evento per il quale abbia ottenuto copertura “*including, without limitation, any action which might give rise to a credit event*” (82).

La validità di simili clausole, in considerazione della loro evidente attitudine a favorire la verifica del rischio di credito, con indubbi effetti “corruttivi” della causa di copertura del contratto derivato di credito, appare tuttavia quanto meno dubbia (83).

Le ipotesi da ultime considerate assumono un rilievo eccezionale nel momento in cui ad acquisire la “protezione” (*recte* “a puntare sul rischio”) siano i grandi investitori internazionali, soggetti altamente qualificati e strutturati che, specie se coordinati fra loro, sono concretamente in grado di influire sulla verifica del

---

(81) Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 15.

(82) Cfr. D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, cit., p. 853 e ss.

(83) Il caso in esame non è del resto molto dissimile da quello della scommessa *contra se*, nella quale il giocatore scommette con un terzo che perderà al gioco e la cui illecità deriva dal fatto che “*se scommette sulla propria sconfitta, il giocatore è interessato a vendere la partita*”. Cfr. D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, cit., p. 853.

rischio di insolvenza non solo di una società quotata emittente, ma anche di uno Stato sovrano.

Il problema, di grande attualità e interesse, ha di recente indotto il Legislatore europeo a introdurre nel Regolamento UE n. 236/2012 <sup>(84)</sup> una norma che consente l'effettuazione di operazioni in CDS su emittenti sovrani solo se esse determinano una posizione "coperta" dell'acquirente di protezione <sup>(85)</sup>.

Tale intervento normativo, che dimostra la consapevolezza del Legislatore europeo del pericolo di abuso dei CDS speculativi, appare peraltro poco comprensibilmente limitato ai derivati su emittenti sovrani. È infatti del tutto evidente che, nel caso di debitori privati, i rischi di abuso di questi strumenti possano essere ancora superiori.

\* o \* o \*

Quanto fin qui considerato sulla portata generale dei principi richiamati lascia presumere che il nostro sistema non guardi con favore il perseguimento di intenti speculativi per mezzo di negozi quali l'assicurazione, la fideiussione, il contratto autonomo di garanzia e, si ritiene, anche i derivati di credito, siano "tipicamente" idonei a consentire la protezione da un rischio di credito.

---

<sup>(84)</sup> Si tratta in particolare del Regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 maggio 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*).

<sup>(85)</sup> Tale restrizione *può* (non *deve*) tuttavia essere temporaneamente sospesa da "un'autorità competente" nel caso in cui questa ritenga "sulla base di motivi oggettivi, che il suo mercato di debito sovrano non funzioni correttamente e che dette restrizioni possano avere un impatto negativo sul mercato dei *credit default swap* su emittenti sovrani, in particolare aumentando il costo del prestito per gli emittenti sovrani o compromettendo la loro capacità di emettere nuovo debito" (art. 14, comma 2 Reg. UE n. 236/2012).

Sembra inoltre che l'ordinamento interno non consenta in generale all'autonomia privata di assumere rischi in relazione a posizioni debitorie esistenti, ma estranee alle sfere dei contraenti. E, ciò, non solo per il concreto rischio di abuso (anche in danno a terzi) dello strumento negoziale – il quale rende conveniente per una delle parti la verifica di un *rischio altrui* - ma anche perché in tal modo si svierebbero le risorse esistenti, naturalmente destinate al finanziamento d'impresa (e, quindi, all'economia reale), verso impieghi di pura speculazione<sup>(86)</sup> la cui unica utilità sistemica, ossia la presunta efficienza a contribuire al *pricing* dei rischi di credito, risulterebbe smentita dai fatti, come confermato anche da una parte della dottrina inizialmente propensa a convalidare i CDS meramente speculativi<sup>(87)</sup>.

La stessa giurisprudenza, seppur incidentalmente nell'ambito di una controversia in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi informativi in relazione a un investimento in obbligazioni Lehman Brothers, ha di recente espresso “*seri dubbi sulla capacità dei CDS di indicare il pericolo di insolvenza dell'emittente soprattutto in periodo di scarsa liquidità dei mercati*”<sup>(88)</sup>.

---

<sup>(86)</sup> Come rilevato da E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, cit., p. 146 i derivati speculativi determinano una “*nefasta ‘interruzione’ del nesso (in linea di principio) virtuoso fra ‘risparmio’ e ‘investimento’, rendendo possibile che quantità potenzialmente illimitate di risparmio vengano ‘intercettate’ dalla ‘casa’ dei venditori/compratori di protezione da rischi ‘astratti’, così precludendone in radice l’afflusso agli impieghi produttivi*”.

<sup>(87)</sup> E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, cit., p. 148 e s.

<sup>(88)</sup> Così Tribunale di Roma, sent. 20420/2015, cit. La decisione in esame ricorda quanto in precedenza già evidenziato dal medesimo Tribunale nella sentenza n. 17553/2010, ossia che “*si tratta pur sempre di strumenti scambiati al di fuori dei mercati regolamentati e privi essi*

---

*stessi di regolamentazione, pesantemente condizionati dalle fasi di espansione o flessione dei mercati, con una fisiologica tendenza a sovrastimare il rischio nelle prime e a sottostimarlo nelle seconde”.* Si veda in argomento anche M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, I, cit., p. 591 e ss., il quale parimenti mette in luce l’inidoneità dei derivati meramente speculativi a contribuire in modo razionale alla formazione dei prezzi.

## Capitolo II

### **PROFILI SISTEMATICI, APPLICATIVI E DI CONTENUTO**

*Sommario:* 1. Sulle principali conseguenze applicative della sussunzione dei derivati di credito nella definizione di *strumento finanziario*. – 2. Sulla dubbia riconducibilità dei derivati di credito al paradigma della scommessa legalmente autorizzata. – 2.1. Critica alla teoria dell'*alea razionale* come oggetto dell'accordo su derivati. – 3. Sulla formazione e sul contenuto dei contratti derivati di credito: la molteplicità delle fonti negoziali. - 4. Sulla determinazione dell'oggetto del derivato di credito: il ruolo del *calculation agent*, fra perizia contrattuale e arbitramento. - 4.1. Sulla determinazione unilaterale dell'oggetto del derivato di credito da parte dell'intermediario finanziario.

#### **1. Sulle principali conseguenze applicative della sussunzione dei derivati di credito nella definizione di *strumento finanziario*.**

Se fino al 2007 era in discussione la stessa meritevolezza di tutela (in astratto) dei derivati di credito, il Legislatore post MIFID ha risolto in senso positivo la questione, facendo rientrare nella rimodellata e analitica definizione di strumento finanziario gli “*strumenti derivati per il trasferimento del rischio del credito*” (art. 1, comma 2, lett. h, D. Lgs. n. 58/1998), con ciò recependo le iniziali istanze degli operatori finanziari e della dottrina maggioritaria.

E difatti, pur difettando nel nostro ordinamento una disciplina organica di tale tipologia negoziale, il solo fatto che tali contratti siano stati nominati dal Legislatore

sembra risolvere definitivamente in termini positivi la questione di meritevolezza posta dall'art. 1322 cod. civ., comma 2<sup>(89)</sup>. La dottrina sul punto appare concorde<sup>(90)</sup>.

Come anticipato in precedenza, si discute peraltro in merito ai limiti della nozione di derivato di credito (cfr. *supra* Capitolo I, §.2.).

Alcuni autori ritengono che il riferito intervento normativo valga, nella sostanza, a convalidare la categoria negoziale così come esistente nella prassi degli intermediari e, dunque, nella sua conclamata ambiguità funzionale<sup>(91)</sup>.

Altri interpreti, valorizzando invece l'espressione letterale usata dal Legislatore ("*trasferimento del rischio di credito*"), ritengono al contrario che il Legislatore abbia inteso circoscrivere la nozione di *credit derivative* a quei contratti che abbiano

---

<sup>(89)</sup> Parte della dottrina sembra tuttavia svalutare la questione di meritevolezza *in astratto* della causa dei derivati finanziari "*per la ragione più profonda che oggi i contratti che rispondono a modelli anglosassoni non passano la dogana se meritevoli, ma sono meritevoli ... in linea di principio, perché una dogana non c'è*". Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 618, il quale peraltro sostiene la necessità di un controllo giudiziale di conformità dello strumento all'ordine pubblico *ex art. 1343 cod. civ. (p. 639)* e, in un successivo contributo, la rilevanza della questione di meritevolezza *in concreto*: "*La categoria comprende numerosi ed eterogenei strumenti finanziari che ... possono contenere, e contengono, di volta in volta, clausole diverse (cfr. art. 1322, comma 1, c.c.), che richiedono, per ciò stesso, che il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti dai contraenti sia condotto caso per caso (cfr. art. 1322, comma 2)*". Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., p. 1096.

<sup>(90)</sup> Fra gli altri G. DE NOVA, in *Trascrizione del dibattito "Quale futuro per i derivati finanziari"*, cit.; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 545 e s. e F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 12 e s.

<sup>(91)</sup> Cfr. *inter alia* E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., p. 9 e s.; F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 61; L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit., p. 839 e ss.; C. RUCCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, cit., p. 376/I.

funzione di protezione, con la conseguenza che i derivati di credito speculativi – innominati, oltre che legalmente atipici - non sarebbero meritevoli di tutela <sup>(92)</sup>.

A sostegno di tale ultima opinione – ferme le considerazioni di ordine pubblico svolte nel precedente capitolo (cfr. *supra* Capitolo I, §§. 3., 3.1., 3.2. e 3.3.) - parrebbe soccorrere anche l'inequivocabile significato tecnico del sintagma “*trasferimento del rischio del credito*”, il quale “*allude ad una vicenda traslativa: la catena di contratti collegati dovrà originare da un soggetto in capo al quale sussista il rischio di credito, che dunque abbia un interesse giuridico all'adempimento dell'obbligazione, che sia, cioè, esposto al rischio dell'inadempimento del debitore rispetto alla cui solvenza chiede ed acquista protezione*” <sup>(93)</sup>.

La ricostruzione in esame risulta inoltre pienamente compatibile con l'opinione in base alla quale l'elencazione dell'art. 1 T.U.F. sarebbe tassativa e, dunque, non soggetta a interpretazione analogica.

Essa non contrasta neppure con la condivisibile affermazione secondo cui gli strumenti derivati elencati nell'art. 1, comma 2 D. Lgs. n. 58/1998 - vista la delega al Ministro dell'economia e delle finanze per l'identificazione di altri possibili contratti derivati di cui al successivo art. 1, comma 2-bis T.U.F. - non sarebbero un numero chiuso. E difatti tale delega risulta espressamente circoscritta alle categorie di derivati di cui alle lettere g) e J) dell'art. 1, comma 2 T.U.F., ossia ad un ambito al quale certamente non sono ascrivibili le fattispecie in esame.

\* \* \*

---

<sup>(92)</sup> Cfr. F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., 54 e s.

<sup>(93)</sup> F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., 54 e s.

La riconduzione dei *credit derivatives* nella definizione legislativa di strumento finanziario, seppure oggetto di forti critiche da una parte della dottrina<sup>(94)</sup>, appare ad ogni modo un dato incontestabile e comporta una serie di rilevanti conseguenze di ordine applicativo<sup>(95)</sup>.

In primo luogo la rilevanza della *riserva di attività* di cui all'art. 18 D. Lgs. n. 58/1998. L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento in strumenti derivati di credito (e in strumenti finanziari più in generale) è infatti riservato alle “*imprese di investimento*” e alle “*banche*”<sup>(96)</sup>.

---

<sup>(94)</sup> Si veda ad esempio la posizione di E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 208 e ss., il quale sostiene che: “*la sussunzione legislativa dei derivati di credito sotto la nozione di derivati finanziari sia stata frutto di una scelta superficiale e improvvida. Superficiale, in quanto l'equiparazione sembra essere avvenuta in modo totalmente acritico, più per effetto di una suggestione nominalistica che in dipendenza di una valutazione approfondita e ragionata. Improvvida, in quanto la sbrigativa assimilazione ha sostanzialmente legittimato gli operatori finanziari all'emissione di strumenti che poco o nulla hanno a che vedere con la finanza derivata e che, tutt'al contrario, introducono nell'ambiente finanziario una componente di operatività di taglio marcatamente assicurativo, disgiunta tuttavia dai presidi patrimoniali e giuridici che di norma assistono e cautelano tale attività*”. Ciò, prosegue l'autore, ha reso di fatto possibile per le imprese bancarie l'assunzione di “*posizioni di rischio tipiche di un'impresa di assicurazione, senza tuttavia esigere (...) che gli emittenti e i negozianti dei cc.dd. derivati creditizi rispettassero determinati requisiti atti ad impedire la crescita incontrollata del rischio insito in tali strumenti*”.

<sup>(95)</sup> Cfr. in argomento anche E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 541 e L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit., p. 841.

<sup>(96)</sup> “*Oltre che alle imprese di investimento ed alle banche, la abilitazione può spettare anche ad altri soggetti, ma nel ristretto ambito di taluni servizi e attività di investimento di volta in volta specificati*”. Cfr. M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. Cicu Messineo Mengoni Schlesinger*, Milano, 2012, p. 393

È proprio sulla base dell'esistenza e della rilevanza economica e sociale della menzionata riserva di attività che si ritiene che l'interpretazione della definizione analitica di strumento finanziario debba avvenire in modo tassativo.

Come rilevato in dottrina, la *ratio* di tale riserva parrebbe poggiare sulla natura *finanziaria* (e non *reale*) del bene negoziato, che renderebbe inefficiente il sistema delle tutele di diritto comune, suggerendo di affidare l'esercizio professionale dei servizi e delle attività di investimento a soggetti sottoposti a un controllo pubblicistico <sup>(97)</sup>, oltre che a una particolare disciplina imperativa dei requisiti soggettivi, dimensionali, patrimoniali di comportamento e dell'organizzazione interna.

Nel caso particolare dei derivati di credito, considerata la loro "tipica" funzione di protezione da un rischio di credito, alcuni autori hanno peraltro avanzato comprensibili perplessità in merito alla scelta del Legislatore di riservare la loro contrattazione alle banche e alle imprese di investimento invece che alle compagnie di assicurazione, visti anche i più efficienti presidi patrimoniali e giuridici che assisterebbero le attività di queste ultime <sup>(98)</sup>.

\* \* \*

Se, in base ad un orientamento ormai consolidato, la violazione della menzionata riserva di attività professionale nei confronti del pubblico <sup>(99)</sup> comporta la

---

<sup>(97)</sup> Si veda E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, in *Banca Borsa Titoli Credito*, 2012, p. 561 e s.

<sup>(98)</sup> Cfr. fra gli altri E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 208 e ss.

<sup>(99)</sup> La dottrina tende invece ad escludere la rilevanza della riserva di attività nei confronti di chi operi professionalmente in strumenti derivati non nei confronti del pubblico, come ad esempio nel caso in cui un soggetto abbia rapporti esclusivamente "con controparti appartenenti al medesimo gruppo societario". Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., p. 13 il quale richiama in particolare l'art. 9,

nullità dell'operazione <sup>(100)</sup>, si discute invece in merito alla validità e alla coercibilità dei contratti derivati stipulati da soggetti che non siano banche, né imprese di investimento, nell'ambito di un'attività che non abbia i requisiti della professionalità.

La questione, che sembra riguardare ipotesi invero residuali <sup>(101)</sup>, è stata di recente proposta dalla dottrina e si presta in astratto a molteplici soluzioni.

L'orientamento forse più diffuso muove dal disposto dell'art. 23, comma 5 T.U.F. e riconduce tali fattispecie al paradigma della scommessa tollerata non proibita, con conseguente applicazione dell'art. 1933 cod. civ. (*Mancanza di azione*) <sup>(102)</sup>.

Tale soluzione presuppone ovviamente che l'interprete qualifichi i contratti derivati alla stregua di convenzioni di scommessa <sup>(103)</sup>; ciò che peraltro si dubita,

---

comma 2, Decreto Ministero dell'economia e finanze 17 febbraio 2009, n. 29, ai sensi del quale: *“non configurano operatività nei confronti del pubblico le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza”*.

<sup>(100)</sup> La nullità in esame parrebbe derivare dalla contrarietà del contratto alla norma penale contenuta nel primo comma dell'art. 166 T.U.F. (*Abusivismo*): *“È punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da lire quattro milioni [euro 2.065] a lire venti milioni [euro 10.329] chiunque, senza esservi abilitato ai sensi del presente decreto: a) svolge servizi o attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio”*. Cfr. Cass. civ. n. 3272 del 7 marzo 2001, in *pluris-cedam.utetgiuridica.it* in tema di intermediario abusivo. Cfr. Cass. civ. n. 5114/2001, in *Corr. Giur.*, n. 8/2001, p. 1062.

<sup>(101)</sup> L'estrema complessità della maggior parte degli strumenti finanziari derivati mal si coniuga infatti con un esercizio non professionale della loro negoziazione.

<sup>(102)</sup> Cfr. in argomento V. V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario, dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, p. 242 e ss.

<sup>(103)</sup> In tal senso, ad esempio, D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., p. 1100: *“Si giustifica agevolmente che la scommessa sia tollerata, e non generi azione, bensì soluti retentio, quand'è marginale dal punto di vista della diffusione sociale e, quindi, dell'inidoneità a generare effetti di carattere macroeconomico. Per esempio, il gioco a carte in famiglia o tra amici o la scommessa*

specie con riferimento ai *credit derivative*, vista anche l'evidente contraddizione esistente fra l'affermata funzione di protezione da un rischio e la causa (*ludica*) propria della scommessa (cfr. *infra* Capitolo II, §.2.)<sup>(104)</sup>.

Secondo un altro orientamento simili contratti sarebbero, almeno in astratto, ammissibili e pienamente vincolanti per le parti. Ad essi non sarebbe tuttavia applicabile la disciplina speciale in materia di intermediazione finanziaria: “*Il loro regime è lasciato alla libertà delle parti nei limiti imposti dalla legge e sono sottoposti alle norme generali dei titoli I e II del libro IV del codice civile*”<sup>(105)</sup>.

Altra dottrina, più cautamente, sostiene invece la piena rilevanza giuridica dei derivati stipulati occasionalmente fra soggetti non intermediari solo se questi siano “*sorretti da una giustificazione causale diversa da quella della mera scommessa, com'è la funzione di copertura del rischio*”. L'esempio fornito a supporto dell'opinione in esame, assai infrequente nella prassi, è quello di un derivato concluso dalle parti per reciproche esigenze di protezione da un determinato rischio<sup>(106)</sup>.

---

*isolata, fra amici, sul risultato della partita di calcio. O un contratto derivato concluso fra privati”.* (sottolineatura dello scrivente). Cfr. anche E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 545 e ss.

<sup>(104)</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere “contratti derivati”* cit., p. 37: “*La scommessa consiste nella promessa (reciproca) di una prestazione patrimoniale fondata non su una causa meritevole di tutela, ma sulla sorte cioè sulla sfortuna altrui e può essere fatta per ragione di gioco (causa ludica) o per ragione di contrasto di opposti pareri: la causa è la sfida. La causa della scommessa comprende anche l'elemento di lucro, ma determinante è che il lucro è messo in palio solo per sfida ...*”.

<sup>(105)</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere “contratti derivati”*, cit., p. 13.

<sup>(106)</sup> Cfr. G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1133 e ss.

Con specifico riferimento ai derivati di credito - e ai CDS in particolare - nessuna delle ricostruzioni sopra riportate sembra peraltro persuadere fino in fondo.

Se da un lato la funzione quasi assicurativa che caratterizza tali contratti rende impensabile un loro assoggettamento al regime previsto per le scommesse comuni, d'altro canto consentire la loro stipulazione al di fuori di qualsiasi controllo da parte di soggetti privi dei requisiti patrimoniali, professionali e organizzativi propri delle banche e delle imprese di investimento comporterebbe per l'acquirente di protezione elevatissimi rischi di controparte, oltre che di abuso.

Sulla base delle ragioni sopra esposte, considerato anche il particolare e delicato settore della protezione dai rischi economici, parrebbe forse preferibile considerare tali fattispecie come tendenzialmente nulle perché non corrispondenti a interessi meritevoli di tutela <sup>(107)</sup>.

\* \* \*

La sussunzione dei *credit derivative* nella definizione legislativa di strumento finanziario comporta inoltre che i relativi contratti negoziati professionalmente dalle banche o dalle imprese di investimento siano sottoposti, oltre che alle norme di diritto comune in materia di contratto e obbligazioni, anche alla disciplina di rango primario e secondario in materia di intermediazione finanziaria.

---

<sup>(107)</sup> In dottrina si è in particolare sostenuto che l'interprete debba “*valutare la meritevolezza dei singoli contratti derivati, (i) nella prospettiva microeconomica del singolo contratto, alla luce dell'esigenza di tutela del singolo investitore ...; (ii) nella prospettiva macroeconomica delle ricadute di sistema*” e che in particolare, in un'ottica microeconomica, “*il singolo contratto derivato è meritevole se per l'investitore il suo carattere essenzialmente pericoloso ... non è eccessivo, visto che l'investitore va tutelato*”. Cfr. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., p. 1101.

Troveranno dunque in particolare applicazione gli obblighi di informazione, comportamento e segnalazione posti a carico dell'intermediario ai sensi dell'art. 21 T.U.F. e degli artt. 39 e seguenti del vigente Regolamento Consob Intermediari n. 16190/2007.

Nei giudizi di risarcimento dei danni subiti dai clienti nell'ambito di servizi di investimento in derivati, spetterà inoltre ai soggetti abilitati la prova di avere agito secondo gli specifici canoni di diligenza richiesti, come previsto dall'art. 23 T.U.F., comma 6 <sup>(108)</sup>.

La stipulazione del singolo derivato di credito dovrà ad ogni modo - almeno di regola <sup>(109)</sup> - essere preceduta dalla sottoscrizione e dalla consegna al cliente di un contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento che soddisfi i requisiti di forma e contenuto previsti dagli artt. 21 T.U.F. e 37 Regolamento Intermediari, pena la nullità derivata delle operazioni poste in essere con l'intermediario <sup>(110)</sup>, che potrà “*essere fatta valere solo dal cliente*” ai sensi dell'art. 23, comma 3 TUF <sup>(111)</sup>.

---

<sup>(108)</sup> Sugli oneri probatori nel giudizio risarcitorio instaurato dal cliente nei confronti dell'intermediario si veda M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 532 e ss.

<sup>(109)</sup> A prescindere dalla stipulazione di un valido contratto quadro di investimento, non sembra infatti potersi negare la validità di un singolo contratto esecutivo che “*contenga tutti i requisiti anche formali prescritti per il contratto di investimento*”. Cfr. M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 485 e ss.

<sup>(110)</sup> Cfr. Tribunale di Rimini, 12 ottobre 2010, in *www.ilcaso.it*. e Corte di Appello di Milano, 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 297 e ss.

<sup>(111)</sup> La nullità in esame sembra ricorrere anche nel caso, diffuso nella prassi giudiziaria, in cui il contratto quadro di investimento sia sottoscritto solo dal cliente e non anche dalla banca. In tal senso si è espressa di recente e a più riprese la Suprema Corte, confermando l'orientamento secondo cui la produzione in giudizio della scrittura da parte del contraente che non l'ha sottoscritta abbia efficacia *ex nunc*, con la conseguenza che la validità delle

La sottoscrizione del contratto quadro d'investimento si renderà necessaria anche nel caso in cui le parti abbiano già sottoscritto l'ISDA *master agreement*, atteso che quest'ultimo non pare soddisfare i requisiti di forma-contenuto di cui all'art. 37 del Regolamento Intermediari <sup>(112)</sup>, la cui mancanza si ritiene pacificamente comporti la medesima sanzione invalidante delle singole operazioni di investimento <sup>(113)</sup>.

\* \* \*

Ai contratti derivati di credito, in quanto *strumenti finanziari derivati*, non si applicherà poi l'eccezione di gioco di cui all'art. 1933 cod. civ., con la conseguenza che, sebbene si tratti di contratti "tipicamente" aleatori <sup>(114)</sup> che potrebbero comportare per le parti perdite non preventivabili, le relative pretese sono legalmente e pienamente coercibili. L'argomento, di rilevante interesse, sarà affrontato nel prossimo paragrafo.

---

single operazioni di investimento resta subordinata alla precedente stipulazione del contratto quadro di investimento. Cfr. Cass. civ. 24 marzo 2016, n. 5919, Cass. civ. 27 aprile 2016, n. 8395, nonché Cass. civ. 11 aprile 2016, tutte pubblicate in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, p. 1110 e ss., con commento di A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*.

<sup>(112)</sup> Analogamente l'art. 30 Reg. Intermediari n. 11522/1998 prevedeva una serie di requisiti di forma-contenuto per i contratti di investimento, la cui mancanza era pacificamente ritenuta causa di nullità delle singole operazioni di investimento. Cfr. *inter alia*: Tribunale di Torino 24 luglio 2008 e Tribunale di Venezia 28 febbraio 2008, entrambe in *www.ilcaso.it* e, in dottrina, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 220 e s. e nota 219.

<sup>(113)</sup> In senso conforme fra gli altri M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 484.

<sup>(114)</sup> Cfr. la sentenza del Tribunale di Napoli n. 11706 del 30 ottobre 2012, in AA. VV., *Strumenti derivati: Obblighi informativi – Qualifica dell'investitore – Irresponsabilità dell'intermediario – Rassegna giurisprudenziale*, a cura della redazione di *Ex Parte Creditoris*, in *www.expartecreditoris.it*.

Se ai fini della presente trattazione queste parrebbero essere queste, in estrema sintesi, le principali conseguenze applicative della sussunzione dei derivati di credito nella nozione di strumento finanziario, la dottrina non ha tuttavia mancato di evidenziarne altre di indubbio rilievo <sup>(115)</sup>.

## **2. Sulla dubbia riconducibilità dei derivati di credito al paradigma della scommessa legalmente autorizzata.**

Gli autori che sostengono la validità (in astratto) dei derivati di credito con mera funzione speculativa argomentano spesso le proprie conclusioni richiamando il disposto di cui all'art. 23, comma 5, D. L. n. 58/1998, in base al quale agli strumenti finanziari derivati e a quelli analoghi di cui all'art. 18 D.L. n. 58/1998 comma 5, lett a) non si applica l'eccezione di gioco di cui all'art. 1933 cod. civ. <sup>(116)</sup>.

In questa prospettiva si afferma che i *credit derivative* con funzione speculativa, come più in generale tutti gli strumenti derivati negoziati *over the counter*, equivarrebbero nella sostanza a una scommessa legalmente autorizzata *ex art.* 1935 cod. civ.: “*la qualificazione dei contratti derivati come scommesse legalmente*

---

<sup>(115)</sup> Sul punto cfr. in particolare E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 545 e ss. (in particolare la nota 4).

<sup>(116)</sup> Cfr. fra gli altri E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, cit., p. 560 e ss. e D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 17.

*autorizzate, sebbene enunciata [n.d.r. dalla giurisprudenza (<sup>117</sup>)] con riferimento all'interest rate swap, verrebbe a catturare alla perfezione l'essenza del credit default swap anche per coloro che tendano – a mio avviso a torto – a ritenere incompatibile la qualificazione in termini di scommessa con i derivati c.d. di copertura” (<sup>118</sup>).*

L'oggetto di tale particolare scommessa sarebbe “*l'alea scientificamente misurata e condivisa, per quantità e qualità, dei contraenti*” (<sup>119</sup>) (c.d. *alea razionale*). I derivati di credito (anche speculativi) sarebbero pertanto in astratto validi sotto il profilo causale e i problemi dell'interprete si incentrerebbero essenzialmente sull'oggetto dell'accordo, oltre che sui possibili profili di contrarietà del contenuto alle norme imperative del diritto interno.

Tali argomenti non sembrano peraltro decisivi nel nostro caso, se non altro in quanto i *derivati di credito speculativi* non sembrano rientrare nella definizione normativa di strumento finanziario derivato richiamata dall'art. 23 T.U.F., comma 5 la quale, come già ricordato, menziona i soli “*strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito*” (cfr. art. 1, comma 2 T.U.F., lettera h).

---

(<sup>117</sup>) Il riferimento è alla sentenza della Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, con commento di M. INDOLFI, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Cfr. anche Tribunale di Milano, 16 giugno 2015, cit.; nonché Corte di Appello di Bologna, 11 marzo 2014, in e Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014, entrambe in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

(<sup>118</sup>) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., p. 4; cfr. anche ID, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 660.

(<sup>119</sup>) D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., p. 17.

In assenza di un espresso riferimento normativo non pare infatti ci si possa trovare davanti a *fattispecie legalmente autorizzate*, ma semplicemente a *contratti innominati*, oltre che naturalmente atipici.

La stessa disposizione che esclude l'applicabilità dell'eccezione di gioco agli strumenti finanziari derivati appare di scarso significato se riferita ai derivati di credito, e in particolare ai CDS, nei quali il pagamento del *coupon* da parte dell'acquirente di protezione avviene di regola al momento della stipulazione del contratto <sup>(120)</sup>.

Più in generale, sembra che l'opinione citata enfatizzi eccessivamente la previsione di inapplicabilità dell'art. 1933 cod. civ. ai contratti derivati, il cui significato non appare in realtà così evidente <sup>(121)</sup>, tanto che si potrebbe ritenere, al contrario, che la disposizione si giustifichi proprio sul presupposto che gli strumenti derivati non siano scommesse.

Una soluzione intermedia, che non ambisca a trarre conseguenze immediate sulla qualificazione dei derivati finanziari da una norma che appare perplessa, potrebbe essere quella di dare alla previsione di inapplicabilità dell'art. 1933 cod. civ. il significato che essa assume nei formulari dei contratti dell'intermediazione

---

<sup>(120)</sup> Sembra infatti che la disposizione sull'inapplicabilità dell'eccezione di gioco sia dovuta "più che a effettive ragioni sistematiche, a qualche episodio processuale", riguardante fattispecie diverse dai *credit derivative* e, nella specie, derivati finanziari che prevedono quale esclusiva modalità di adempimento il pagamento di un differenziale. Cfr. M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 479 e s. e R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, X ed., Torino, 2016, p. 150 e s.

<sup>(121)</sup> Appare infatti condivisibile l'affermazione secondo cui la regola sull'inapplicabilità dell'art. 1933 cod. civ. "non risolve il problema generale dei rapporti fra strumenti derivati ed eccezione di gioco". Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 151.

finanziaria (non solo relativi a strumenti derivati) e talvolta anche assicurativi, ossia quello di chiarire semplicemente che la natura aleatoria del contratto non osta alla sua coercibilità <sup>(122)</sup>.

Tale costruzione lascerebbe naturalmente aperta per l'interprete la questione di compatibilità anche causale, e non solo di contenuto, dei derivati di credito speculativi con le norme inderogabili e con i principi di ordine pubblico dell'ordinamento interno.

## **2.1. Critica alla teoria dell'*alea razionale* come oggetto dell'accordo su derivati.**

Parte della dottrina che sostiene la natura di scommessa legalmente autorizzata dei derivati (anche) di credito ritiene che l'accordo delle parti sulla quantità e sulla qualità del rischio sia una condizione di validità di tali contratti <sup>(123)</sup>.

---

<sup>(122)</sup> In termini simili G. SARDO, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, in *Il corriere giuridico*, p. 41 e ss. e M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, I, cit., p. 602: “*il dispositivo della irreferibilità ai contratti di borsa dell'eccezione di gioco è vecchio quanto la borsa e, quindi, non è, di per sé, significativo: esso di per sé, appare rivolto a fronteggiare soltanto il carattere genericamente aleatorio e speculativo di tutte le operazioni di borsa 'a termine', che è una cosa qualitativamente diversa dal nudo 'azzardo', che qui si sta considerando*”. Cfr. in argomento anche E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, cit., p. 127 e s., nonché l'articolata opinione di F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit. p. 10, secondo il quale: “*Ai contratti derivati non è applicabile l'art. 1933 c.c., vuoi perché ciò è espressamente previsto per quei contratti derivati che rientrano nella definizione di 'strumenti finanziari derivati', vuoi perché alcuni contratti derivati sono commutativi o, infine, perché anche i contratti derivati da considerarsi aleatori hanno una causa meritevole di piena tutela da parte dell'ordinamento giuridico*”.

Tale opinione presuppone ovviamente che l'alea sia effettivamente misurabile (e, quindi *razionale*). L'eventuale irrazionalità del rischio, intesa come non prevedibilità dei possibili scenari di arricchimento, sarebbe anch'essa causa di nullità del contratto sotto il diverso profilo dell'indeterminatezza dell'oggetto.

La soluzione richiamata non parrebbe peraltro del tutto convincente.

Si consideri in primo luogo l'evenienza in cui il contratto sia stipulato fra intermediari finanziari. In tal caso è verosimile che le parti – specie qualora entrambe perseguano finalità meramente speculative – abbiano divergenti visioni sugli scenari probabilistici e sulle reciproche *chance* di conseguire un vantaggio economico dalla stipulazione.

Sembra essere proprio tale divergente visione sulle rispettive possibilità di guadagno a indurre le parti alla conclusione di un derivato <sup>(124)</sup>. E difatti, più che di veri e propri calcoli, parrebbe trattarsi di valutazioni prognostiche basate su un numero di variabili pressoché infinite e, come tali, in una qualche misura certamente opinabili.

---

<sup>(123)</sup> In particolare D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., p. 16 e ss. e ID, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, cit., p. 845. Cfr. in giurisprudenza Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, cit.: “L'oggetto del contratto di swap si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote a uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo” e Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014 – Dott. Martinat, in *Il corriere giuridico*, p. 35 e ss.

<sup>(124)</sup> Ciò sul presupposto che gli intermediari finanziari, in quanto soggetti economicamente razionali, stipulino un contratto derivato dopo avere adeguatamente valutato il rischio dello strumento.

Non si ignora che il progresso delle scienze oggi consenta agli analisti finanziari – anche grazie all’ideazione di applicazioni in grado di produrre efficienti algoritmi – di effettuare previsioni anche complesse con una buona approssimazione (<sup>125</sup>). Ciò non esclude, peraltro, che sempre di valutazioni discrezionali (e non di meri calcoli probabilistici, come nei giochi del lotto, del bingo o della *roulette*) si tratti (<sup>126</sup>).

Non è del resto così raro che le agenzie di *rating* – ossia i soggetti che allo stato dovrebbero essere maggiormente attrezzati per la valutazione del rischio di credito - esprimano differenti giudizi sull’affidabilità del medesimo emittente.

Le stesse formule di contratti derivati in uso sul mercato italiano contengono sovente clausole del tipo “*il contratto presenta un elevato rischio preventivamente non quantificabile*” (<sup>127</sup>).

Anche la conclamata funzione di arbitraggio economico, che può perseguirsi con la stipulazione di due o più contratti derivati con differenti controparti, sembra basarsi proprio sul presupposto che un medesimo rischio riceva una differente valutazione su diversi mercati e, quindi, consenta allo speculatore attento di ottenere un profitto senza esporsi ai rischi connessi all’evoluzione dell’attività sottostante.

---

(<sup>125</sup>) Cfr. D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, cit., p. 846.

(<sup>126</sup>) Cfr. anche F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere “contratti derivati”*, cit. p. 71.

(<sup>127</sup>) Rileva peraltro D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, cit., p. 848: “*Questa clausola è insincera perché la banca ha preventivamente misurato il rischio dando ad esso un prezzo con valutazione probabilistica della misura delle possibili perdite*”.

Non si dovrebbe invece neppure porre il problema di un accordo sulla misura dell'alea nel caso in cui il derivato meramente speculativo sia stipulato da un intermediario con una controparte non qualificata <sup>(128)</sup>, né professionale. Ciò, quanto meno, nell'ambito di negoziazioni che avvengano al di fuori dei mercati regolamentati, ossia in ambiti in cui si ritiene che il cliente abbia diritto a ricevere una consulenza <sup>(129)</sup> da parte dell'intermediario, specie quando l'operazione riguardi strumenti di straordinaria complessità quali sono i contratti derivati OTC <sup>(130)</sup>.

E difatti in tal caso l'intermediario finanziario – dato per scontato che non potrebbe neppure prendere in considerazione la conclusione di un contratto che non reputi per sé vantaggioso <sup>(131)</sup> – dovrebbe non solo informare il cliente della non

---

<sup>(128)</sup> Si è sostenuto in dottrina che due sarebbero essenzialmente “*gli obiettivi che il riconoscimento della figura dell'operatore qualificato porta con sé: da un lato rendere più veloce l'operatività finanziaria [...]; da un altro lato, ridurre i costi di compliance normativa, che ha senso solo nella misura in cui aiuta la realizzazione di obiettivi meritevoli di tutela*”. Così V. SANGIOVANNI, *L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-)certezza del diritto*, in *Il corriere di merito*, 2011, p. 814 e ss.).

<sup>(129)</sup> Ai sensi dell'art. 1, co. 5-septies T.U.F. “*Per 'consulenza in materia di investimenti' si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*”.

<sup>(130)</sup> Cfr. in dottrina M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 270 e ss e, in giurisprudenza, Corte di Appello di Milano 18 settembre 2013, cit.

<sup>(131)</sup> Anche perché non pare in discussione che gli intermediari debbano “*improntare la loro azione sulla linea di un'adeguata prudenza. Per disposizione di legge scritta le imprese del*

adeguatezza dello strumento ma, soprattutto, astenersi dal prestare il consenso per la stipulazione <sup>(132)</sup>, attesa la palese inadeguatezza del derivato speculativo (conveniente per il soggetto abilitato, ma non per il cliente) ai sensi dell'art. 40 del vigente Regolamento Consob Intermediari n. 16190/2007.

Nel caso in cui la controparte del derivato sia un cliente professionale non pare invece potersi predicare un diritto alla consulenza da parte dell'intermediario, né dare per assodato che una consulenza sia effettivamente avvenuta <sup>(133)</sup>. Ciò non di meno,

---

*comparto finanziario, in specie, hanno il dovere di adottare con particolare intensità il metodo della 'sana e prudente gestione'. Si vedano, così, gli artt. 5 e 127 TUB, l'art. 3 codice assicurazioni, l'art. 21 TUF". Così A. A. DOLMETTA, Introduzione. Speculazione e prudenza, cit., p. XXVI. Cfr. anche M. BARCELLONA, I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche, cit., p. 903 e ss.*

<sup>(132)</sup> L'obbligo di astensione è previsto dall'art. 39, comma 5 T.U.F. con specifico riguardo all'ipotesi in cui l'intermediario non ottenga dal cliente le informazioni necessarie per poter valutare l'adeguatezza dell'operazione. Si è tuttavia correttamente osservato in dottrina che tale obbligo sussiste, a maggior ragione, nel caso in cui l'intermediario, sulla base delle informazioni ottenute, debba esprimersi nel senso dell'inadeguatezza dell'operazione. Cfr. F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., p. 168 (anche nota 8); M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 393 e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, VII Ed., Torino, 2014, p. 140.

<sup>(133)</sup> Parte della dottrina, al di là dei casi in cui la consulenza sarebbe oggetto di un vero proprio diritto soggettivo del cliente, perché in ipotesi particolarmente bisognevole di tutela, sostiene che la consulenza rappresenterebbe comunque un *fatto notorio*, ossia un "*fatto che non ha bisogno di una prova in giudizio*". Cfr. M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, cit., p. 272 e ss. Il richiamo alla nozione di *fatto notorio*, effettuato sulla base dell'*id quod plerumque accidit*, non pare peraltro del tutto convincente. La deroga al principio dispositivo delle prove introdotta dall'art. 115 c.p.c. sembra infatti giustificarsi sulla base della ragionevole certezza e incontrovertibilità, oltre che della notorietà, di determinate *concrete* circostanze di fatto e rispondere pertanto a esigenze di economia processuale (e di difesa in particolare), oltre che di giustizia sostanziale. Nel caso dei contratti derivati OTC, la consulenza è certamente un

qualora una simile attività sia stata comunque prestata dalla banca – spontaneamente o su richiesta dell’investitore – l’inadeguatezza dell’operazione speculativa dovrebbe essere comunque rilevata (<sup>134</sup>) e l’intermediario dovrebbe di conseguenza astenersi dal prestare il consenso per la stipulazione del derivato.

Un simile contratto non potrebbe infatti in alcun modo essere ritenuto dall’intermediario conforme agli obiettivi di investimento del cliente; a meno che - ma si tratta di un paradosso - il cliente non si proponga di conseguire un probabile svantaggio dalla stipulazione di uno strumento *ex ante* non conveniente.

---

fatto normale, ma una simile attività potrebbe in concreto anche non essere stata prestata, ad esempio perché l’intermediario si è limitato ad accettare una proposta contrattuale pervenuta da un cliente professionale aduso a questo tipo di operazioni. Ed è per questo motivo che parrebbe preferibile inquadrare la problematica nell’ambito delle *presunzioni* che, solo se gravi precise e concordanti, e salva la prova contraria della controparte, possono consentire al giudice di ritenere accertata una determinata circostanza sfornita di prova diretta (cfr. artt. 2727 e ss. cod. civ.), nella specie lo svolgimento di un’attività di consulenza. La soluzione proposta appare conforme all’orientamento restrittivo in materia di fatto notorio di recente confermato dalla Suprema Corte, in base al quale questo è ravvisabile “*soltanto laddove il fatto sia certo e pacifico, non soltanto probabile*” (Cass. civ. 5 luglio 2013, n. 16881; cfr. anche Cass. civ. 19 novembre 2014, n. 24599, entrambe in *cortedicassazione.it*).

(<sup>134</sup>) Ciò sul presupposto della non conformità dell’art. 58, comma 3 del vigente Regolamento Intermediari alla norma primaria. L’art. 6, comma 2 *quater* T.U.F. contiene infatti una delega alla Consob per l’individuazione delle norme di condotta che si applichino ai servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini prestati dai soggetti abilitati nei confronti di controparti qualificate, ma non anche agli altri servizi di investimento e, in particolare, alla consulenza e alla gestione di portafoglio. Cfr. M. MAGGIOLÒ, *Servizi ed attività d’investimento*, cit., p. 384.

A differenza di quanto avviene nei derivati di copertura, in quelli speculativi non è infatti dato rinvenire per il *protection buyer* alcun “valore d’uso” <sup>(135)</sup>, come nella specie la protezione, che possa giustificare uno squilibrio dei rischi assunti con la stipulazione, senza che per ciò solo l’operazione possa considerarsi inadeguata. Non pare in particolare che un valore d’uso possa rinvenirsi nell’eventuale intento ludico perseguito del cliente dell’intermediario.

Nei fatti il giudizio di adeguatezza – come pure, più in generale, il giudizio causale - di un derivato potrebbe risultare peraltro particolarmente difficoltoso, attesa la possibile ricorrenza (o concorrenza con quelle “tipiche” di protezione e speculazione) di funzioni negoziali indirette, spesso neppure espresse nella documentazione contrattuale, come ad esempio quella di ristrutturazione di un debito precedente, ovvero più in generale di finanziamento <sup>(136)</sup>.

Il riferimento è in particolare a quei contratti derivati che prevedono l’erogazione immediata di una somma di denaro (c.d. *up front*) in favore della controparte dell’intermediario che non sia giustificabile sulla base di un riequilibrio dei rischi reciprocamente assunti alla stipulazione, ovvero a quegli strumenti che

---

<sup>(135)</sup> Più in generale “*scambio e sinallagma suppongono che in capo ad un contraente si dia già (o sia approntabile) un valore d’uso di cui l’altro sia privo e che quest’ultimo per ottenerlo sia disposto a corrispondere al primo un valore di scambio (o un valore d’uso qualitativamente diverso)*”. Cfr. M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, I, cit. p. 588.

<sup>(136)</sup> Rileva A. A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, cit., p. XVIII e ss.: “*Sullo sfondo, piuttosto, comincia a prendere corpo l’idea che i contratti di swap possano possedere [...] anche una funzione creditizia, magari realizzata a mezzo di criptoscripture*”. Cfr. in argomento anche D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 631 e ss., il quale riferisce la funzione di finanziamento non tanto allo *swap*, quanto all’*up front*, che ne costituisce un elemento.

attribuiscono al cliente buone possibilità di differenziali positivi alle prime scadenze, più che compensate da elevatissime probabilità di differenziali negativi per le successive scadenze <sup>(137)</sup>.

\* \* \*

La giurisprudenza di merito <sup>(138)</sup> e la dottrina prevalenti <sup>(139)</sup> ritengono che la violazione dell'obbligo di astensione per le operazioni inadeguate non abbia effetti invalidanti, ma sia tendenzialmente fonte di una responsabilità risarcitoria dell'intermediario, con ciò confermando l'orientamento della Suprema Corte che, come noto, circoscrive l'ambito della nullità alle sole ipotesi di difetti formali o strutturali del contratto <sup>(140)</sup>.

Con specifico riferimento ai contratti derivati si è di recente in particolare sostenuto che *“il difetto strutturale del contratto derivato rende giustificato il ricorso allo strumento drastico – e semplificatorio (per l'attore) – del giudizio di validità: sono i casi in cui può predicarsi un difetto di causa concreta per inidoneità del contratto ad assicurare la funzione di copertura (ma solo se contrattualizzata, oppure nei casi di CDS naked o di Synthetic CDO ...) e i casi di mancanza di alea, ovvero di mancanza della necessaria bilateralità dell'alea (quando il derivato, come per l'IRS, deve avere un'alea bilaterale). La non corretta informazione, ovvero la non corretta*

---

<sup>(137)</sup> Si veda in argomento il saggio di S. SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti IRS*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 251 e ss.

<sup>(138)</sup> Cfr. da ultima Tribunale Milano 13 febbraio 2014, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>(139)</sup> Cfr. F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., 93 e ss. e D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., p. 19.

<sup>(140)</sup> Si vedano le note sentenze “gemelle” della Corte di Cassazione a Sezioni Unite nn. 26724 e 26725/2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

*valutazione di adeguatezza compiuta dall'intermediario reclamano invece un giudizio più articolato e graduabile, ed orientano dunque l'interprete nel privilegiare lo strumento risarcitorio”* (<sup>141</sup>).

Se tale opinione appare condivisibile con riferimento all'inadempimento degli obblighi meramente informativi dell'intermediario, essa non convince invece del tutto quando la violazione comportamentale attenga alla conclusione di un negozio in violazione dell'obbligo di astensione per inadeguatezza dell'operazione.

L'inadempimento di tale particolare dovere dell'intermediario appare infatti ben più significativo rispetto alla violazione di un semplice obbligo di informazione. Esso non riveste una mera idoneità in astratto a viziare il consenso del cliente, ma determina senz'altro la stipulazione del contratto inadeguato di cui l'intermediario, titolare di un ufficio di diritto privato e portatore di un interesse antagonista (<sup>142</sup>), è oltretutto la controparte che presumibilmente se ne avvantaggerà.

In quest'ottica ci si domanda se la stipulazione di un contratto non adeguato – specie se l'inadeguatezza derivi dalla sua non corrispondenza agli *obiettivi di investimento* del cliente – non possa dare luogo a un difetto di causa concreta e quindi inficiare la stessa validità del negozio.

---

(<sup>141</sup>) F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., 94 e s.

(<sup>142</sup>) Come ricordato dalla già citata Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013: “*Costituisce principio ormai consolidato che l'Intermediario deve agire curando al meglio l'interesse dell'investitore, alla stregua di un cooperatore sostanziale di quest'ultimo, a tutela dell'integrità dei mercati, quale principio di ordine pubblico economico (art. 21 TUF)*”. Sul punto si veda anche il saggio di D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit.

La risposta al quesito parrebbe essere affermativa (<sup>143</sup>). Gli obiettivi di investimento del cliente – siano essi esplicitati all’intermediario in occasione della sottoscrizione del contratto quadro, ovvero nel contesto della singola operazione – parrebbero rientrare *di diritto* nel programma negoziale condiviso dalle parti e, pertanto, compenetrare quegli interessi reali e obiettivati che il contratto è concretamente diretto a realizzare e la cui sintesi caratterizza la nozione di causa in concreto, così come recepita dalla giurisprudenza e dalla dottrina prevalenti (<sup>144</sup>).

Tornando all’oggetto dell’accordo di un derivato, sulla base delle considerazioni svolte, si ritiene che questo debba riguardare non tanto la misura dell’alea, la quale rappresenta un elemento per sua natura soggettivo e la cui divergente valutazione parrebbe al contrario costituire il naturale presupposto per una *razionale* stipulazione di un derivato che abbia finalità meramente speculative, quanto piuttosto i dispositivi contrattuali (ivi comprese le formule matematiche, i metodi di valutazione e le clausole di arbitraggio) sulla base dei quali saranno determinate le prestazioni a carico delle parti.

Contrariamente a quanto sostenuto da una parte della giurisprudenza di merito (<sup>145</sup>), la mancata indicazione del *mark to market* del derivato al momento della stipulazione ovvero dei possibili scenari di arricchimento desumibili dal contratto non

---

(<sup>143</sup>) Contra D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., p. 1097 e s.

(<sup>144</sup>) Sulla nozione di causa concreta in materia di contratti derivati cfr. in particolare U. MINNECI, *L’operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l’interesse del cliente*, cit., p. 162 e ss. e, in giurisprudenza, da ultima la sentenza del Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014, cit., p. 35 e s., in materia di *interest rate swap*.

(<sup>145</sup>) Si vedano Corte di Appello di Milano, 18 settembre 2013, cit. e Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014, cit. p. 37.

parrebbero determinare la nullità del contratto “*perché l’investitore non ha potuto concludere la ‘scommessa’ conoscendo il grado di rischio assunto*”, ma rilevare invece sul diverso piano comportamentale, determinando così una tutela tendenzialmente risarcitoria <sup>(146)</sup>, trattandosi nella specie della violazione di obblighi informativi <sup>(147)</sup>.

Non pare infatti che il dato del *mark to market* al momento della stipulazione, i possibili scenari di arricchimento ovvero, più in generale, l’*alea razionale* – come al contrario ritenuto dalla giurisprudenza in commento - possano assurgere ad elemento della causa concreta del negozio <sup>(148)</sup> e meritare un diverso trattamento rispetto ad altri significativi dati prognostici (come ad esempio il *rating* o l’*outlook* di un’obbligazione) che l’intermediario è tenuto a comunicare al cliente, al fine di rappresentare al meglio i rischi e l’adeguatezza dell’operazione <sup>(149)</sup>.

---

<sup>(146)</sup> Non sembra potersi escludere che la fattispecie concreta possa altresì consentire l’applicazione dei rimedi dell’annullamento del contratto derivato per dolo, per errore o per conflitto di interessi, in applicazione della disciplina comune in materia di contratto. Cfr. in argomento A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, p. 401 e ss.

<sup>(147)</sup> Cfr. ancora Cass. S.U., sentenze nn. 26724 e 26725/2007, cit.

<sup>(148)</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell’essere “contratti derivati”*, cit., p. 55 e ss.

<sup>(149)</sup> Sulla natura del *mark to market* si sofferma in particolare Tribunale di Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 748, precisando che si tratta “*di un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali, e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Si tratta di una sorta di rating evoluto, ed infatti l’iniziale funzione era solo quella di consentire il monitoraggio dell’andamento del derivato, agganciandosi all’ipotesi dell’istantanea chiusura del rapporto*”. Su posizioni non dissimili, in dottrina, G. DE NOVA, *I contratti derivati come*

Altro discorso è invece quello del “*vizio riguardante la determinabilità del Mark to Market*” che, come correttamente ritenuto da altra giurisprudenza di merito e da parte della dottrina, appare improprio inquadrare “*in una prospettiva causale, anziché in termini di oggetto del contratto*” e che potrebbe non di meno comportare la nullità del contratto <sup>(150)</sup>.

\* \* \*

Indubbia rilevanza causale parrebbe invece rivestire il tema della mancanza o dello squilibrio dell’alea, come confermato anche dalla più recente giurisprudenza in materia di derivati finanziari. Se la mancanza di alea sembra comportare la nullità del contratto per mancanza di causa, un suo squilibrio che non sia manifestamente eccessivo non parrebbe invece di per sé avere effetti invalidanti.

Si è in particolare osservato che l’esistenza di un margine lordo a favore della banca non sia “*di per sé segno di una patologia dell’operazione ma è anzi del tutto fisiologica, a meno che l’importo di esso sia eccessivo comportando uno sbilanciamento dell’operazione a danno del cliente*” <sup>(151)</sup>. Tale soluzione sembra in

---

*contratti alieni*, cit., p. 109: “*Qui la banca formula una ipotesi di saldo debito/credito come se, in quel momento, si chiudesse un rapporto, cioè c’è una stima e una attività previsionale, tanto che la comunicazione del mark to market è accompagnata da tutti i possibili disclaimer*”.

<sup>(150)</sup> Tribunale di Milano, 16 giugno 2015, cit.; cfr. anche M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 896.

<sup>(151)</sup> Così Tribunale di Verona, Sez. IV, est. Vaccari, 10 dicembre 2012, in *www.ilcaso.it*.

linea con quanto ritenuto dalla dottrina e della giurisprudenza prevalenti <sup>(152)</sup>, anche se non mancano posizioni contrarie <sup>(153)</sup> <sup>(154)</sup>.

---

<sup>(152)</sup> Cfr. *inter alia* Tribunale di Milano, 16 giugno 2015, cit.: “L’eventuale sbilanciamento delle alee, ossia una sproporzione tra il rischio assunto dal cliente rispetto al rischio assunto dalla banca, non incide sulla struttura del contratto, e quindi sulla sua validità, purché ciascuna delle due parti, scommettendo, sia assuma un grado (anche sbilanciato) di rischio [...] e solo in casi limite si potrà arrivare a dire che il contratto non è aleatorio, quando cioè al rischio dell’uno non corrisponda il rischio dell’altro”. Cfr. anche Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, cit. e Tribunale di Napoli, 24 giugno 2014, in AA. VV., *Strumenti derivati: Obblighi informativi – Qualifica dell’investitore – Irresponsabilità dell’intermediario – Rassegna giurisprudenziale*, cit.; Tribunale di Pistoia 2 luglio 2015, inedita ma citata in U. MORERA – R. BENCINI, *I contratti derivati nella giurisprudenza*, 17 settembre 2015, in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it).

<sup>(153)</sup> Il contrasto è evidenziato da A. A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, cit., p. XXII: “Ugualmente aperto risulta il profilo della misura e distribuzione del rischio tra i contraenti. A ben guardare, non può dirsi acquisito – stando al panorama corrente sulla speculazione – neppure che un’alea in quanto tale debba per forza sussistere al momento della stipulazione del contratto e pure permanere fino al termine del conseguente rapporto; ovvero che il rischio sia corso da uno solo dei contraenti (che può perdere, ma non vincere: c.d. alea unilaterale). Senz’altro diffusa, comunque, è l’idea che la scommessa possa partire in termini del tutto squilibrati (praticamente senza freni). Si affaccia tuttavia anche l’idea che, in merito, un qualche ordine di controllo, e di limite, non possa non esserci: in una prospettiva che in fondo non pretende di essere determinata, si afferma così che il rischio di perdita non può essere di ‘entità non apprezzabile’ per uno dei due contraenti (Corrias); ovvero ‘troppo sbilanciato in favore del singolo contraente banca’ (Trib. Salerno, 2 maggio 2013)”.

<sup>(154)</sup> Una parte minoritaria della giurisprudenza ritiene che nel caso di derivati non *par*, qualora la misura dell’*up front* non ristabilisca un equilibrio fra le posizioni dei contraenti, l’operazione sia affetta da squilibrio genetico e, pertanto, nulla per difetto di causa in concreto. Cfr. Tribunale di Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 700, con osservazioni di U. MINNECI.

Ciò premesso, non sembra peraltro da escludere la possibile rilevanza dello squilibrio dei rischi ai fini della valutazione di adeguatezza dell'operazione (specie se stipulata con mere finalità di *trading*) che, come si è proposto, potrebbe aprire la strada a una sanzione invalidante del derivato per mancanza della causa in concreto nell'ipotesi in cui la stipulazione contrasti con gli *obiettivi di investimento* oggetto del programma negoziale condiviso dalle parti.

Il medesimo difetto di causa concreta, pur in assenza di un significativo squilibrio delle alee, si riscontra anche in quei derivati espressamente stipulati dal cliente per finalità di protezione da un dato rischio economico, nel caso in cui il negozio si riveli in concreto inidoneo a fornire la protezione richiesta <sup>(155)</sup>.

Tale ultima soluzione, recepita dalla giurisprudenza e dalla dottrina maggioritarie <sup>(156)</sup>, mal si concilia con la già criticata e diffusa opinione in base alla quale le eventuali finalità perseguite con la stipulazione (*hedging*, *trading* o arbitraggio economico) non integrerebbero la causa del contratto, ma sarebbero da considerarsi alla stregua di semplici motivi, comportanti la nullità del contratto solo

---

<sup>(155)</sup> L'efficace strategia adottata dalla giurisprudenza nell'affrontare i contratti derivati è consistita in un sistematico “controllo ‘singolare/concreto’ dello specifico regolamento negoziale recato da ciascun derivato e delle condizioni nelle quali si è sviluppata la trattativa che ha condotto alla sua conclusione, a prescindere dalla funzione (speculativa o di protezione) da esso di volta in volta assolta”. M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 881 e ss.

<sup>(156)</sup> Cfr. *inter alia* le sentenze del Tribunale di Monza in data 17 luglio 2012 e del Tribunale di Milano in data 14 aprile 2011, entrambe in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) e, in dottrina, M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 881 e ss.

nel caso in cui questo sia stato stipulato esclusivamente per un motivo illecito comune a entrambe le parti *ex art. 1355 cod. civ.* <sup>(157)</sup>.

### **3. Sulla formazione e sul contenuto dei contratti derivati di credito: la molteplicità delle fonti negoziali.**

La stipulazione di un contratto derivato di credito – e di un CDS in particolare - avviene di regola mediante la sottoscrizione di un modello contrattuale predisposto dall'ISDA, denominato *confirmation*.

Lo scopo di tale atto è dichiaratamente quello di confermare i termini e le condizioni di un'operazione su derivati intercorsa fra le parti in una certa data <sup>(158)</sup>. Esso dovrebbe pertanto avere natura *ricognitiva* anche se, vista la complessità dello strumento e la molteplicità delle condizioni opzionabili dalle parti, è verosimile che l'accordo si perfezioni, almeno di regola, solo al momento della sua firma <sup>(159)</sup>.

---

<sup>(157)</sup> Parte della dottrina, pur escludendo che la distinzione tra funzione speculativa e di copertura possa incidere sulla causa dei contratti derivati, sostiene peraltro la rilevanza dello scopo perseguito “*per il giudizio di conformità all'interesse richiesto dall'art. 21 TUF e per i giudizi di adeguatezza o di appropriatezza*”. Cfr. D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., p. 28 e s.

<sup>(158)</sup> Coerentemente con tale impostazione, alcuni formulari in uso evidenziano che il derivato si conclude nel momento dell'accordo, anche verbale, sugli elementi essenziali del contratto.

<sup>(159)</sup> In tal senso depone la prassi contrattuale riferita da F. CAPUTO NASSETTI, in *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., p. 500: “*La confirmation può essere in forma di lettera che una parte invia all'altra e che viene controfirmata dal destinatario per accettazione, oppure in forma di accordo firmato da entrambe le parti*”. A una diversa soluzione potrebbe peraltro

Con la sottoscrizione di tale documento le parti si accordano su di una serie di elementi del contratto fra cui, in particolare, la (o le) *reference obligation*, il capitale nozionale, la durata del rapporto e, nel *credit default swap*, l'importo e i termini (solitamente periodici) del pagamento del *coupon*, che costituisce un omologo del premio assicurativo.

Anche gli eventi di credito a seguito della cui verifica può sorgere l'obbligo di pagamento in capo al *protection seller* sono di regola descritti nella singola *confirmation* <sup>(160)</sup>, talvolta solo con formule sintetiche (*bankruptcy, failure to pay, downgrade et alia*) <sup>(161)</sup>, salvo in ogni caso il richiamo alle ISDA *Definitions* e al *Master Agreement* dell'ISDA (cfr. *supra* Capitolo I, §. 1.1.) che, come recitano i modelli contrattuali dell'associazione, costituiscono parte integrante del singolo derivato di credito.

Spetta quindi ai contraenti selezionare uno o più *credit default* fra quelli descritti nel contratto <sup>(162)</sup>.

---

pervenirsi, ad esempio, nel caso in cui il cliente si accordi con l'intermediario per la stipulazione di un derivato che riproduca nella sostanza il contenuto di un precedente contratto intercorso fra le medesime parti.

<sup>(160)</sup> Cfr. in dettaglio lo Schema contrattuale di *credit default swap (long confirmation)* predisposto dalla International Swaps and Derivatives Association, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., Appendice 11, p. 707.

<sup>(161)</sup> Cfr. Schema contrattuale di *credit default swap (short confirmation)* predisposto dalla International Swaps and Derivatives Association, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., Appendice 14, cit., p. 789.

<sup>(162)</sup> La dottrina civilistica ha di recente posto in evidenza la mancanza di tecnicità e oggettività che caratterizza taluni eventi di credito, come ad esempio il *downgrading* del *rating* di credito della *reference entity*, che non costituisce neppure un fatto oggettivo, ma una mera valutazione delle agenzie di *rating* “*le cui affidabilità, oggettività ed accuratezza sono*

La *confirmation* richiama espressamente le definizioni e le disposizioni contenute nelle ISDA *Definitions* stabilendo che, in caso di contrasto, saranno le clausole della prima a prevalere.

Allo stesso modo la *confirmation* è parte integrante ed è soggetta all'ISDA Master Agreement, che si suppone le parti abbiano in precedenza sottoscritto (o, quanto meno, sottoscrivano contestualmente all'operazione su derivati), anche perché la mancata stipulazione del contratto normativo ISDA potrebbe comportare la nullità del singolo derivato di credito, atteso che la *confirmation* – pur indicando i termini economici dell'operazione – non contiene di regola i termini e le condizioni per determinare l'allocazione dei rischi fra le parti, che sono invece indicati nel *master agreement* <sup>(163)</sup>.

I modelli di *confirmation* dispongono espressamente che tutte le condizioni contenute nel *master agreement* regolino la singola operazione salvo, in caso di contrasto fra le due discipline, la prevalenza di quanto previsto nella *confirmation*. Ciò

---

*state messe assai in discussione di recente*". Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 16. L'opinione riportata sembra poter condurre alla nullità del derivato di credito per indeterminatezza dell'oggetto ovvero, in presenza dei relativi presupposti, a un'ipotesi di nullità parziale *ex art. 1419 cod. civ.* (sempre che, naturalmente, il contratto contempri ulteriori *credit event*). A conclusioni differenti potrebbe tuttavia pervenirsi qualora all'evento di credito sia associato un requisito di materialità (c.d. *materiality requirement*) che condizioni l'obbligo di pagamento a una diminuzione effettiva del valore del credito sottostante e, dunque, a un fatto riscontrabile in modo obiettivo (cfr. *infra* Capitolo II, §. 4.).

<sup>(163)</sup> La sottoscrizione del *master agreement* non comporta ad ogni modo alcun impegno a stipulare un contratto derivato di credito, essendo pacifico che la natura di tale accordo sia meramente normativa. Precisa al riguardo G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., p. 110: "Si tratta [...] di un vero e proprio contratto normativo, non di un mandato seguito da atti esecutivi, secondo uno schema proposto per altri contratti finanziari".

in analogia con quanto avviene di regola anche nel nostro ordinamento - non solo in materia di intermediazione finanziaria ed anche in assenza di un'apposita clausola - quando si tratti di coordinare le previsioni di un contratto meramente normativo con quelle di un contratto *particolare* <sup>(164)</sup>.

Anche le disposizioni contenute nel contratto quadro di investimento - la cui stipulazione, si ricorda, costituisce di regola presupposto di validità di qualsiasi operazione in strumenti finanziari - contribuiscono all'integrazione del regolamento del singolo contratto derivato, introducendo fra l'altro obblighi informativi, comportamentali e di rendicontazione ulteriori e differenti rispetto a quelli risultanti dalla documentazione contrattuale dell'ISDA <sup>(165)</sup>.

Ciò potrebbe comportare, in concreto, seri problemi per l'interprete, specie in assenza di una puntuale disciplina convenzionale che indichi idonei criteri di coordinamento fra le diverse discipline, salva naturalmente in ogni caso la prevalenza di quelle disposizioni del contratto d'investimento che riproducano i requisiti di contenuto di cui all'art. 37 Regolamento Intermediari o, comunque, norme inderogabili di legge o di regolamento <sup>(166)</sup>.

---

<sup>(164)</sup> Cfr. in argomento G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994, p. 235, il quale richiama la risalente, ma ancora attuale, opinione di D. BARBERO, *Il contratto-tipo nel diritto italiano*, Milano, 1935, p. 64: "è da supporre, secondo l'equità e la buona fede (art. 1124 c.c.), che, avendo concluso un contratto in quella materia già prevista nel contratto-tipo, e non avendo manifestato un'altra volontà, le parti abbiano inteso dare al contratto il contenuto concordato".

<sup>(165)</sup> In molti casi i contratti di investimento si limitano peraltro, nella sostanza e salvo limitate eccezioni variabili da formulario a formulario, a riprodurre la disciplina legale e regolamentare in materia di intermediazione finanziaria.

<sup>(166)</sup> In questa prospettiva sembra porsi anche l'osservazione di D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 630 secondo il quale: "Essendo proscritti gli usi nei contratti di investimento,

Pur non sul piano delle fonti negoziali e del contenuto dell'accordo, parimenti rilevanti nell'economia contrattuale, in quanto contribuiscono alla descrizione della causa in concreto del singolo derivato di credito, sono le informazioni e gli obiettivi di investimento comunicati dall'investitore ai sensi dell'art. 39 del vigente Regolamento Intermediari, sulla base dei quali l'intermediario sarà tenuto a formulare il giudizio di adeguatezza dell'operazione.

#### **4. Sulla determinazione dell'oggetto dei derivati di credito: il ruolo del *calculation agent* fra perizia contrattuale e arbitrato.**

I formulari in uso di *credit derivative* prevedono che i contraenti deferiscano a un soggetto, denominato *calculation agent*, una serie di adempimenti di natura esecutiva e contabile, nonché soprattutto ampi poteri valutativi e discrezionali nella dinamica contrattuale, anche in merito alla determinazione e alla quantificazione delle prestazioni che saranno effettuate dalle parti (dal solo *protection seller* nel caso dei *CDS*) in esecuzione del derivato.

Il fatto che, a discapito del nome, tale soggetto non sia un mero agente contabile e amministrativo parrebbe essere confermato dalle stesse ISDA *Credit*

---

*non se ne può ammettere l'applicazione nei contratti, come i derivati, che sono considerati strumenti finanziari, per la evidente ragione che i contratti di investimento hanno natura di contratti normativi sicché la loro disciplina è destinata in realtà a regolare proprio la successiva operatività in strumenti finanziari; con la conseguenza che il divieto di applicazione degli usi si applica ai contratti derivati in via diretta".*

*Derivatives Definitions*: “Whenever the Calculation Agent is required to act or to exercise judgment, it will do so in good faith and in a commercially reasonable manner”<sup>(167)</sup>.

Le decisioni del *calculation agent*, così recitano alcune formule in uso, vincolano le parti, “salvo il caso di errore”, ovvero “salvo il caso di manifesto errore”.

Se la prima formulazione sembra richiamare la figura della perizia contrattuale – nella quale il perito incaricato omette di effettuare valutazioni discrezionali, limitandosi ad applicare le norme tecniche – la seconda parrebbe invece evocare la diversa figura dell’arbitramento secondo equità<sup>(168)</sup>.

Quale che sia la formula utilizzata nei modelli contrattuali dell’intermediario, i compiti solitamente affidati al *calculation agent* non sembrano ad ogni modo lasciare dubbi in merito al fatto che questi assuma anche e soprattutto una funzione di arbitratore.

\* \* \*

Fra le attività deferite al *calculation agent* che possono coinvolgere aspetti di natura valutativa vi è in primo luogo l’accertamento della verifica del *credit event*.

Tale attività si risolve spesso in un mero apprendimento da parte (dei contraenti e) del *calculation agent* di un fatto evidente e difficilmente contestabile (come ad esempio il fallimento della *reference entity*), in alcuni casi peraltro, come in quelli di

---

<sup>(167)</sup> Cfr. ISDA Credit Derivatives Definitions, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., Appendice 13, p. 750.

<sup>(168)</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 623 e s.

*restructuring* o *moratorium*, potrebbe viceversa rendersi necessario l'esercizio di una più o meno complessa valutazione discrezionale da parte del *calculation agent*.

Le parti possono ad ogni modo limitare la discrezionalità di tale soggetto, prevedendo che la verifica del *credit event* debba risultare da *publicly available information*, ossia che l'evento di credito sia di dominio pubblico <sup>(169)</sup>.

Tale condizione di rilevanza, oltre ad avere la funzione di prevenire o, quanto meno, di semplificare eventuali controversie in merito alla verifica del *credit event*, assicura altresì alla parte onerata della comunicazione della notizia di non incorrere in possibili violazioni di obblighi di riservatezza <sup>(170)</sup>, come ad esempio potrebbe accadere nel caso in cui il soggetto notificante apprenda dell'evento di credito nell'ambito di una trattativa coperta da vincolo di confidenzialità ovvero nello svolgimento di attività di consulenza o assistenza in favore della *reference entity*.

La discrezionalità del *calculation agent* appare invece particolarmente ampia con riferimento all'accertamento di *credit event* ai quali sia associata una condizione di materialità (c.d. *materiality requirement*). In questi casi spetta infatti a tale soggetto di verificare non solo la sussistenza dell'evento di credito, ma anche la sua rilevanza economica o finanziaria quali presupposti per l'insorgenza dell'obbligo di pagamento da parte del venditore di protezione.

---

<sup>(169)</sup> Fra le fonti di *publicly available information* rientrano tipicamente, a titolo di esempio: gli articoli pubblicati su quotidiani o giornali finanziari, le sentenze e i provvedimenti resi da autorità giudiziarie o amministrative, i comunicati ufficiali pubblicati sul sito *web* della *reference entity*.

<sup>(170)</sup> Cfr. F. J. FABOZZI e M. CHOUDHRY, *The handbook of european structured financial products*, Hoboken (New Jersey), 2004, p. 718.

I casi “tipici” di *materiality* sono due. Il primo ricorre al conseguimento di una data soglia percentuale di deprezzamento della *reference obligation (price decline requirement)*, il secondo assume invece rilievo nel momento in cui la medesima obbligazione raggiunga un certo *spread* di credito (*spread widening requirement*)<sup>(171)</sup>.

Il singolo contratto può contenere una o più condizioni di *materiality* le quali, a seconda degli accordi intercorsi, possono operare alternativamente o in modo cumulativo.

I *materiality requirement*, anche in considerazione della loro potenziale idoneità a prevenire ingiustificati arricchimenti dell’acquirente di protezione in violazione del principio indennitario, assumono un’indubbia rilevanza nell’ambito di un’operazione in derivati di credito (Cfr. Capitolo I, §. 3.1.).

\* \* \*

Una volta accertata la ricorrenza dell’evento di credito (e delle eventuali *condizioni di rilevanza*), fondamentale è di regola l’apporto del *calculation agent* nell’ottenere le *quotation* necessarie per la determinazione del *final price* dello strumento in conformità ai metodi di valutazione prescelti dalle parti.

Anche in questo frangente la discrezionalità del *calculation agent* avrà contenuti assai ampi, specie nel caso – che costituisce la regola - in cui il derivato di credito sia stipulato al di fuori dei mercati regolamentati e, pertanto, non esista una

---

<sup>(171)</sup> M. J. P. ANSON – F. J. FABOZZI – M. CHOUDHRY, R. R. CHEN, *Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing*, Hoboken (New Jersey), p. 66.

quotazione di borsa o, comunque, un affidabile prezzo di mercato, vista anche l'infungibilità che caratterizza i contratti derivati del settore OTC <sup>(172)</sup>.

L'attenzione dell'interprete dovrà allora soffermarsi sui metodi di valutazione prescelti dalle parti, i quali dovranno necessariamente conformarsi a criteri tecnici oggettivi, completi, chiari ed affidabili in modo che sia poi consentito un successivo controllo (anche giudiziale *ex art. 1349 cod. civ.*, comma 1) sull'effettivo svolgimento dell'attività in conformità del metodo medesimo, pena in mancanza la nullità del derivato per indeterminabilità dell'oggetto.

Quanto in precedenza accennato sulle peculiarità dei derivati negoziati OTC, sembra ad ogni modo implicare l'impossibilità di assumere come valido criterio determinativo del contratto il semplice riferimento al prezzo di mercato, anche mediante l'utilizzo di formule del tipo “*giusto prezzo*” o simili.

Parimenti nulle si ritengono quelle clausole che prevedano un rinvio alla prassi finanziaria in essere per la determinazione delle prestazioni e degli oneri a carico delle parti.

---

<sup>(172)</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 621 e s.: “*Le operazioni in derivati in contropartita diretta non negoziate su mercati regolamentati sono caratterizzate da un grave problema di illiquidità e di opacità (c.d. «intrasparenza»); in altre parole, nessuno sa come apprezzare il derivato, come attribuirgli un valore, posto che non esiste un mercato e l'unica controparte possibile è la stessa controparte del cliente nel rapporto in corso*”. Si veda in argomento anche il documento di consultazione della Consob del 26 maggio 2008, *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, ove si evidenzia che i derivati OTC “*non prevedono solitamente la formazione di un vero e proprio prezzo quanto piuttosto la definizione di una serie di parametri finanziari che definiscono il valore della transazione, quantificabile poi mediante l'applicazione di complessi modelli di pricing*” (p. 8).

Come rilevato in dottrina, anche qualora fosse effettivamente possibile rinvenire una prassi finanziaria riconosciuta e questa si basasse su criteri tecnici oggettivi ed affidabili, simili pattuizioni risulterebbero ad ogni modo in contrasto con il divieto di rinvio agli usi di cui all'art. 23, comma 2 TUF <sup>(173)</sup>.

\* \* \*

Particolarmente problematiche <sup>(174)</sup> appaiono le clausole di *substitution* le quali, in presenza di taluni presupposti rilevabili discrezionalmente dal *calculation agent* <sup>(175)</sup>, prevedono nel corso del rapporto la sostituzione dell'obbligazione di riferimento con un'altra obbligazione (c.d. *substitute reference obligation*), perlopiù emessa dal medesimo emittente. La scelta del *calculation agent*, così dispongono alcuni formulari in uso, deve cadere su di un'obbligazione che consenta il mantenimento dell'equilibrio economico delle prestazioni attese dai contraenti.

Ferma restando, anche in tal caso di arbitramento, la necessità di verificare la sussistenza di idonei criteri volti a limitare la discrezionalità del *calculation agent* nell'individuazione della *substitute reference obligation*, simili pattuizioni parrebbero di dubbia validità nel caso, non infrequente, in cui sia lo stesso intermediario stipulante ad assumere il ruolo di *calculation agent*.

In simili situazioni il conflitto di interessi è infatti elevatissimo, vista anche l'accessibilità da parte del soggetto abilitato a informazioni privilegiate che potrebbero

---

<sup>(173)</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 629.

<sup>(174)</sup> La problematicità di tale clausola, specie quando il ruolo di *calculation agent* è svolto da una delle parti, è messa in luce da R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, cit., p. 9. Cfr. anche F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 16.

<sup>(175)</sup> Le ipotesi paradigmatiche sono quelle dell'estinzione o della riduzione della *reference obligation*, nonché quella della perdita di garanzie da parte della *reference entity*.

indurlo ad esercitare il potere di sostituzione della *reference obligation* con altra obbligazione recante il medesimo *rating*, ma in realtà di differente qualità <sup>(176)</sup>, con l'effetto di rendere più o meno probabile la verifica dell'evento di credito.

L'esercizio del potere/dovere di sostituzione affidato al *calculation agent* assumerebbe ad ogni modo connotati di anti-giuridicità, rendendo nulla la determinazione, nel momento in cui dovesse privare il derivato di credito della funzione di protezione perseguita come accadrebbe, ad esempio, nell'eventualità in cui al momento della scelta il *protection buyer* non sia più creditore della *reference entity*.

Una simile soluzione pare sostenibile in considerazione della rilevanza assoluta, anche in materia di derivati di credito, che si ritiene abbia il principio di ordine pubblico della *necessaria inerenza del rischio* al soggetto che acquisisce protezione (Cfr. *supra* Capitolo I, §§. 3, 3.1., 3.2., 3.3.).

\* \* \*

Spetta poi al *calculation agent*, in base a taluni formulari dell'ISDA, determinare se gli importi complessivi dovuti in relazione alla *reference obligation* siano stati ridotti da rimborsi o in altro modo.

Sulla base di simili previsioni tale soggetto assume la funzione di accertare al di fuori di un procedimento svolto in contraddittorio fra le parti situazioni e fatti che potrebbero essere oggetto di controversia, contribuendo così alla formazione di prove precostituite atipiche la cui efficacia probatoria in un eventuale processo <sup>(177)</sup> parrebbe

---

<sup>(176)</sup> Si veda R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, cit., p. 9.

<sup>(177)</sup> L'assunzione a fondamento della decisione di prove atipiche consistenti in dichiarazioni scritte provenienti da soggetti terzi non costituirebbe ad ogni modo una violazione del *principio del contraddittorio*, atteso che quest'ultimo si instaura pacificamente nel processo

assimilabile a quella delle presunzioni semplici (o argomenti di prova) *ex art. 2729 cod. civ.* (<sup>178</sup>).

Seppure l'esercizio di questa particolare funzione di accertamento sia strumentale alla quantificazione delle prestazioni che saranno in concreto esigibili dalle parti sulla base del derivato, non sembra ad ogni modo che tale attività possa essere ricondotta ad un arbitramento in senso tecnico.

Nel caso in esame non si tratta infatti di determinare le prestazioni delle parti in applicazione dei criteri tecnici previsti dal contratto, ma di accertare situazioni esterne al rapporto che potrebbero fare venire meno o comportare una riduzione degli obblighi di pagamento delle parti, così come separatamente determinati con arbitraggio dal *calculation agent*.

\* \* \*

---

con la produzione in giudizio del documento. Cfr. da ultima Cass. civ. 17392/2015, in [www.bollettinoadapt.it](http://www.bollettinoadapt.it).

(<sup>178</sup>) Cfr. *inter alia* la sentenza del Tribunale di Reggio Emilia 1 dicembre 2014, n. 1622, in [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it): “L’assenza di una norma di chiusura nel senso dell’indicazione del *numerus clausus delle prove*, l’oggettiva estensibilità contenutistica del concetto di *produzione documentale*, l’affermazione del diritto alla prova ed il correlativo principio del *libero convincimento del Giudice inducono le ormai da anni consolidate ed unanimi dottrina e giurisprudenza (tra le tante, Cass. n. 5440/2010, Cass. n. 5965/2004 [...]), ad escludere che l’elencazione delle prove nel processo civile sia tassativa, ed a ritenere quindi ammissibili le prove atipiche, che tecnicamente trovano ingresso nel processo civilistico con lo strumento della produzione documentale, evidentemente soggiacendo ai limiti temporali posti a pena di decadenza e nel rispetto quindi delle preclusioni istruttorie (tra le tante, Cass. n. 5965/2004 e Cass. n. 7518/2001 [...])”. Sulle prove atipiche e sull’efficacia probatoria dello scritto proveniente da un terzo si veda in particolare C. MANDRIOLI, *Diritto processuale civile, II, il processo ordinario di cognizione*, XX ed., Torino, 2009, p. 182 e ss. e in particolare la nota 25.*

Di dubbia utilità appare la convenzione contenuta in taluni formulari ISDA in base alla quale la parte che non si trovi d'accordo con una o più determinazioni del *calculation agent* ha il diritto di chiedere che la determinazione sia rifatta da una parte disinteressata selezionata fra *dealer* di obbligazioni derivate. La scelta di tale soggetto, così recitano alcune formule, sarà fatta secondo la ragionevole discrezione del *calculation agent*, previa consultazione con le parti <sup>(179)</sup>.

L'inadeguatezza del rimedio in commento appare un'immediata conseguenza del fatto che la scelta del nuovo arbitratore sia affidata al *calculation agent*, ossia al soggetto la cui attività è oggetto di censura e che ripone un evidente interesse economico e di immagine nella conferma del proprio operato <sup>(180)</sup>.

Ferme restando le perplessità avanzate circa l'efficienza della disposizione in commento - in assenza di espresse indicazioni e specie ove il rimedio sia presentato come un *diritto* e non come un onere o un obbligo della parte insoddisfatta (*"the Disputing Party shall have the right to"*) – si dubita che una simile previsione possa impedire al cliente dell'intermediario insoddisfatto della determinazione di adire direttamente, e senza conseguenze pregiudizievoli di sorta, la giurisdizione ordinaria affinché la determinazione sia fatta dal giudice ai sensi dell'art. 1349 cod. civ. <sup>(181)</sup>;

---

<sup>(179)</sup> Cfr. art. 7 Schema contrattuale di *credit default swap (long confirmation)*, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., Appendice 11, p. 720.

<sup>(180)</sup> Cfr. M. J. P. ANSON – F. J. FABOZZI – M. CHOUDHRY, R. R. CHEN, *Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing*, cit., p. 67.

<sup>(181)</sup> La procedibilità di una domanda avanti al giudice italiano in materia di contratti derivati di credito è ad ogni modo condizionata dal preventivo esperimento del procedimento di mediazione di cui al Decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, trattandosi senza dubbio di negozi riconducibili al sintagma *"contratti assicurativi, bancari e finanziari"* di cui all'art. 5 del medesimo decreto.

sempre naturalmente che ciò sia possibile in applicazione dei dispositivi negoziali individuati dalle parti.

#### **4.1. Sulla determinazione unilaterale dell'oggetto del derivato di credito da parte dell'intermediario finanziario.**

I formulari dell'ISDA lasciano alla trattativa delle parti l'individuazione del soggetto che assumerà il ruolo di *calculation agent*. Essi prevedono peraltro che, in assenza di un espresso incarico a un terzo, tale ruolo sia assunto dal *Seller* <sup>(182)</sup>, ossia dalla parte che solitamente fornisce professionalmente alla clientela servizi di protezione da un rischio di credito, l'intermediario finanziario <sup>(183)</sup>.

La dottrina evidenzia che, nella prassi, tale eventualità costituisca la regola. Ciò corrisponde certamente all'interesse del contraente qualificato il quale, favorito

---

<sup>(182)</sup> Così risulta fra parentesi dalla stessa definizione di *Calculation Agent*: “«*Calculation agent*» means the party to a Credit Derivative Transaction (or a third party) specified as such in the related Confirmation (or, if a person is not so specified, Seller) ...”. Cfr. ISDA Credit Derivatives Definitions, cit., p. 750.

<sup>(183)</sup> Nella prassi non sono peraltro infrequenti i casi in cui l'intermediario assuma il ruolo di acquirente e il cliente quello di venditore di protezione. Tale circostanza è ad esempio una costante nelle *credit linked note*, che si presentano all'investitore come “*titoli il cui pagamento del capitale a scadenza e degli interessi è subordinato al non verificarsi di un Credit Event relativo al Reference Entity*”. Cfr. A. FABBRI, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000, p. 41 e ss. Ciò non esclude, peraltro, che l'intermediario tenderà comunque ad assumere il cruciale ruolo di *calculation agent*.

dall'opzione automatica (seppur derogabile) contenuta nella documentazione contrattuale dell'ISDA, avrà comunque buon gioco nel proporsi al cliente come *calculation agent*, considerati i risparmi in termini economici che una simile soluzione interna, almeno in astratto, può comportare anche per il cliente.

Si pone dunque per l'interprete che debba valutare tali situazioni la complessa e dibattuta questione dell'arbitramento della parte <sup>(184)</sup>.

La dottrina e la giurisprudenza tradizionali - e un tempo prevalenti - escludevano tendenzialmente la possibilità di deferire a uno dei contraenti la determinazione unilaterale dell'oggetto del contratto, anche perché si sarebbe trattato di una scelta per definizione parziale, “*orientata all'interesse di chi la compie e suscettibile di ledere l'interesse della controparte*” <sup>(185)</sup>. Non a caso, si diceva, il nostro Legislatore avrebbe disciplinato l'arbitraggio del terzo, ma non quello del contraente <sup>(186)</sup>.

Seppure le clausole atipiche che prevedono l'arbitramento della parte siano tuttora comprensibilmente viste in dottrina con sospetto, le opinioni più recenti tendono tuttavia ad ammettere in via generale tale fattispecie <sup>(187)</sup> purché, ad ogni

---

<sup>(184)</sup> Sul tema dell'arbitramento della parte, anche in un'ottica di diritto comparato, si veda in particolare A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2006. Cfr. anche E. GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, in *Il Codice Civile Commentario, fondato e diretto da Piero Schlesinger continuato da Francesco Donato Busnelli*, II ed., Milano, 2015, p. 259 e ss. e A. FICI, *Il contratto “incompleto”*, Torino, 2015.

<sup>(185)</sup> Cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, II edizione, Milano, 2011, p. 337.

<sup>(186)</sup> Cfr. A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, cit., p. 135 e ss.

<sup>(187)</sup> Le costruzioni della dottrina che ammette tale tipologia di arbitraggio si fondano su di una molteplicità di argomenti. Alcuni autori sostengono che la facoltà di determinazione unilaterale del contratto sarebbe una conseguenza del principio di autonomia privata, stante

modo, alla discrezionalità della parte siano posti limiti tali da rendere gli esiti della determinazione “*prevedibili e accettabili per chi la subisce*”<sup>(188)</sup>.

Si esclude in particolare la possibilità di affidare la scelta ad una illimitata discrezionalità della parte, anche perché ciò priverebbe di significato lo stesso accordo, ponendo il contraente non arbitratore in totale balia della controparte<sup>(189)</sup>.

L’orientamento maggioritario tende inoltre a escludere che la determinazione unilaterale del contratto possa essere rimessa al mero arbitrio della parte, figura questa che si ritiene sussistente “*quando a quest’ultima sia deferito il compito di determinare l’elemento oggettivo rimasto aperto nei termini di un criterio individuale, e sia pure non meramente capriccioso o del tutto arbitrario, ma comunque non oggettivamente riscontrabile, e quindi suscettibile di essere supplito dal giudice*”<sup>(190)</sup>.

Con particolare riferimento ai derivati OTC, ove non sembra dubitabile che il *calculation agent* debba agire secondo il proprio prudente apprezzamento - come

---

anche l’assenza di un espresso divieto legislativo ed anzi la presenza di talune fattispecie tipiche che contemplano espressamente tale ipotesi. La dottrina più recente, a sostegno dell’ammissibilità della fattispecie in esame, richiama altresì i dati comparatistici ed europei e, in particolare, il par. 315 del BGB e l’art. 6:105 del Principi di diritto europeo dei contratti (PECL), i quali contemplano espressamente l’arbitramento della parte, confermandone così in termini generali l’ammissibilità. Cfr. F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, cit., p. 157.

<sup>(188)</sup> Cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 338.

<sup>(189)</sup> Il principio è il medesimo posto alla base dell’art. 1355 cod. civ. (*Condizione meramente potestativa*), ai sensi del quale: “*E’ nulla l’alienazione di un diritto o l’assunzione di un obbligo subordinata a una condizione sospensiva che la faccia dipendere dalla mera volontà dell’alienante o, rispettivamente, del debitore*”. Cfr. R. SACCO, in R. SACCO – G. DE NOVA, *Obbligazioni e contratti - II*, cit., p. 435 e s.

<sup>(190)</sup> A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, cit., p. 153.

confermato anche dai formulari dell'ISDA <sup>(191)</sup> - la dottrina ha posto in luce proprio il problema della carenza di formule e di criteri tecnici completi, oggettivi, chiari e attendibili che caratterizza buona parte dei formulari in uso e che impedisce all'interprete di verificare *ex post* la congruità dell'attività posta in essere dall'arbitratore, rendendo così oltretutto per la parte non qualificata del tutto imprevedibile il risultato dell'arbitraggio <sup>(192)</sup>.

Il problema non si presta naturalmente ad essere affrontato in astratto, dipendendo la sua soluzione dal contenuto della singola fattispecie oggetto di indagine.

Sembra peraltro potersi affermare, in via generale, che in questo particolare tipo di arbitrato idonei criteri di determinazione debbano già risultare dal contratto derivato di credito e, pertanto, essere condivisi dalle parti fin dal momento della stipulazione.

L'intrinseco conflitto di interessi che caratterizza l'arbitrato della parte non sembra infatti consentire, come ritenuto in termini generali dalla dottrina prevalente, l'adozione di criteri "aperti" che possano essere successivamente "riempiti" dall'arbitratore. Ciò, quand'anche il *calculation agent* applicasse in concreto criteri tecnici oggettivi ed attendibili, ma non conoscibili dalla controparte all'atto della

---

<sup>(191)</sup> "Whenever the Calculation Agent is required to act or to exercise judgment, it will do so in good faith and in a commercially reasonable manner". Così le *ISDA Credit Derivatives Definitions*, in F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRIO, *Trattato sui contratti derivati di credito*, cit., Appendice 13, p. 750.

<sup>(192)</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 625.

stipulazione (<sup>193</sup>). Tale situazione di ignoranza renderebbe infatti del tutto imprevedibile l'esito della determinazione.

In quest'ottica parrebbero nulle quelle clausole in uso presso taluni intermediari che consentono al *calculation agent* di applicare criteri di valutazione non meglio esplicitati in contratto ed individuati attraverso un richiamo alla prassi di mercato o dell'intermediario (<sup>194</sup>). E la nullità di simili clausole, oltre che per una possibile indeterminabilità dell'oggetto del contratto derivato, sembrerebbe imporsi anche sulla base del disposto di cui all'art. 23 TUF, comma 2 (<sup>195</sup>), investendo così anche i derivati in cui il *calculation agent* non sia parte del negozio.

Come già anticipato (cfr. *supra* Capitolo II, §. 2.1.), non pare ad ogni modo dubitabile che la mancata o l'incompleta indicazione delle formule e dei criteri determinativi delle prestazioni oggetto del derivato comporti la nullità dell'intero contratto per carenza o indeterminatezza dell'oggetto, come anche ritenuto dalla più

---

(<sup>193</sup>) Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 623.

(<sup>194</sup>) “Al fine di determinare l'avveramento o meno della condizione o delle condizioni cui è sottoposto il contratto specifico l'incaricato rilevazioni e conteggi può non tener conto di un parametro di riferimento qualora ciò rispondesse alla prassi di mercato e più in particolare, qualora ciò fosse conforme ai termini applicati dall'intermediario, oppure praticati nei suoi confronti, in casi analoghi”. Il frammento di clausola è tratto dal saggio di D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 624, il quale critica in modo circostanziato il fatto che il Tribunale di Milano abbia considerato valida una simile previsione riscontrando la presenza di “parametri ben precisi (...) prefissati nei contratti”. Cfr. Tribunale di Milano 19 aprile 2011, cit.

(<sup>195</sup>) “La disposizione, che esprime l'evidente sospetto che il contenuto dell'uso sia determinato dall'impresa di investimento o dalla banca, considerati come soggetti forti nel mercato, sancisce la nullità di una siffatta clausola di rinvio, precisando anche a questo proposito, che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente”. Così R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 149 e s.

recente giurisprudenza di merito (<sup>196</sup>). E ciò a prescindere dal fatto che il ruolo di arbitratore sia assunto da un terzo o da una parte.

Anche qualora non sia l'intermediario ad assumere le funzioni di *calculation agent*, rilevanti questioni applicative potrebbero derivare, oltre che dalla carenza o dall'inidoneità dei criteri determinativi del contenuto contrattuale, anche dalla possibile sostanziale non terzietà di tale soggetto. Questi potrebbe infatti rappresentare un'emanazione dell'intermediario o, comunque, essere al medesimo collegato da intensi vincoli societari o commerciali, risultando così solo formalmente terzo rispetto all'operazione (<sup>197</sup>).

Tale situazione potrebbe essere nota al cliente dell'intermediario e l'arbitraggio parrebbe dunque ammissibile negli stessi rigorosi limiti in cui lo è quello della parte.

Nel diverso caso in cui la carenza di terzietà del *calculation agent* emerga successivamente al conferimento dell'incarico, parrebbe invece potersi direttamente affermare la stessa nullità del contratto per elusione delle norme imperative in materia di accordo e di determinabilità dell'oggetto (<sup>198</sup>).

---

(<sup>196</sup>) In particolare comporterebbe la nullità di uno *swap* la mancata indicazione della formula per il calcolo del *mark to market*. Cfr. Tribunale di Milano 16 giugno 2015, cit.

(<sup>197</sup>) Ciò, naturalmente, anche se le ISDA *definition* si preoccupano di stabilire che “*each party agrees that the Calculation Agent is not acting as a fiduciary for or as an advisor to such party in respect of its duties as Calculation Agent in connection with any Credit Derivative Transaction*”. Il problema della terzietà, così come quello dell'imparzialità del *calculation agent* nell'ambito di una data operazione su derivati, non sembra infatti un problema che possa essere risolto in astratto sulla base di una dichiarazione prestampata fatta firmare al cliente dell'intermediario.

(<sup>198</sup>) Cfr. F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, cit., p. 16.

## Indice bibliografico

- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, VII Ed., Torino, 2014;
- M. J. P. ANSON – F. J. FABOZZI – M. CHOUDHRY, R. R. CHEN, *Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing*, Hoboken (New Jersey), 2004;
- D. BARBERO, *Il contratto-tipo nel diritto italiano*, Milano, 1935;
- E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014, p. 91 e ss.;
- E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), doc. n. 200/2010;
- E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una <definizione>*, in *Banca Borsa Titoli Credito*, 2012, p. 541 e ss.;
- M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, I, L'“azzardo” oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contratto e Impresa* 3/2014, p. 571 e ss.;
- M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale, II, Il controllo di meritevolezza e i derivati di protezione conclusi dalle banche*, in *Contratto e Impresa* 4-5/2014, p. 881 e ss.;
- A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2006;
- A. BERARDI, *Credit derivatives: nuovi strumenti per la gestione del rischio di credito*, in [www.greta.it](http://www.greta.it), 1998;
- F. BOCHICCHIO, *Le antinomie del diritto dei derivati: proposta di soluzione*, in *Rivista di diritto bancario*, luglio 2015 (estratto);
- F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere “contratti derivati”*, in [giustiziacivile.com](http://giustiziacivile.com), n. 5/2016;
- F. CAPUTO NASSETTI – A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000;
- R. CAVALLO BORGIA, in *Responsabilità e assicurazione*, a cura di R. CAVALLO BORGIA, in *Trattato della responsabilità civile diretto da M. Franzoni*, II ed., Milano, 2007;
- V. V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario, dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008;
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, X ed., Torino, 2016;
- F. DELFINI, *Questioni di validità degli strumenti finanziari derivati: dagli IRS ai CDS*, in *Rivista di diritto bancario*, settembre 2013;

- F. DELFINI, *Autonomia privata e contratto. Tra sinallagma genetico e sinallagma funzionale*, Torino, 2015 e, in particolare, i saggi *Contratti OTC: problemi di validità e di qualificazione*, p. 62 e ss.; *Opzioni PUT con prezzo determinato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*, p. 138 e ss.; *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Regol. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, p. 164 e ss.;
- G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Il contratto alieno*, II ed., Torino, 2010;
- A. A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. XIII e ss.;
- A. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro “ragionevoli limiti” l’operatività in derivati*, in *Le società*, 6/2016, p. 709 e ss.;
- F. J. FABOZZI e M. CHOUDHRY, *The handbook of european structured financial products*, Hoboken (New Jersey), 2004;
- G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto civile e commerciale diretto da Cicu e Messineo*, Milano, 1973, I;
- G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993;
- A. FICI, *Il contratto “incompleto”*, Torino, 2015;
- E. GABRIELLI, *Il contratto e l’operazione economica*, in AA. V.V., *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Napoli, 2008, Vol. III, p. 755 e ss. (pubblicato anche in [www.judicium.it](http://www.judicium.it));
- E. GABRIELLI, *L’oggetto del contratto*, in *Il Codice Civile Commentario, fondato e diretto da Piero Schlesinger continuato da Francesco Donato Busnelli*, II ed., Milano, 2015;
- G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 1133 e ss.;
- A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, p. 401 e ss.;
- E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010;
- E. GIRINO, *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, commento a Tribunale di Milano, 27 marzo 2000, in *I contratti*, 2000, p. 786 e ss.;
- G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994;
- M. INDOLFI, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it);
- M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati*, in *Nuovo diritto*, 2007, p. 512 e ss.;
- D. MAFFEIS, *Intermediario contro imprenditore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2010, p. 779 e ss.;

- D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 604 e ss.;
- D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 280 e ss.;
- D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 648 e ss.;
- D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contratto e impresa*, 4-5, 2014, p. 835 e ss.;
- D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 3 e ss.;
- D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 4/2016, p. 1096 e ss.;
- M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 265 e ss.;
- M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. Cicu Messineo Mengoni Schlesinger*, Milano, 2012.
- C. MANDRIOLI, *Diritto processuale civile, II, il processo ordinario di cognizione*, XX ed., Torino, 2009;
- S. MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 4, p. 341 e ss.;
- U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 153 e ss.;
- U. MINNECI, *Osservazioni a Trib. Orvieto 12 aprile 2012*, in *Banca Borsa Titoli Credito*, 2012, p. 700 e ss.;
- U. MORERA – R. BENCINI, *I contratti derivati nella giurisprudenza*, 17 settembre 2015, in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it);
- M. NUCCI, *Credit default option*, in *I contratti*, 2006, p. 823 e ss.;
- E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in AA. VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, I, p. 1077 e ss.;
- E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007;

- U. PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), ottobre 2012;
- U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), ottobre 2016;
- G. B. PORTALE e G. DE NOVA, *Interventi*, in AA. VV. *Trascrizione del dibattito "Quale futuro per i derivati finanziari"*, tenutosi il giorno 11 novembre 2010 presso Borsa Italiana S.p.A. in concomitanza con la pubblicazione della II edizione del volume di E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.;
- V. ROPPO, *Il contratto*, II edizione, Milano, 2011;
- C. RUCCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in *Giur. comm.*, fasc. 3-2012, I, p. 371 e ss.;
- L. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, in *I contratti*, 2003, p. 839 e ss.;
- R. SACCO – G. DE NOVA, *Obbligazioni e contratti – II*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. RESCIGNO, III ed., Vol. 10;
- V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, p. 39 e ss.;
- V. SANGIOVANNI, *L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in)certezza del diritto*, in *Il corriere di merito*, 2011, p. 814 e ss.;
- F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004;
- S. SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti IRS*, in AA. VV., *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, cit., p. 251 e ss.;
- R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Rivista di diritto bancario*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), aprile 2009;
- A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, p. 1110.

### **Indice della giurisprudenza**

- Cass. civ. n. 3272 del 7 marzo 2001, in [pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://pluris-cedam.utetgiuridica.it);
- Cass. civ. n. 5114/2001, in *Corr. Giur.*, n. 8/2001, p. 1062 e ss.;

- Cass. civ., Sezioni Unite, n. 26724/2007, in *www.ilcaso.it*;
- Cass. civ., Sezioni Unite, n. 26725/2007, in *www.ilcaso.it*;
- Cass. civ. n. 25361/2008 in *Obbligazioni e contratti*, 2009, p. 309 e ss.;
- Cass. civ., Sez. Un., n. 3947/2010, in *Giur. It.*, 2010, 10, p. 2033 e ss.;
- Cass. civ. 5 luglio 2013, n. 16881, in *www.cortedicassazione.it*;
- Cass. civ. 19 novembre 2014, n. 24599, in *www.cortedicassazione.it*;
- Cass. civ. 3 aprile 2014, n. 7776, in *www.ilcaso.it*;
- Cass. civ. n. 17392/2015, in *www.bollettinoadapt.it*;
- Cass. civ. 24 marzo 2016, n. 5919, Cass. civ. 27 aprile 2016, n. 8395, Cass. civ. 11 aprile 2016, tutte pubblicate in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, p. 1110 e ss., con commento di A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*;
- Cass. civ. 27 settembre 2016 n. 18995, pubblicata il, in *www.dirittobancario.it*;
- Corte di Appello di Milano, 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 297;
- Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, con commento di M. INDOLFI, in *Rivista di diritto bancario*, *www.dirittobancario.it*;
- Corte di Appello di Bologna, 11 marzo 2014, in *www.dirittobancario.it*;
- Tribunale di Milano, 27 marzo 2000, in *I contratti*, 2000, p. 786 e ss.;
- Tribunale di Venezia, 28 febbraio 2008, in *www.ilcaso.it*;
- Tribunale di Torino, 24 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*;
- Tribunale di Rimini, 12 ottobre 2010, in *www.ilcaso.it*.;
- Tribunale di Milano, 14 aprile 2011, in *www.ilcaso.it*;
- Tribunale di Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, p. 748 e ss.;
- Tribunale di Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 700 e ss., con osservazioni di U. MINNECI;
- Tribunale di Monza, 17 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*;
- Tribunale di Napoli n. 11706 del 30 ottobre 2012, in AA. VV., *Strumenti derivati: Obblighi informativi – Qualifica dell’investitore – Irresponsabilità dell’intermediario – Rassegna giurisprudenziale*, a cura della redazione di *Ex Parte Creditoris*, in *www.expartecreditoris.it*;
- Tribunale di Verona, Sez. IV, est. Vaccari, 10 dicembre 2012, in *www.ilcaso.it*.;
- Tribunale di Milano, Sez. IV penale, 4 febbraio 2013, n. 13976, in *www.dirittobancario.it*;
- Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014, in *www.dirittobancario.it*;
- Tribunale di Napoli, 24 giugno 2014, in AA. VV., *Strumenti derivati: Obblighi informativi – Qualifica dell’investitore – Irresponsabilità dell’intermediario – Rassegna giurisprudenziale*, cit.;

- Tribunale di Reggio Emilia 1 dicembre 2014, n. 1622, in *www.expartecreditoris.it*;
- Tribunale di Milano, 16 giugno 2015, in *www.ilcaso.it*;
- Tribunale di Roma, sent. n. 20420, 13 ottobre 2015, in *www.expartecreditoris.it*;
- High Court Approved Judgment: *Dexia Crediop S.p.A. vv Comune di Prato* [2015] EWHC 1746 (Comm), Judgment on Local Government & Financial Services Defenced, 25 June 2015.

### **Altre fonti**

- *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati (Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini)*, Commissione VI Finanze, Camera dei Deputati, 15 giugno 2015;
- *Quaderno di educazione finanziaria*, a cura di CONSOB, *I principali prodotti derivati, elementi informativi di base*, ottobre 2012;
- *Quaderno di finanza*, a cura di CONSOB, *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, agosto 2013;
- *Strumenti derivati: Obblighi informativi – Qualifica dell'investitore – Irresponsabilità dell'intermediario – Rassegna giurisprudenziale*, a cura della redazione di *Ex Parte Creditoris*, in *www.expartecreditoris.it*;
- *Documento di consultazione*, a cura di Consob, *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, 26 maggio 2008;
- Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005, p. 22, in *www.bancaditalia.it*.