

**LE RADICI NEGOZIALI
DELLO STRUMENTO FINANZIARIO DERIVATO:
PER UNA RILETTURA DELLA DISCIPLINA
IN CHIAVE CONTRATTUALISTICA.
PROFILI DI CRITICITÀ E ORIZZONTI DI SUPERAMENTO**

Emilio Girino

SOMMARIO: *Introduzione: i guasti di una visione ascientifica – I. La natura del derivato e la necessità di un approccio rigorosamente civilistico – II. Il differenziale di valore quale oggetto del derivato – III. La differenzialità nella disciplina di trasparenza del mercato - IV. L'alea come componente coesistente dello strumento derivato e lo pseudo-distinguo fra fine protettivo e fine speculativo – V. L'up-front e la disciplina della "perversione" negoziale – VI. La determinazione del mark-to-market: una scelta possibile – VII. I cc.dd. Derivati creditizi: una verità banale.*

Introduzione - I guasti di una visione ascientifica

Contratti derivati. Due parole: pazienza e umiltà. Pazienza certolina e umiltà intellettuale: due doti che dovrebbero assistere chiunque si accinga allo studio di qualsiasi materia, ma che, stranamente, nella materia derivativa sembrano aver fatto un qual certo difetto. Essa è stata, infatti, affrontata spesso in maniera essenzialmente emozionale. Ovvio che, di fronte a cifre

impressionanti quali quelle dei *mark-to-market* o dei differenziali che si formano in un dato momento storico-finanziario su uno strumento derivato, l'istinto sia quello di urlare alla demolizione. Ed è un istinto, si badi ha contagiato anche illustri nomi, i più grandi regolatori, i più grandi esponenti del mondo finanziario e politico del pianeta i quali, ad un certo punto, hanno perentoriamente concluso: "i derivati devono essere abrogati, aboliti". Perché? Perché hanno fatto dei danni. La mia provocazione, allora, si volge in questo senso: perché, di già che ci siamo, non aboliamo anche le obbligazioni visto che anche le obbligazioni hanno causato danni non indifferenti? E' evidente che nell'approccio alla materia derivativa è prevalso un atteggiamento non altrimenti qualificabile che come "ascientifico". Ci si è, ad un certo punto, spaventati di fronte alla portata del fenomeno e lo si è affrontato in termini, ripeto, emotivi, dunque, da un punto di vista dottrinario, attraverso il metodo sicuramente peggiore, il metodo manicheo: si sono create le squadre, le opinioni preconcepite, chi era ed è contro e chi era ed è a favore degli strumenti derivati.

Cercherò, nel breve tempo assegnatomi, di tracciare semplicemente il guardrail di quello che dovrebbe essere il corretto percorso da seguire per giungere a ragionevoli conclusioni – quali esse siano, questo non ha importanza - ma sicuramente in omaggio ad un metodo squisitamente scientifico nella trattazione della materia.

Cominciando, se vogliamo, da una considerazione di fondo, da una domanda di fondo: di che cosa stiamo parlando, che cos'è un contratto derivato? Si è detto che i derivati hanno strutture complesse, articolate, difficili, impenetrabili, ma in fondo, in che cosa consiste uno strumento derivato?

I. La natura del derivato e la necessità di un approccio rigorosamente civilistico

Guardiamo dunque a ciò di cui stiamo parlando. Parliamo di un contratto. Lo strumento derivato è per sua natura un contratto.

Si potrà ovviamente obiettare che qualunque strumento finanziario nasce da un ceppo negoziale: anche un'obbligazione sottende un rapporto di mutuo, ma è anche vero che il rapporto che esiste tra l'atto negoziale generatore e il risultato di questa attività negoziale è un rapporto molto più stretto, oserei dire coesenziale, nel derivato di quanto non lo sia in altri strumenti finanziari. Una volta emessa, l'obbligazione tende a rescindere il suo cordone ombelicale con l'atto che l'ha partorita e vive, in una certa misura, di vita propria.

Nel caso dello strumento derivato non è così, perché lo strumento derivato rappresenta un *unicum* nell'ordinamento giuridico e finanziario: lo strumento derivato è un contratto che diventa strumento finanziario e che conserva la sua radice contrattuale dall'inizio sino alla fine della sua vita, sia essa naturale o sia essa colpita da morte prematura per risoluzione anticipata, recessi, rinegoziazioni e così via.

La prima conclusione da cui dobbiamo muovere, il primo traguardo concettuale, per quanto banale possa sembrare, è che lo studio del derivato non può prescindere da una *rigorosa analisi civilistica della componente negoziale*.

II. Il differenziale di valore quale oggetto del derivato

Che cos'è dunque questo contratto, in che cosa consiste, ma soprattutto, qual è il suo oggetto? Cominciamo con lo sfatare un equivoco, meglio: con il rimediare ad un grave, forse il più grave errore concettuale di cui si è imbevuta la più parte della dottrina derivativa. Contrariamente a quanto quest'ultima afferma, *l'oggetto di un derivato non è l'entità fondamentale, non è il sottostante*.

Va premesso che il derivato possiede una sua autonomia all'interno del panorama giuridico, perché l'articolo 1 del TUF lo definisce - c'è una definizione di derivato molto articolata, molto complessa, molto ampia, per molti versi discutibile, ma c'è! -, anzi: lo strumento derivato possiede un suo pronunciato profilo, una sua accentuata tipicità, quantunque non immediatamente intuibile. Su questo terreno si sono già pesantemente scontrate le diverse scuole di pensiero, dividendosi le opinioni fra coloro che assolutamente negano la sussistenza di una qualsivoglia possibilità o "capacità tipologica" dello strumento derivato e coloro che, viceversa, si appiattiscono su una lettura estremamente formalistica, riposando, direi, con molta comodità, su una definizione di taglio prettamente legislativo ed elencativo e pervenendo alla rassegnata conclusione per la quale il derivato sarebbe un qualcosa di indefinibile e pertanto sarebbe derivato ciò che la legge dice essere derivato senza che sia possibile rintracciarne un ceppo genetico.

Il derivato, in realtà, è stato sin qui qualificato come lo strumento che deriva il suo valore dall'attività sottostante. Da qui il fondamentale equivoco consistito nel confondere il derivato con il sottostante. Questa è una definizione di carattere prettamente economicistico che, da un punto di vista strettamente giuridico, non serve assolutamente a nulla, perché dire che un derivato trae il suo valore dall'attività fondamentale non equivale a definire specificamente il contratto derivato. La dimostrazione è semplicissima: anche le quote di un fondo comune di investimento traggono il loro valore dai loro "sottostanti", cioè dagli strumenti finanziari nei quali viene investito il patrimonio del fondo, ma nondimeno, nessuno oserebbe dire, neanche il legislatore spesso molto distratto su questo profilo, che la quota di un fondo comune sia un contratto derivato (tant'è che l'art. TUF tiene ben distinte le due tipologie di strumento).

Che cos'è allora un contratto derivato, qual è l'oggetto di un derivato? L'oggetto di un derivato - lo sostengo da tempo - è la *compravendita del differenziale*. Col derivato si compra una differenza di valore dell'attività sottostante, che si registra mediante il confronto fra il prezzo convenzionale attribuito a quella attività in sede contrattuale e il valore che

quella stessa attività assumerà in una data futura, alla data di scadenza o di esecuzione o comunque nel corso della vita del contratto. Anche in questo caso è stato obiettato che, in fondo, la differenzialità è una caratteristica tipica di qualunque operazione di speculazione finanziaria; anche se si comprano oggi delle azioni e se le si rivendono fra tre mesi, si nutre la segreta speranza che queste azioni aumentino di valore e che si possa realizzare un guadagno, appunto, differenziale da una vendita ad un prezzo maggiore di quello d'acquisto. Già, ma c'è una bella differenza: perché in questo caso chi acquista dovrebbe comprare integralmente l'azione, dovrebbe sottoporsi ad un esborso pari al valore dell'azione. Con un *equity derivative*, un derivato azionario che assuma come grandezza fondamentale un'azione, si "comprerebbe" soltanto il differenziale, non si andrebbe incontro a nessun esborso, si acquisterebbe soltanto proprio quella *differenza* di valore che sarà a favore dell'acquirente o a favore della controparte, a seconda dell'oscillazione registrata dal titolo – il che rientra nella logica, nella naturale dinamica dell'andamento del mercato. Questo, e non altro, è l'essenza dello strumento derivativo. E questo è, se vogliamo, quel tratto che vale a costruire oggi una tipologia, una categoria – non voglio perdermi adesso in una disquisizione tra i "tipizzatori" e i "categorizzatori" – ma è questo il tratto distintivo, quale che sia la scuola di pensiero a cui si voglia aderire, dello strumento derivato: è derivato quello strumento finanziario che consiste in un contratto che ha ad oggetto la compravendita di un differenziale di valore.

Siffatta tesi, che pare ad alcuni azzardata, che taluni ha sin qui apertamente contestato, ha trovato recentemente un suggello direi definitivo: lo si legge in quella sentenza cui l'avvocato Belli [*Presidente della seduta: n.d.r.*] alludeva all'inizio del suo intervento, ossia la n. 52/2010 della Corte Costituzionale. Il testo di questa sentenza è inequivoco: si statuisce che, al di là di quelle che sono le differenze strutturali o naturali che connotano i singoli strumenti, gli stessi sono accomunati da un unico denominatore, cioè il fatto di mirare alla liquidazione di un differenziale di valore. Lo afferma la Corte Costituzionale: direi che, a questo punto, ogni ulteriore discussione diventerebbe oziosa.

III. La differenzialità nella disciplina di trasparenza del mercato

Perché questo distinguo è importante? Non è semplicemente una questione di maniacalità accademica, non si appaga qui il bisogno del giurista di dare per forza un nome alle cose e di incasellare il fenomeno dentro alla singola custodia normativa. No, c'è qualcosa di più: il fatto che il derivato non possa essere tale se persegue un fine acquisitivo, oltre a trovare dei precisi referenti normativi positivi (oggi anche all'interno del Testo Unico pur confusamente riformato dalla MiFID e nei regolamenti attuativi della stessa), ha un'importanza notevole perché produce un rimbalzo pratico immediato, un rimbalzo che trova una sua prima ed importante espressione nella disciplina di trasparenza finanziaria.

Oggi parliamo di comunicazione, di informazione concreta e quindi la trasparenza finanziaria risente anche di questa classificazione. Mi riferisco in particolare alla normativa, tuttora in consultazione, in base alla quale il derivato, assunto a fondamentale un'azione quotata, dovrebbe essere computato fra gli strumenti partecipativi diretti del soggetto stipulante ai fini del calcolo della soglia di partecipazione oltre la quale scatta l'obbligo di OPA.

Torino è stata teatro di un episodio noto al riguardo, sul quale non è il caso di soffermarsi anche perché vi sarebbero molti dettagli da analizzare, forse molti di più di quelli che la stampa frettolosamente ha messo in evidenza. Ma, trascurando il caso specifico, possiamo veramente, scientificamente dire che uno *swap* che assuma a sottostante un'azione equivalga di per sé al possesso di quell'azione? No, se ammettiamo, come dobbiamo ammettere, che l'oggetto del derivato non è l'acquisizione del fondamentale, bensì del differenziale di valore; e se ammettiamo, di conseguenza, che il derivato che miri all'acquisizione del fondamentale non è più uno strumento derivato, bensì uno strumento che è né più né meno che un contratto di compravendita a termine di una determinata attività finanziaria, nella specie, di un'azione. Non si mira più, se si stipula un derivato col fine di trattenere l'attività fondamentale a scadenza, a realizzare un mero differenziale, in questo caso non si stipula un derivato, si stipula semplicemente un contratto di vendita a termine di un determinato titolo.

Queste osservazioni sono state rappresentate alla Consob che sta varando un'importante modifica al Regolamento Emittenti. Proprio pochi giorni fa è stato pubblicato il documento di consultazione arricchito delle osservazioni svolte dai partecipanti e l'esito è stato alquanto sorprendente. Chi vi sta parlando in questo momento aveva suggerito di imporre un meccanismo di trasparenza rimesso all'autoresponsabilità dello stesso acquirente: in altre parole, se io acquisto uno strumento derivato che insiste su un'azione quotata, devo essere io stesso a comunicare anticipatamente quella che sarà la mia futura decisione: se quella di realizzare un mero differenziale di valore ovvero di procedere all'acquisizione dell'attività fondamentale, e sarà quindi la Consob, alla scadenza, a verificare se quel fondamentale è stato effettivamente trattenuto oppure è stato ritirato e venduto in un brevissimo lasso di tempo – io suggerivo tre giorni lavorativi – denotando così un'effettiva finalità di realizzazione del solo differenziale.

La Consob, dapprima ferma su una posizione molto rigorista, oggi sposa una posizione prossima a quella suggerita ma leggermente diversa, consentendo di non considerare come acquisitivi quei derivati che pur comportino il ritiro a termine dell'attività fondamentale, purché accompagnati dall'impegno a cedere quella stessa attività nell'arco di sei mesi ad un soggetto che non sia qualificabile come parte correlata. Potremmo discutere ancora. Non si è voluto sposare appieno la tesi, sposata invece dalla Corte Costituzionale, della differenzialità pura e credo che, se il regolamento verrà adottato in questa versione, recherà alcune lacune che potranno consentire più o meno facili elusioni.

IV. L'alea come componente coesenziale dello strumento derivato e lo pseudo-distinguo fra fine protettivo e fine speculativo

Facciamo un passo avanti e domandiamoci: che cosa caratterizza l'oggetto dello strumento derivato? Quasi ho celiato utilizzando questa locuzione “*la sostenibile e necessaria leggerezza dell'alea*” [il Relatore addita la diapositiva proiettata alle sue spalle: n.d.r.]. Perché?

Perché lo strumento derivativo per definizione incorpora nel suo oggetto l'alea; l'alea non è nel derivato un elemento accidentale, casuale, una possibilità. L'alea è essa stessa *parte dell'oggetto del contratto*, gli è immanente, coesenziale: posto che l'oggetto del derivato è la compravendita di un differenziale di valore futuro e incerto, la componente aleatoria è per ciò solo intrinseca all'oggetto stesso. Il che significa che la carenza di alea, originaria o sopravvenuta, non può che avere una conseguenza, cioè determinare la nullità dell'oggetto. Tutto questo ha un riscontro pratico immediato.

Alludo alle celeberrime (o famigerate) rinegoziazioni che sono state poste in essere su determinati derivati alterando le condizioni originarie della contrattazione. Se questa alterazione giunge al punto di togliere alea allo strumento derivato – ne parleremo fra qualche minuto – non siamo in presenza soltanto di una problematica di inadempimento contrattuale o di buona fede nella informazione prima ancora che nell'esecuzione del contratto, ma siamo in presenza di una nullità contrattuale perché deprivare lo strumento derivato della sua alea pura equivale ad annullare il suo stesso oggetto.

Altro tema sul quale si è molto discusso, altro tema sul quale si sono formati i due calcistici schieramenti, è quello afferente alla funzione di speculazione o protezione che il derivato può assumere.

Secondo una certa impostazione di pensiero, anche di – ormai più contenuta – giurisprudenza, il derivato sarebbe lecito, sarebbe quindi valido – addirittura in passato si diceva “legalmente proteggibile” perché, in caso contrario si sarebbe applicato il micidiale articolo 1933 del codice civile – solo se stipulato per fini di carattere protettivo, e non anche per fini di carattere speculativo.

Una prima considerazione, ovvia, si impone: abbiamo detto che il contratto derivato – ma non lo diciamo noi, lo dice il TUF – è uno strumento finanziario; come è possibile escludere la componente speculativa dallo strumento finanziario? Qualunque strumento finanziario, per definizione, include in sé una componente di speculazione, altrimenti non saremmo più di fronte ad uno strumento finanziario (leggasi uno strumento che serve a investire e a far rendere il denaro), saremmo di fronte ad un contratto di altra natura. Il contratto derivato, in

quanto strumento finanziario, necessariamente include una componente di speculazione. Ma che cos'è, allora, la finalità speculativa o la finalità protettiva?

Non possiamo accettare, non possiamo accettarlo come giuristi ma non possiamo accettarlo neppure logicamente, che per finalità si intenda il motivo soggettivo che abbia indotto uno dei contraenti a stipulare: in tal caso saremmo completamente fuori bersaglio, per la buona ragione – non devo certo spiegarlo ad una platea di questo livello – che i motivi sono giuridicamente irrilevanti, a meno che non si tratti di motivi illeciti e comuni alle parti. Ancora una volta, l'attenzione è traviata: quando parliamo di speculazione o di protezione, ci riferiamo al cosiddetto rapporto di *correlazione*, cioè un rapporto, preesistente alla stipulazione derivativa, fra una passività o un altro dato rischio che il derivato mira a neutralizzare, e il medesimo stipulando derivato. Tale rapporto oggettivo fa sì che, se un'impresa è indebitata per un milione di euro al tasso variabile dell'euribor più tre punti – supponiamo – e voglia proteggersi contro le variazioni del parametro, dovrà stipulare necessariamente un derivato di eguale durata per eguale nozionale e con un coerente tasso fisso di un certo ammontare che non sia talmente elevato da creare una perdita *ab origine*. Questo è il derivato protettivo, contrapposto a quello speculativo che invece prescinde, appunto, dal rapporto di correlazione.

Loro capiscono che, anche stipulando un derivato “per fine protettivo”, una componente comunque di speculazione rimane necessariamente intrinseca allo strumento medesimo. Dire, come talora si è sentito dire, “se il derivato è speculativo è opera del demonio” o pressappoco, e, quindi, cotale derivato deve essere per definizione considerato nullo, se invece è protettivo è “un'opera di bene” e merita di essere preservato, sono due affermazioni egualmente insostenibili.

Sicuramente, da un punto di vista strettamente civilistico, che è quello – ripeto - dal quale occorre sempre muovere quando si analizza questa figura, non si può sostenere che un derivato, per il fatto di essere speculativo sia per ciò solo nullo. Naturalmente, se esistono norme o di carattere ordinamentale – una norma specifica come esiste nell'ambito dei derivati pubblici cui alludeva prima il presidente della seduta di oggi – o se esiste una norma privata, come può essere una norma contenuta all'interno di un accordo-quadro che richieda la stipulazione soltanto di derivati “protettivi” e non anche “speculativi” nel limitato senso che ho appena chiarito, è evidente che, in un caso del genere, il dare al cliente un qualcosa di diverso da quello che il cliente aveva richiesto può integrare un inadempimento contrattuale, se il divieto sta in una norma contrattuale, oppure può integrare una nullità se il divieto sta in una norma pubblica, come è quella del d.l. 112 del 2008, che ha paralizzato la stipulazione derivativa da parte degli enti locali.

Che cosa si vuol dire, in sostanza? Si vuol dire che la nullità o meno di un derivato non può naturalmente essere desunta dal fine per il quale il derivato è stato stipulato; l'assenza del

rapporto di correlazione, quindi, può determinare la nullità del contratto solo se una norma *ad hoc* commina la nullità, ovvero potrà determinare un inadempimento del contratto solo se l'antecedente pattuizione aveva un contenuto preclusivo. Ma dire, come si è sentito dire e visto scrivere, che il derivato, in quanto speculativo di per sé sarebbe nullo è un assunto inconfutabilmente contrario all'ordinamento positivo.

V. L'up-front e la disciplina della “perversione” negoziale

Veniamo con ciò ad uno dei temi più scottanti della materia e che ha direttamente investito in modo particolare, ma non solo, la pubblica amministrazione: il c.d. *up-front*. Loro tutti ben sanno cos'è un *up-front*, il che mi esime da ogni rappresentazione didascalica: mi limito a rammentare che per *up-front* si intende quella somma che viene erogata normalmente dall'intermediario al cliente, o nel momento in cui il derivato è in perdita, cioè registra un *mark-to-market* negativo e l'*up-front* è teso a far sì che questo *mark-to-market* venga riassorbito, ovvero – caso tipico e frequentissimo dei comuni e delle regioni – addirittura prima della formazione di qualsivoglia *mark-to-market* positivo o negativo, cioè al momento stesso della stipulazione, in questo caso per la finalità, probabilmente, di costituire degli immediati flussi di cassa in modo particolarmente “disinvolto”, anche se particolarmente discutibile da un punto di vista di contabilità amministrativa.

Anche l'*up-front* ha dato alimento a due opposte fazioni: vi è chi sostiene che l'*up-front* per definizione sia un finanziamento, un qualcosa di assolutamente illecito che turba completamente la stessa dinamica contrattuale e quindi rende nullo il derivato; v'è chi all'opposto sostiene che l'*up-front* non sia altro che la pattuizione di una speciale condizione contrattuale. E da lì in poi l'ulteriore sottoproblema: se si è o se non si è un operatore qualificato, si merita o non si merita di essere protetti per il fatto che una banca abbia pattuito con il cliente un *up-front*.

Nuovamente siamo in presenza di un grave errore di fondo. L'*up-front*, in realtà, non è un meccanismo poi così “perverso” in assoluto, quantunque lo possa diventare in concreto. La rimodulazione e, quindi, la previsione di un *up-front* costituisce un'anomalia negoziale solo nel momento in cui comporti un'alterazione delle condizioni del negozio originario tale per cui la componente aleatoria venga snaturata.

Ho detto un istante fa che l'alea è un elemento essenziale dell'oggetto del contratto; ne consegue che, se un contratto viene snaturato perché le sue condizioni, al fine di recuperare l'*up-front*, vengono modificate in termini tali da far sì che comunque il contratto sia perdente *ab origine* e in maniera certa per una delle parti, a questo punto non è il caso di domandarsi se l'operatore è qualificato o se non è qualificato, o che altro; è necessario puramente e semplicemente prendere atto del fatto che l'alea è venuta meno. Cancellando l'alea e

riconoscendo che il contratto incorpora l'alea come componente imprescindibile del suo oggetto, il contratto è nullo.

E', deve essere chiaro che se un intermediario eroga un certo importo alla controparte prima o durante l'esecuzione del contratto, debba poter modificare le condizioni originarie, perché, se ciò non avvenisse, ci troveremmo di fronte ad una situazione a dir poco paradossale: una sorta di "donazione" che verrebbe elargita dall'intermediario alla controparte cliente.

E' pertanto indubbio che un'alterazione debba essere consentita: già, ma quale alterazione? Un'alterazione tale per cui, calcolandosi prospetticamente quello che è il valore del contratto, quell'alterazione comporti semplicemente il recupero dell'ammontare di quell'*up-front*.

Se, invece, le condizioni sono modificate in termini tali da far sì che non venga recuperato solo l'*up-front* ma vengano aggiunte anche delle ulteriori utilità, ecco che la fattispecie complessa comincia ad offrire il fianco ad altre letture. Si può cominciare a pensare che, forse, quella che è una sorta di "perversione negoziale" sia diventata effettivamente tale, perché a questo punto quel congegno è andato ad incidere su quella che è la struttura stessa del contratto, sulla sua base civilistica. Però non possiamo affermare a priori, sulla base della pura e semplice constatazione della presenza di un *up-front* e di una conseguente rinegoziazione, di essere sicuramente in presenza di una violazione contrattuale o di un'alterazione dello schema negoziale. Vi sarà quell'alterazione soltanto nel momento in cui, ripeto, la modifica delle condizioni originarie travalichi lo stretto fine di recupero (di quella che è né più né meno che un'anticipazione di flussi futuri attesi) per trasformarsi in un'occasione di reddito, di lucro indebito dell'altra parte e questo non perché si è o non si è operatori qualificati e quindi si sa o si deve sapere che cosa si firma o meno, ma perché alla base viene stroncato uno degli elementi essenziali del contratto, cioè la sua componente aleatoria. Questo è il nodo per sciogliere il quale non occorre altro che un'attenta e coscienziosa applicazione della disciplina civilistica del negozio.

Due ultimi brevi accenni con i quali chiudo, restando, credo – mi rivolgo al Presidente – nei tempi assegnati.

VI. La determinazione del mark-to-market: una scelta possibile

Il *mark-to-market*, altro bel tema. Tema, anche in questo caso, affrontato in maniera assolutamente acritica. Qui non si sono neppure formate "scuole di pensiero". Qui si è preso atto del fatto che esistono per lo più contratti – primo fra tutti il tanto celebrato modello ISDA, scritto dall'*International Swap and Derivative Association*, conosceranno tutti questo contratto, il c.d. ISDA (pronuncia italiana n.d.r.) e molti altri consimili scimmiettanti modelli – in cui è contenuta una clausola in virtù della quale, se una parte vuole recedere, se una parte

vuole porre anticipatamente fine al contratto, deve versare all'altra quello che il TUF all'articolo 203 definisce quale "costo di sostituzione", cioè il *mark-to-market*.

Questo "marcare il mercato" significa stabilire il valore prospettico del derivato stesso; si chiama costo di sostituzione, perché quello è il prezzo al quale, in quel dato momento storico-finanziario, un terzo indipendente sarebbe disponibile a subentrare in quel contratto alle sue originarie condizioni quelle condizioni. Nulla di strano. In una sentenza si è letto addirittura che il *mark-to-market* sarebbe una sorta di corrispettivo illecito a fronte di una pur libera facoltà di recesso, ma una qualificazione di questo tipo non ha alcun pregio per il semplice fatto che non sarebbe possibile consentire ad una parte di liberarsi da un vincolo contrattuale senza corrispondere ciò che la legge stessa prevede, il c.d. costo di sostituzione. Non è questo il vero problema, che invece sta altrove.

In quella clausola sta scritto, infatti, che il *mark-to-market* qualcuno, come è ovvio, lo determina e questo qualcuno, di solito, è l'intermediario. Il che non è ancora scandaloso: vi è chi ritiene che questa sia una clausola per ciò solo nulla, ma non è vero. Il nostro ordinamento – ci sono fior di sentenze della Cassazione che lo confermano – ammette la determinabilità dell'oggetto o di parte dell'oggetto del contratto – tale è il *mark-to-market* – ad opera di una sola delle parti: quindi non c'è nulla di scandaloso in tutto questo. Il problema è che questa determinazione, proprio in quanto rimessa ad una sola delle parti, deve obbedire a dei criteri obiettivi, a dei criteri certi, come la stessa Cassazione che ho appena richiamato chiaramente insegna. Il problema è che, se Loro leggono l'ISDA o un consimile contratto, troveranno una pletera di menzioni alla *fairness*, *reasonability*, equità, correttezza, ragionevolezza e via discorrendo ma nessun criterio specifico, nessun criterio preciso per determinare il valore del *mark-to-market*.

Una clausola di questo tipo – è un aspetto di cui finora la giurisprudenza si è quasi disinteressata, ma perché, a monte, se ne sono per lo più disinteressate le difese di chi ha agito in giudizio – involge uno spettro di forte criticità, in quanto, se la clausola è nulla, gli addebiti che vengono fatti a tale titolo comportano una conseguenza ovvia, cioè il fatto di non essere dovuti. E non è vero che il *mark-to-market* non si possa stimare, non è assolutamente vero. E' chiaro che non si può mai prevedere un valore certo, perché nessuno ha la sfera di cristallo, perché se avessimo le sfere di cristallo non esisterebbe l'alea e se non esistesse l'alea a questo punto non esisterebbe neppure il derivato. È vero invece che esistono dei metodi probabilistici, accreditati dalle migliori scienze stocastiche, che consentono di operare delle stime ragionevoli.

E la dimostrazione di tutto questo si ritrova in quel noto decreto, in quella bozza di decreto di regolamentazione dell'attività derivativa degli enti locali, alla cui approvazione è subordinata la ripresa dell'attività di stipulazione di derivati da parte degli stessi, che però, non si sa bene perché, è da un anno e mezzo che giace approvato ma non ancora emanato. In quel decreto

vengono fornite delle precise indicazioni da tradursi all'interno del contratto per far sì che la clausola di stima del *mark-to-market* non sia una clausola nulla in quanto la sua determinazione non viene rimessa a dei criteri arbitrari o sfumati o evanescenti, bensì viene affidata a dei precisi e predefiniti criteri probabilistici. Non è detto che siano i migliori, ma almeno – ed è questo che conta – sono certi e preconoscibili.

VII. I cc.dd. derivati creditizi: una verità banale

Un'ultima riflessione sull'importanza di inquadrare con esattezza i contorni della nostra materia ci viene offerta dai cc.dd. derivati di credito. Perché uso quest'espressione proiettata alle mie spalle: "il fascino della menzogna"? Perché quella dei derivati di credito è una menzogna che il mercato e lo stesso legislatore si è raccontato da un pezzo. Si ritiene che il derivato creditizio – perché dice questo il TUF, perché dice questo la direttiva MiFiD, perché dice questo un decreto del marzo del 2007 addirittura anteriore all'attuazione della stessa MiFiD - sia un derivato finanziario. I risultati li abbiamo visti e li vediamo tutti i giorni. Quando assistiamo ad una forte pressione speculativa sul debito pubblico di un Paese, col rischio di mandare a rotoli l'intera finanza europea, il vero problema di fondo è che a valere sul debito dei vari Paesi si collocano una serie di speculatori – che sicuramente non sono dei personaggi criminali per definizione, fanno il loro mestiere e sfruttano quello che il sistema loro consente – i quali hanno aperto posizioni di *credit default swap*, derivati creditizi appunto, su quello stesso debito.

Ora, è chiaro che – non v'è ora il tempo di soffermarci su tutti i dettagli, ma questa è un'affermazione intuitiva e minimale – il derivato creditizio, per sua natura, è uno strumento di protezione del rischio di credito, ossia è uno strumento di garanzia assimilabile, se vogliamo, ad un contratto assicurativo o ad altre tipologie di garanzie note, ma che se ne distingue per alcune sue peculiarità che lo rendono più snello, più appetibile, più facile da stipulare: nondimeno esso è e deve rimanere uno strumento di garanzia del credito. Nel momento in cui il derivato cessa di essere uno strumento di garanzia del credito per trasformarsi in un derivato finanziario, diventa invece stipulabile *ad infinitum*.

Se un'azienda ha un credito da garantire nei confronti di un suo debitore, che cosa farà di solito? Stipulerà una fidejussione, una garanzia sul credito, un contratto assicurativo, per cui, se si rendesse inadempiente o se fallisse il debitore, l'azienda percepirebbe un risarcimento pari, o quasi, al valore del credito garantito. Ma se quello stesso contratto di garanzia l'azienda garantita lo stipulasse cinque volte – perché se si considera il merito creditizio come qualsiasi altra grandezza economica, la stipulabilità del derivato è, per definizione, teoricamente illimitata – si arriverebbe al paradossale risultato per il quale il creditore avrebbe più interesse a veder fallire la sua controparte che non a vederla adempiere regolarmente,

perché dal suo fallimento trarrebbe un profitto finanziario tante volte maggiore del suo credito quanti siano i derivati stipulati su quella stessa posizione.

Ma la domanda è, ed è anche la risposta conclusiva di questo mio breve intervento: perché il derivato creditizio non dovrebbe essere un contratto derivato? Per una ragione molto semplice: non si forma sulla grandezza fondamentale alcun flusso differenziale. Ecco perché ha importanza stabilire quale sia l'oggetto di un derivato. Dov'è il differenziale sulla fluttuazione futura ed incerta di una grandezza economica in un derivato di credito? Non c'è! Ma – altro aspetto che ci riannoda al precedente discorso – anche l'alea è fortemente compromessa, perché uno non può influire sul corso di un tasso di interesse, non può influire sul corso di una valuta, non può influire sul prezzo dell'oro o del petrolio o del grano, a meno che non si chiami Trichet, Bernanke o Warren Buffett (a seconda dei punti di vista...), cioè non c'è una possibilità di influire sull'andamento di una grandezza economica futura ed incerta, ma c'è – altro che! – la possibilità di influire sulle sorti del proprio debitore. In tal caso l'alea è fortemente ridotta o riducibile. Forse non esiste neppure più, perché la possibilità di influenzare l'alea attraverso un comportamento esogeno tende ad annullare quella componente essenziale del derivato, visto vuoi come contratto vuoi come strumento ossia, come ho chiarito, un *unicum* indissolubile in cui l'attributo negoziale e le sue giuridiche implicazioni conservano un'insopprimibile rilevanza.