

## BOZZA

### NOTE SUI DERIVATI CREDITIZI: MARKET FAILURE O REGULATION FAILURE?

SOMMARIO: 1. Introduzione: vecchio e nuovo nel concetto di “derivato”; l’azione sociale come “prototipo” di derivato cartolarizzato. – 2. In particolare: i derivati creditizi; inquadramento della fattispecie. – 3. Derivato creditizio *vs.* polizza di assicurazione; derivato creditizio *vs.* fideiussione. – 4. Regime normativo dei derivati creditizi e sua logica: dalla valutazione soggettiva (*bank-oriented*) alla valutazione sistemica (*market-oriented*) del rischio di credito. – 5. Valutazione *market-oriented* del rischio di credito e sua (dichiarata) *ratio*: il “dogma” dell’efficienza del mercato dei capitali e dell’allocazione ottimale del rischio di credito. – 6. Derivati creditizi e cartolarizzazioni: due aspetti di uno stesso fenomeno. – 7. Sul «dogma» dei mercati finanziari efficienti: fra realtà e finzione. – 8. Derivati creditizi: (apparente) «mercato» del rischio di credito e (sostanziale) immunità da un vero «regime di mercato»; le norme-chiave istitutrici di un «sistema di immunità». – 9. Origine e contenuto precettivo delle tre norme-chiave in materia di derivati creditizi. – 10. L’esonazione “normativa” dalle norme che presidiano l’efficienza del mercato: la licenza normativa di “dumping” di derivati creditizi. – 11. Ancora sulla “esonazione normativa” dalle “norme” che presidiano la funzionalità dei mercati: licenza di “*maquillage*” contabile per gli acquirenti di CDS. – 12. Gli effetti perversi del *dumping* dei derivati creditizi: espansione irrazionale del credito e separazione fra finanza e realtà. – 13. Riforma del sistema finanziario e derivati creditizi: il dibattito in corso negli U.S.A. – 14. La scelta politico-legislativa di “esonazione” dal diritto e la sua logica storico-sociale.

*“Molto è licito là, che qui non lece”*  
(Dante, *Par.*, I, 55.)

1. Sebbene il nome di “*contratto derivato*” possa evocare l’idea di un fenomeno del tutto nuovo – una “invenzione” della più sofisticata finanza contemporanea –, in realtà la sostanza che vi sta dietro è almeno tanto vecchia quanto il capitalismo: in un certo senso, può persino dirsi che il capitalismo nasca con i derivati o, se si vuole, che i derivati nascano con il capitalismo.

Il contratto derivato è, infatti, quel contratto che assume a suo oggetto il trasferimento da un soggetto A ad un soggetto B di un «rischio» inerente ad una «attività sottostante». Nel derivato – e qui sta la sua essenza – il “rischio” non è un mero *accessorio* del

contratto (ogni contratto comporta rischi), bensì proprio il suo *oggetto principale*. Possiamo insomma definire il derivato come quel contratto con il quale si dà un *prezzo al rischio*.

Ora – e veniamo a spiegare l’affermazione fatta in esordio – il prototipo dei più sofisticati derivati dei nostri giorni è, a ben guardare, nient’altro che quel contratto che dà avvio alla modernità capitalistica: il contratto con cui ci si scambia “capitale” ovvero, più precisamente, con cui ci si scambia la frazione di un patrimonio imprenditoriale incorporata in un titolo (<sup>1</sup>). L’antenato glorioso dei moderni derivati è, insomma, l’azione di società.

Lo scambio azionario è il contratto con il quale i due soggetti, compratore e venditore, si scambiano, rispettivamente un *flusso monetario certo* (il prezzo) contro un *flusso monetario incerto* (le aspettative di utili); il che val quanto dire che l’azione di società è un “derivato” dell’azienda sociale sottostante e che la compravendita azionaria altro non è se non il contratto con il quale si forma un *prezzo* a quel particolare *rischio* che è il rischio di impresa (<sup>2</sup>).

In realtà, il “senso” ultimo dello scambio che ha ad oggetto l’azione non sta tanto nella circostanza che il prezzo del rischio dell’attività sottostante sia data da “due parti” nel contesto di una “negoziante privata”, quanto piuttosto che tale prezzo si formi in un vero e proprio “mercato *ad hoc*”: il mercato dei capitali. La peculiarità del “derivato delle origini” (l’azione di società) sta proprio nel suo essere non solo un “derivato”, ma in particolare un “derivato cartolarizzato” (o, come suole dirsi, *securitised*): la posizione contrattuale che incorpora il rischio (cioè che incorpora

---

<sup>1</sup> M. WEBER, *Storia economica – Linee di una storia universale dell’economia e della società*, Roma, 2003, 244, ad esempio, individuava i caratteri social-tipici del capitalismo moderno in: «proprietà», «libertà di contratto», «tecnica razionale», «diritto razionale», «libertà di lavoro» e, per l’appunto, «commercializzazione», quest’ultima intesa come “l’uso di titoli atti a rappresentare diritti di partecipazione alle imprese e diritti patrimoniali” (nei termini attuali si potrebbe, quindi, dire “cartolarizzazione”). Il grande sociologo tedesco poi continua, *op. loc. cit.*: “in quanto la commercializzazione si aggiunge alle altre caratteristiche del capitalismo, viene accresciuta l’importanza di un ulteriore elemento...: la *speculazione*. Essa può acquisire tuttavia quest’importanza solo a partire dall’istante in cui un patrimonio assume la forma di titolo *negoziabile*” (corsivo nel testo).

<sup>2</sup> Per la configurazione della «azione» come un derivato sulla azienda sottostante, si veda, ad esempio, ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Corporate Finance*, New York, 2008, 638.

il diritto ai flussi monetari incerti rappresentati dagli utili) viene a sua volta incorporata in un bene – il titolo azionario – che può circolare secondo i principi dei beni mobili. Il prezzo del rischio inerente all'attività sottostante non è, quindi, il prodotto della negoziazione privata *una tantum* di due soggetti, ma viene continuamente sottoposto ad una “verifica” razionale/razionalizzabile da parte di un “mercato oggettivo”.

Qui si tocca con mano la “logica” essenziale che è comune tanto a questo “derivato delle origini” che è l'azione sociale, quanto ai derivati più complessi dei quali ci occuperemo fra breve (che pure, beninteso, dal derivato-azione si differenziano sotto svariati e assai rilevanti profili): la logica della “razionalizzazione”, grazie alla quale è possibile distinguere fra “speculazione” e “scommessa”<sup>(3)</sup>.

La *summa divisio* fra speculazione e scommessa può invero essere descritta in questi termini: nel primo caso, la valutazione del rischio è fondata su basi razionali o meglio razionalizzabili; nel secondo caso, al contrario, la valutazione del rischio si fonda su basi irrazionali, di guisa che, in realtà, il rischio è, sì, “*trasferito*” da una parte all'altra, ma non è in realtà “*valutato*” (=tradotto in un “prezzo razionale”).

Cheché se ne dica – e per quanto la parola continui a mantenere un'accezione negativa –, qualsiasi operazione in quel particolare derivato che è l'azione sociale, così come qualsiasi operazioni in ogni altro derivato (quelli “creditizi” di cui ci occuperemo fra

---

<sup>3</sup> La distinzione fra “speculazione” razionale e “scommessa” irrazionale è, ovviamente, massimamente rilevante per diritto italiano ai fini della nota questione della cd. eccezione di gioco ai sensi dell'art. 1933 c.c. Sul punto, per tutti, VALSECCHI, *Il gioco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1986, XXXVII, t. 2, 38; FUNAIOLI, *Il gioco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile italiano* diretto da Vassalli, Torino, 1961, 59; D'AMELIO, *Commentario D'Amelio-Finzi*, Firenze, 1949, 360.

Sul tema specifico dei contratti derivati, in dottrina, cfr. VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929, 23; GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in questa *Rivista*, 1986, I, 570; PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, in *Dir. Comm. Internaz.*, 1992, 171; CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli strumenti finanziari*, in *Riv. Soc.*, 1996, 1119.

In giurisprudenza, si vedano, oltre alle risalenti App. Torino, 15 marzo 1927, in *Riv. dir. civ.*, 1927, II, 953 e App. Torino, 17 agosto 1927, in *Foro Subalpino*, 1927, 1247, Trib. Milano, 20 febbraio 1997, in *Gius.*, 1997, 1263; Trib. Torino, 10 aprile 1998, in *Contr.*, 1999, 46; App. Milano, 26 gennaio 1999, in *Contr.*, 2000, 257; Trib. Milano, 2 aprile 2004, in *Gius.*, 2004, 3328.

breve), è, sì, “speculativa”: essa si fonda infatti sulla “speculazione” e cioè sulla immaginazione che lo scambio fra il flusso monetario certo (il prezzo) *versus* il flusso monetario incerto (le *chances* di utili) sia conveniente e possa quindi consentire all’operatore un guadagno – senza falsi pudori – “speculativo”. Tuttavia – si badi bene, giacché qui emerge la “logica della razionalizzazione” –, in tanto l’operazione ha un senso ed è protetta dall’ordinamento, in quanto la “speculazione” non è affatto una scommessa legata al caso (cioè a qualcosa di non traducibile in un calcolo verificabile sia pure *ex post*), ma è piuttosto legata ad una valutazione oggettiva del rischio: lo “speculatore” deve conoscere (o comunque è *posto in condizione di conoscere*) il bilancio dell’impresa sociale; deve conoscere (o è comunque *posto in condizione di conoscere*) la realtà sottostante – come è composto il patrimonio, come si produce il reddito, quale è stato l’andamento passato etc. –; deve conoscere, insomma, un insieme di informazioni sulla base delle quali è possibile (non «certa», ma «possibile») una valutazione “razionale” del rischio.

Lo “speculatore” – contrariamente a quanto si ritiene comunemente – non è, quindi, affatto assimilabile allo “scommettitore” o al “giocatore” di Dostoevskij (per il quale la “razionalità” del rischio renderebbe il gioco non più degno di essere giocato).

Certo, molto spesso si sente dire che un certo soggetto specula su un’azione “scommettendo” sul rialzo dei prezzi. Ma la differenza è essenziale: lo speculatore (si intenda: in linea di principio) compie una scommessa su basi “razionali” o “razionalizzabili” e, quindi, “vince” perché ha avuto una migliore padronanza delle informazioni, mentre lo scommettitore vero e proprio compie una scommessa niente affatto razionale e niente affatto razionalizzabile e, quindi, vince per “pura fortuna”. E quindi: il primo (speculatore “razionale”) contribuisce alla formazione di un prezzo (del rischio), il quale proprio perché fondato su basi razionali, contribuisce a immettere nel sistema “ricchezza informativa”; mentre il secondo (scommettitore “irrazionale”) non fornisce proprio nessun contributo, dal momento che il prezzo di un rischio puramente casuale “non dice” alcunché al sistema.

Ancora: il primo contribuisce a far sì che il mercato dei capitali – che è sempre “quintessenzialmente” un mercato di “derivati” – possa adempiere – mediante un meccanismo di prezzi efficienti – al compito (tendenziale) della più efficiente allocazione delle risorse, mentre il secondo è, a tal fine, del tutto inutile.

Si comprende, quindi, come l’ordinamento giuridico protegga la “speculazione razionale” – e, quindi, i contratti derivati che siano ascrivibili a tale categoria – mentre non protegga la “scommessa irrazionale”, stabilendo la regola della non coercibilità delle pretese fondate su calcoli irrazionali (cioè su non-calcoli) (art. 1933 ss. c.c.) <sup>(4)</sup>.

Da queste considerazioni preliminari possiamo trarre un primo criterio ermeneutico per l’inquadramento della fattispecie: i contratti derivati – e l’azione sociale ne è il prototipo – hanno ad oggetto *princeps* la «negoziatura di un rischio»; ed in tanto essi sono “validi” e “meritevoli di protezione giuridica” – almeno in linea di principio –, in quanto il rischio che viene da essi “prezzato” possa essere almeno in astratto (non necessariamente in linea di fatto) *valutato su basi razionali*.

Per questo, è parso opportuno sottolineare come dietro il nome apparentemente “nuovo” e *à la page* di «derivato» si celi in realtà un problema “vecchio”: dinanzi a questa invenzione della modernità che è il «mercato di capitali», l’esigenza fondamentale del legislatore è *sempre* quella di assicurare che il mercato proceda in modo efficiente alla “prezzatura” (*pricing*) del rischio ovvero, il che è lo stesso, quella di assicurare che la “speculazione” che anima il mercato dei capitali sia una speculazione “razionale” o “razionalizzabile” e non una scommessa “irrazionale”.

Quali siano questi meccanismi vedremo oltre nel corso di questa breve riflessione sui derivati creditizi e sul ruolo da loro giocato nella recente crisi finanziaria globale.

## 2. Una volta ricondotto il fenomeno nuovo “derivati” al “vecchio” problema della distinzione fra negoziazione razionale del rischio

---

<sup>4</sup> Sul punto si rinvia alla nota precedente.

(protetta dall'ordinamento) *versus* negoziazione irrazionale (non protetta), possiamo ora volgere lo sguardo a quella particolare forma di derivati – i cd. “derivati creditizi” – cui va attribuito un grande “merito” ed un grande “demerito”: il merito di aver determinato una delle più importanti modifiche strutturali dei sistemi finanziari mondiali ed il demerito di aver anche contribuito significativamente a condurli a un collasso che per molti profili assomiglia, pur senz'altro distinguendosi, a quello del 1929 <sup>(5)</sup>.

Chiunque abbia seguito, se non su riviste specializzate, quanto meno nella stampa quotidiana, le analisi della grande crisi dei nostri giorni avrà sentito ricorrere espressioni quali (i) “separazione fra «finanza» e «realtà»” o “eccesso di finanziarizzazione”, (ii) “espansione irrazionale del credito o “economia fondata sul debito”, (iii) *deregulation* selvaggia ovvero fallimento delle regole (*regulation failure*) prima ancora che fallimento del mercato (*market failure*).

Occuparsi del fenomeno dei derivati creditizi, anche con l'ausilio del criterio ermeneutico enucleato all'inizio, dovrebbe servire a dare a queste espressioni – veri e propri *Leitmotive* dei commentatori della crisi dei nostri giorni – un significato meno evanescente ed astratto, ma più concreto e scientifico.

Cos'è dunque un “derivato creditizio”? <sup>(6)</sup>

Se quella di dare un prezzo al rischio è la funzione di *qualsivoglia derivato*, nel caso del *derivato creditizio* il rischio oggetto di negoziazione è, in particolare, il rischio di credito: il rischio che un soggetto che abbia ricevuto un finanziamento non sia più in grado di sostenere il debito, vuoi perché non è in grado di adempiere puntualmente alle obbligazioni (*credit event*

---

<sup>5</sup> La letteratura sulla crisi finanziaria e sul “fallimento delle regole” è vastissima. Per tutti si rinvia a G. SOLOS, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, New York 2008, *passim* (trad. it., *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Roma, 2008), ove ampi riferimenti di letteratura statunitense.

<sup>6</sup> Su una trattazione completa dell'istituto si rinvia a CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, *passim* e spec. Cap. IX. (ove ampi riferimenti alla vasta letteratura nordamericana); CAPUTO NASSETTI-CARPENZANO-GIORDANO, *I derivati di credito, aspetti civilistici contabili e fiscali*, Milano, 2001, *passim*; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 135.

=illiquidità), vuoi perché non è in grado di restituire il capitale (*credit event*=fallimento o *default*).

Le due parti del contratto derivato sono, quindi, da un lato, il *protection seller* e, dall'altro lato, il *protection buyer*. Il primo è colui che si assume il rischio di un “sinistro” legato al credito sottostante (cd. *reference obligation*) (<sup>7</sup>), il secondo è, invece, colui che si “assicura” rispetto a quel rischio.

Sulla base di una prognosi – e cioè di una valutazione (razionale) del rischio di credito –, il *protection seller* concorda con il *protection buyer* lo scambio (“*swap*”) fra il pagamento dal secondo al primo di un *flusso monetario certo* (il “prezzo” del derivato) contro il pagamento dal primo al secondo di un *flusso monetario incerto* (l'indennizzo corrispondente al *quantum* di danno corrispondente al ritardo del pagamento del credito ovvero al definitivo mancato pagamento).

La forma più nota di derivato creditizio è quella ove il rischio di credito oggetto di contratto è, per l'appunto, il rischio “massimo” di fallimento del debitore (cd. *reference entity*) (<sup>8</sup>): da qui il nome (ormai quasi entrato nel gergo quotidiano) di *credit default swap* o CDS (<sup>9</sup>).

La differenza fra derivato creditizio e cessione di credito è ovvia: oggetto del derivato creditizio non è mai il credito sottostante (che resta “immobile” in capo al suo titolare), bensì solo e soltanto il *rischio* ad esso connesso.

Certo, non sarebbe del tutto scorretto affermare che il derivato creditizio costituisce una “cessione virtuale del credito”: esso

---

<sup>7</sup> In luogo di un'obbligazione sottostante determinata, la posizione protetta può anche essere rappresentata da un “basket” di posizioni creditizie individuate in massa. Spesso i CDS costituiscono copertura per interi portafogli creditizi.

<sup>8</sup> Nel caso in cui il CDS “copra” non una singola *reference obligation* ma un *basket* di posizioni creditizie, non vi sarà, ovviamente, un singolo debitore sottostante, ma una categoria di debitori.

<sup>9</sup> Il contratto di *credit default swap* non è normativamente tipizzato né – *ça va sans dire* – nel nostro ordinamento, né in quello statunitense ove esso ha avuto origine nel corso degli anni '90 del secolo scorso. Nel 1999, tuttavia, la *International Swaps and Derivatives Association*, che come è noto costituisce la più importante associazione mondiale dei *dealers* di contratti derivati, nonché il “*soft law legislator*” in materia, ha iniziato a produrre la documentazione contrattuale standardizzata cui, nella quasi totalità dei casi, le parti fanno riferimento (vi è, cioè, un ISDA Master Agreement applicabile alla fattispecie *credit default swap*). Ogni informazione al riguardo è reperibile sul sito [www.isda.org](http://www.isda.org).

infatti consente, sì, il trasferimento del rischio di credito senza però realizzare al contempo il trasferimento del credito (<sup>10</sup>). Ma fra una vendita “virtuale” e una “vendita reale” c’è una notevole differenza. Come si cercherà di spiegare nel seguito.

3. Per comprendere meglio il significato funzionale dei derivati creditizi può ora essere utile compararli a due contratti tipici previsti dal nostro codice civile ai quali – almeno *prima facie* – essi paiono assimilabili: il contratto di assicurazione e il contratto di fideiussione.

La “vicinanza” fra derivati creditizi e contratti di assicurazione è piuttosto evidente(<sup>11</sup>): *così come* il titolare di un bene fisico (ad es., una vettura) – che voglia mantenere il possesso del bene, ma voglia al contempo proteggersi dal rischio del suo perimento – stipula una polizza di assicurazione, *analogamente* il titolare del bene-credito – che sia interessato a mantenere il credito (ad es. perché preferisce mantenere la relazione diretta con il soggetto finanziato), ma intenda anche proteggersi dal rischio sottostante – stipula un *credit default swap*. Il corrispettivo (il flusso monetario certo) che il venditore di protezione pattuisce con la controparte per il rischio assunto (flusso monetario incerto) risulta assai simile al “premio assicurativo” che le compagnie di assicurazioni pattuiscono con gli assicurati.

Se la logica “assicurativa” lo rende prossimo al contratto di assicurazione, la circostanza che il rischio assicurato sia per l’appunto il rischio di credito, lo rende, invece, prossimo al contratto di fideiussione: *così come* il creditore che ottenga una

---

<sup>10</sup> Per una interessante ricognizione, sotto il profilo economico ed istituzionale, del fenomeno del *credit risk transfer*, si veda BIS, *The joint forum – Credit risk transfer*, Marzo 2005, disponibile sul sito del Basel Committee on Banking Supervision, <http://www.bis.org/publ/joint13.pdf?noframes=1>

<sup>11</sup> Sul confronto fra derivato creditizio e contratto di assicurazione dal punto di vista del diritto italiano, CAPUTO NASSETTI, (nt. 6), 403, il quale sottolinea giustamente la non necessità, nel derivato creditizio, della ricorrenza di una posizione di rischio in capo all’acquirente di protezione. Per l’esame dal punto di vista del diritto nordamericano (canadese), si può rinviare a *The Classification and Regulation of Credit Derivatives*, in corso di pubblicazione su *The Canadian Business Law Review*. Per il diritto inglese, si veda FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Cross-Sector Risk Transfers*, maggio 2002, disponibile all’indirizzo web: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp11.pdf>

fideiussione, mantiene il credito, ma si protegge dal rischio dell'inadempimento del debitore, analogamente il *protection buyer* di un derivato creditizio ottiene una garanzia dal *protection seller* <sup>(12)</sup>.

Alle similitudini strutturali con il contratto di fideiussione si contrappongono però quanto meno tre fondamentali differenze di disciplina (ciascuna interconnessa alle altre):

- (i) la fideiussione può essere prestata solo a favore del titolare del credito: una fideiussione prestata a favore di un soggetto che non abbia alcuna relazione con il credito garantito sarebbe certamente nulla per mancanza di causa <sup>(13)</sup>;
- (ii) sebbene sia ben possibile che uno stesso credito sia garantito anche da più fideiussori solidali, il creditore può essere indennizzato, magari per intero, ma non più di una volta: se A ha un credito di 100 nei confronti di B, potrà anche ottenere tre fideiussioni indipendenti da tre banche X, Y e Z, ma non può certo ottenere 300 se il credito garantito valeva 100 <sup>(14)</sup>;
- (iii) il rapporto contrattuale di fideiussione è un rapporto personale non destinato alla circolazione (se non nella forma della cessione dei contratti con l'ovvia conseguenza della

---

<sup>12</sup> Per un confronto fra la fattispecie del derivato creditizio e il contratto di fideiussione, si veda CAPUTO NASSETTI, (nt. 6), 401; cfr. anche ASTROPAOLO-PRAICHEUX, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in questa *Rivista*, 2002, I, 219; GIRINO, (nt. 6), 140.

<sup>13</sup> Il principio – direttamente derivante tanto dalla definizione codicistica del contratto di fideiussione (art. 1936 c.c.), quanto dalla sua disciplina (spec. art. 1939, art. 1941 e 1945 c.c.) – è espresso nei termini della necessaria “accessorietà” della fideiussione. Da ultimo, Cass., 17 ottobre 2008, n. 25361, in *Obbl. e contr.*, 2009, 309: “Il principio di accessorietà della garanzia comporta il venir meno della relativa obbligazione tutte le volte in cui l'obbligazione principale sia estinta”. Si badi bene: anche per il “contratto autonomo di garanzia” – per il quale non si predica la stessa caratteristica di 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>14</sup> Vero è, infatti, che, ai sensi dell'art. 1946 c.c., “se più persone hanno prestato fideiussione per un medesimo debitore e a garanzia di un medesimo debito, ciascuna di esse è obbligata per l'intero debito, salvo che sia stato pattuito il beneficio della divisione”. Ma vero è anche che, ai sensi del successivo art. 1954 c.c.: “se più persone hanno prestato fideiussione per un medesimo debitore e per un medesimo debito, il fideiussore che ha pagato ha regresso contro gli altri fideiussori per la loro rispettiva porzione”.

necessità del consenso del contraente ceduto)<sup>(15)</sup>.

Nessuna di queste regole vale per i derivati creditizi.

- (i) il derivato può essere venduto anche ad un soggetto diverso dal creditore (ovvero: ad un *protection buyer* che non sia, *eodem tempore*, il titolare del credito garantito);
- (ii) il derivato può essere venduto più volte anche a fronte di una stessa obbligazione (ovvero: con l'emissione di una molteplicità, potenzialmente infinita, di derivati creditizi a fronte di una stessa obbligazione sottostante);
- (iii) la garanzia concessa dal *protection seller* è suscettibile di essere "incorporata" – anche se non necessariamente deve esserlo<sup>(16)</sup> – in un titolo di credito (*security*) o, comunque, in un contratto che può circolare esattamente come l'azione di società, secondo le regole proprie non della cessione dei contratti, bensì in quelle proprie della cessione di beni mobili<sup>(17)</sup>.

---

<sup>15</sup> CAPUTO NASSETTI (nt. 6), 402, sottolinea altre differenze, che però, soprattutto ai fini del discorso qui condotto, paiono accessorie e conseguenti a quelle segnalate nel testo, e precisamente: impossibilità, per la fideiussione, di essere prestata a condizioni più onerose rispetto al credito garantito (art. 1941 c.c.), il che è invece ammesso e normale nel caso di un CDS; principio di surrogazione, previsto per la fideiussione (art. 1949 c.c.) ed escluso invece per il CDS; collegamento funzionale fideiussione/inadempimento del debitore principale, necessario nel caso della garanzia e invece escluso nel caso del CDS (nel contesto del quale il *credit event* può essere anche un fatto del tutto diverso dall'inadempimento del debitore principale).

<sup>16</sup> I derivati creditizi sono generalmente trattati *over-the-counter* (si chiamano, per l'appunto, *OTC derivatives*) e cioè al di fuori di mercati regolamentati e su base di trattativa individuale. Essi sono quindi, per lo più, "contratti" e non invece "strumenti finanziari negoziabili". Tuttavia, a dispetto della loro non quotazione in pubblico mercato, una parte assai consistente dei CDS (pari a poco meno della metà), 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*, è oggetto di negoziazione (ancorché, ovviamente, su basi non regolamentate). Sul punto si veda WESSEL, *Wall Street is Cleaning Derivatives Mess*, in *Wall St. J.*, 16, 2006, A2 e E. DICKINSON, *Credit default swaps: So Dear to Us, so Dangerous*, 9 (relazione alla conferenza su *Derivatives and Risk Management* del 20 novembre 2008 presso la *Fordham Law School*; il testo è disponibile sul sito [ssrn.com/abstract=1315535](http://ssrn.com/abstract=1315535)). Interessante anche BEALES, *Delphi Defied: How the Credit Derivatives Business is Finding Way to Retain its Poise*, *Financial Times* del 1 novembre 2005, 17. Occorre infine anche ricordare che, a partire dalla seconda metà del 2007, il *Chicago Mercantile Exchange* ha annunciato che avrebbe iniziato a "quotare" *CME Credit Index Event Contracts*; si veda il *CME Special Executive Report* del 15 giugno 2007, all'indirizzo <http://www.cmegroup.com/rulebook/files/rule-changes-archives/20070618S-4585.pdf>

<sup>17</sup> Vedi nota precedente.

L'operazione sottostante ad un derivato creditizio può, quindi, essere descritta in termini di “mercificazione” del rischio di credito (*credit risk securitization* o *commodization*): se col titolo di credito, è il *credito* a divenire una “merce” scambiabile come un qualsiasi bene mobile, col derivato creditizio a divenire merce è un elemento ancora più “immateriale”, il *rischio di credito*.

4. Queste “deroghe” del regime proprio dei derivati creditizi rispetto a quelle del contratto di fideiussione possono apparire, sulle prime, assai bizzarre: perché mai un soggetto che non è creditore intende acquistare protezione da un rischio che non ha? Perché mai un soggetto che vende protezione, assume l'obbligo di corrispondere un indennizzo anche multiplo pur quando l'obbligazione sottostante “inadempiuta” sia una sola? <sup>(18)</sup>.

Per rendersi conto di queste “bizzarrie” può essere opportuno un esempio. Si immagini che l'obbligazione sottostante sia il debito di 100 fra Fiat e la banca Intesa-San Paolo. Si immagini ora che un *protection seller* venda a terzi – e quindi non solo al creditore interessato alla protezione (banca Intesa-San Paolo), ma ad una molteplicità indeterminata di terzi – il derivato creditizio sulla predetta obbligazione. Ciascun derivato creditizio (CDS) incorporerà quindi l'obbligo del *protection seller* di indennizzare ciascuna controparte nel caso in cui il debitore sottostante (Fiat) fallisca. Si immagini, sempre a titolo di esempio, che il *protection seller* stipuli 1000 derivati creditizi sull'obbligazione Fiat che vale 100: il *protection seller* riceverà, quindi, da ciascuna delle mille controparti un flusso monetario certo (il corrispettivo dell'assunzione del rischio), ma sarà tenuta a corrispondere il flusso monetario incerto corrispondente a tanti indennizzi quanti sono i derivati creditizi venduti. E così, qualora il *credit event* (fallimento o *default*) si verificasse, il *protection seller* sarebbe tenuto a corrispondere non semplicemente 100 (il valore della *reference obligation*), bensì 100 per 1000 e cioè 100.000.

---

<sup>18</sup> I *credit default swaps* stipulati con controparti che non hanno alcuna esposizione creditizia nei confronti della *reference entity* sono per l'appunto chiamati “*naked CDS*”, CDS “nudi”, ovvero, stipulati a puro scopo di “speculazione” e non invece di “copertura” (*hedging*).

In buona sostanza, il combinato disposto dei due principi – (i) scissione fra titolarità del credito e negoziabilità della sua protezione e (ii) la reiterabilità *ad infinitum* dell’operazione – fa sì che, grazie ai derivati creditizi, si realizzi una situazione “virtuale” e niente affatto “reale” corrispondente a quella in cui il debitore Fiat abbia contratto un debito non di 100, bensì di 100.000.

Si comincia allora a comprendere – sia pure in termini ancora piuttosto vaghi – come i “derivati” rendano possibile un certo distacco fra «finanza» e «realtà».

Grazie, e soltanto grazie, alle regole che consentono ai derivati di fare ciò che è invece precluso a polizze di assicurazioni o fideiussioni, diventa possibile che il sistema finanziario incorpori un rischio di credito su Fiat *del tutto slegato dal credito reale ed effettivo* che Fiat ha in essere con il sistema bancario (<sup>19</sup>).

Sarebbe però un passo troppo rapido quello di concludere, fin da ora, per la “diabolicità” dell’istituto per via di questa apparentemente “diabolica” separazione fra «finanza» e «realtà».

Ed invero, i due principi “bizzarri” che stiamo esaminando – (i) scindibilità fra titolarità del credito e negoziabilità della sua protezione, (ii) moltiplicabilità *ad infinitum* dei derivati creditizi su una stessa posizione sottostante – trovano la loro ragion d’essere (o, almeno, dovrebbero trovarla) nel terzo principio che ne connota la disciplina: la destinazione al «mercato» della *protection*. Il mercato cui il CDS è destinato può poi essere tanto il «mercato dei capitali» in senso proprio: ciò che avviene allorché la *protection* sia incorporata in una *security* destinata a circolare come i beni mobili (e cioè come azioni, obbligazioni, e simili); ma può anche trattarsi di «mercato» in senso lato: ciò che avviene quando, pur non essendo la *protection* “cartolarizzata” (e restando pertanto soggetta, come ogni contratto, al regime comune di cedibilità), un mercato della *protection* (inteso come formazione del prezzo grazie al gioco di domanda e offerta) si forma comunque dal momento che una stessa identica *protection* può essere venduta *da* una molteplicità di emittenti (*recte*:

---

<sup>19</sup> Sulla base dei dati pubblicamente disponibili parrebbe che, su un ammontare di *credit default swap* con un valore nozionale pari a circa 65 trilioni di dollari, la componente puramente speculativa risultava pari a circa un terzo.

proponenti) a una molteplicità indeterminata dai sottoscrittori (*recte*: stipulanti) <sup>(20)</sup>.

Perché mai questa circostanza (la destinazione al mercato dei CDS) è così importante? e perché mai questa circostanza rende meno “bizzarri” i due principi anzidetti?

La risposta a questi fondamentali interrogativi può essere così formulata: se è vero che (come detto in esordio) i mercati dei capitali sono *sempre* speculativi, e se è altresì vero che ciò che distingue la speculazione (protetta dall'ordinamento) dalla scommessa (non protetta dall'ordinamento) sta nella base «razionale»/«razionalizzabile» della prima rispetto a quella «irrazionale» della seconda, è allora altrettanto vero che l'immissione dei derivati creditizi nel mercato dei capitali dovrebbe rendere possibile la formazione di un prezzo (tendenzialmente) “razionale” sul rischio di credito. Quand'anche poi il derivato creditizio non fosse “cartolarizzato”, ma restasse disciplinato nel contesto di un ordinario contratto (soggetto al regime comune di cedibilità), ciò nondimeno, come già sopra osservato, la reiterabilità della stessa operazione avente ad oggetto la stessa identica *protection* da parte di un numero molteplice di offerenti (gli “emittenti” di CDS) e di un numero molteplice di stipulanti (i “sottoscrittori” di CDS) creerebbe comunque le condizioni per la formazione di un “prezzo di mercato”.

In altre parole, la circostanza che nel mercato siano immessi – per continuare l'esempio – dieci, cento o mille derivati creditizi sulla stessa obbligazione pari a 100 di Fiat verso banca Intesa-San Paolo, fa sì che il “rischio *default* Fiat” venga fatto oggetto di

---

<sup>20</sup> Più “liberista” parrebbe, in realtà, il punto di vista di CAPUTO NASSETTI (nt. 6), 411, per il quale: “la causa del *credit default swap* ... consiste nello scambio di un premio a fronte dell'assunzione del rischio di deterioramento del profilo creditizio di un Ente di Riferimento, e tale scambio appare risultare meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o di *emptio spei*”. Per tale A., addirittura, “la trasformazione del credito presente in tale portafoglio [quello degli intermediari bancari] in una «materia prima» facilmente trasferibile e negoziabile al di fuori del mercato bancario ..[consentirebbe di] ...affermare che i *credit derivatives* concorrono al raggiungimento del fine istituzionale delle banche centrali”. L'argomento, a tacer d'altro, prova troppo: quanto rilevato potrebbe valere per i *credit derivatives* stipulati a fronte di rischi di credito già presenti nel patrimonio del *protection buyer*, mentre nel caso di rischi creditizi cui il *protection buyer* è estraneo (cd. *naked CDS*), il parallelo fra derivati creditizi e fini istituzionali delle banche centrali (già di sé piuttosto ardito) pare del tutto infondato.

valutazione *non solo* da parte di un solo soggetto pur sempre fallibile (il creditore banca Intesa-San Paolo), *ma anche* dei dieci, cento o mille “sottoscrittori” o “negoziatori” di CDS (*credit default swap*) su Fiat. La moltiplicazione “finanziaria” e potenzialmente infinita del rischio Fiat che consegue alle regole proprie dei derivati creditizi fa sì che alla *valutazione soggettiva* di un rischio di credito che resta nel “foro interno” del creditore banca Intesa-San Paolo si sostituisca (almeno apparentemente) la *valutazione oggettiva* di quello stesso rischio di credito (“finanziariamente” moltiplicato all’infinito) da parte del mercato oggettivato (i mille acquirenti dei CDS e le migliaia, centinaia di migliaia di investitori che faranno *trading* su tali strumenti finanziari sulla base di una valutazione, in linea di principio razionale/razionalizzabile, delle “informazioni” pubblicamente disponibili circa la *reference entity* debitore-Fiat o circa la *reference obligation* obbligazione-Fiat).

Le regole peculiari che contraddistinguono il derivato creditizio “moderno” rispetto alla fideiussione “classica” – (i) scissione fra titolarità del credito e negoziabilità del rischio, (ii) reiterabilità *ad infinitum* dell’operazione – stanno quindi in diretta ed essenziale correlazione – almeno così dovrebbe essere – con la formazione di un “mercato oggettivato” che possa valutare il rischio di credito Fiat meglio e più efficientemente di quanto non faccia il singolo creditore (seppure creditore “professionale” come la banca).

I derivati creditizi costituiscono quindi – almeno così ci vien detto – un istituto giuridico che segna un passaggio in atto, e di enorme portata, da una tecnica di valutazione del rischio di credito legata ancora alla *relazione personale* debitore/creditore ad una tecnica del tutto nuova legata invece alla *efficienza sistemica* (o alla presunzione di efficienza sistemica...) dei mercati, e, in particolare, dei mercati dei capitali <sup>(21)</sup>.

---

<sup>21</sup> Su tale profonda modifica dei sistemi finanziari mondiali si può rinviare alle considerazioni assai equilibrate di PADOA-SCHIOPPA, *Regulating Finance – Balancing Freedom and Risk*, Londra, 2005, 56. Proprio in tema di derivati, ID., *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino Economico*, Banca d’Italia, 1996, n. 26, 61. Fra gli “entusiasti” delle nuove frontiere aperte dall’industria dei derivati vi sono, ad esempio, quanto alla recente letteratura giuridica americana: D.G. BAIRD, *Other People’s Money*, 60 *Stan. L. Rev.* 1309 (2008); J. T. LINC, *Credit Derivatives: Industry Initiative Supplants Need for Direct Regulatory Intervention – A Model For the Future of U.S. Regulation*, 55

Sembrerebbe, quindi, ripristinato l'ordine dopo l'iniziale impressione di bizzarria: sì, è vero, i derivati creditizi consentono alla finanza di "staccarsi" dalla realtà creando *ex nihilo* «simulazioni» di posizioni debitorie/creditorie non esistenti *in rebus* (cioè moltiplicate in un mirabile gioco di specchi); ma tutto questo, lungi dall'essere bizzarro, consente (o dovrebbe consentire) il passaggio da un sistema *sogettivo* e potenzialmente fallibile ad uno *oggettivo* e potenzialmente infallibile di valutazione del rischio di credito; più precisamente: il passaggio da un sistema di valutazione del credito *bank-oriented* ad un sistema *market-oriented*.

Se, tradizionalmente, la valutazione del rischio di credito era il "nocciolo" del mestiere del banchiere, i derivati creditizi annunciano l'avvento di un'era in cui tale mestiere viene assunto da quel «banchiere sistemico» che è il mercato oggettivato.

Sia ben chiaro – perché il punto non è di poco conto – l'era del "banchiere sistemico" (valutazione del rischio di credito secondo il nuovo principio *market-oriented*) non è conseguente ad una evoluzione per così dire "naturale" o darwiniana dei sistemi economico-sociali: essa consegue piuttosto ad una precisa scelta normativa, quella per l'appunto che sta dietro alle regole sopra esaminate, le quali – come detto – hanno reso possibile quella scissione giuridica "credito"/"rischio" e quella illimitata reiterabilità di tale scissione senza la quale i derivati creditizi non potrebbero neanche esistere. Se poi questa scelta normativa, e quindi "politica", di rendere possibili i derivati creditizi sia condivisibile o meno, è ancora presto a dirsi.

5. Occorre ora chiedersi: qual è la differenza fra il "vecchio" sistema di valutazione del rischio di credito *bank-oriented* rispetto al "nuovo" *market-oriented*? E qual è la logica per la quale i legislatori occidentali hanno ritenuto che fosse opportuno adottare

---

*Buff. L. Rev.* 1371 (2008). Da una prospettiva economico-istituzionale, sui supposti benefici indotti dai derivati creditizi, si veda: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *A new capital adequacy framework – Consultative paper*, Basilea 1999; INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *Report of the working group on capital adequacy – Recommendations for revising the regulatory capital rules for credit risk*, Washington, 1998.

regole senza le quali questa evoluzione (certamente non “naturale”, bensì “politicamente” istituita) non sarebbe stata possibile?

L’idea (o ideologia) che presiede a questa scelta è ben nota: i mercati dei capitali sono più efficienti delle banche tradizionali; anche con riguardo al “compito” proprio delle banche, che è quello della valutazione del merito creditizio, l’evoluzione tecnologica che rende possibile una diffusione in tempo reale e su basi planetarie di una enorme mole di informazioni finanziarie fa sì – così corre il consueto argomento – che quel mestiere sia oggi meglio svolto non dal *singolo* “banchiere soggettivo” ma dal *sistema* del “mercato oggettivato” (22).

Se tutto questo fosse vero – e per il momento lo diamo per scontato –, sarebbe allora altrettanto vero che la nuova “era” del “banchiere sistemico” apporta un “beneficio netto” per la società nel suo insieme. In termini più tecnici, il mercato dei capitali realizzerebbe la migliore allocazione del rischio di credito e cioè la sua allocazione presso i soggetti in grado di sostenerlo al minor costo.

Un esempio piuttosto “stilizzato” può risultare utile per rendere più evidente questo “argomento classico” che, fino a poco tempo fa, andava per la maggiore.

Immaginiamo che il debitore Fiat sia valutato dalla banca Intesa-San Paolo con un fattore di rischiosità di 10, sicché (con molte semplificazioni) a fronte di un’obbligazione di 100, la banca chieda un pagamento di interessi che, al netto del profitto del banchiere, misuri 10. Immaginiamo poi che il mercato sul quale si trattano i derivati creditizi su Fiat, valuti invece il rischio di credito in misura pari a 8. Ora, se si ipotizza che la valutazione del mercato è più efficiente – quindi, più “corretta” –, ciò vorrebbe dire che, per effetto del gioco concorrenziale, il sistema sociale nel suo complesso, prima o poi, farà pagare a Fiat non il costo di 10, bensì il costo di 8. Grazie all’*input* di informazioni (in ipotesi)

---

<sup>22</sup> Un “classico” in materia di «ipotesi dei mercati efficienti», è quella di E. FAMA *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin 383 (1970). Il punto di vista è – ovviamente – quello ben noto della scuola di Chicago riconducibile allo “avversario” di Keynes, M. Friedman.

“efficienti” proveniente dal mercato (ove si trattano i derivati), il sistema nel suo complesso – grazie ad una migliore allocazione del rischio di credito – consentirebbe un risparmio, con conseguente incremento della “ricchezza sociale” (la più efficiente allocazione del risparmio presso le imprese consentirebbe una maggiore crescita della produzione economica globale e, quindi, un maggiore *welfare*, non *state-*, ma *market-produced*).

L’esempio è, all’evidenza, molto stilizzato e semplificato, ma ai fini del nostro discorso lo si può prender per buono.

6. I derivati creditizi costituiscono senz’altro uno dei più visibili terreni ove si fa chiara la scelta normativa (e «politica») dei legislatori occidentali a favore del “banchiere sistemico”. Ma ve ne è un altro che, sebbene apparentemente lontano, rappresenta, a ben guardare, l’altro lato di una stessa medaglia. Si allude qui alle ormai ben note “cartolarizzazioni” <sup>(23)</sup>.

Le cartolarizzazioni o *securitizations* – ormai divenute oggetto di cronaca quotidiana – sono quelle operazioni mediante le quali una banca conferisce ad una società-veicolo un monte di crediti seriali ed omogenei (ad esempio, crediti da mutui immobiliari, i ben noti *subprime*, ma anche crediti di altra natura, come ad es., crediti da operazioni di *LBO*, *leveraged buy-out*, o crediti a piccole e medie imprese), per poi immettere nel mercato quote di proprietà di questo monte creditizio incorporate in appositi strumenti finanziari. Le cartolarizzazioni sono, pertanto, delle cessioni di crediti – dal settore bancario al settore dei *capital markets* – mediate attraverso la costituzione di un veicolo societario cui i crediti sono previamente trasferiti in massa.

Ora, ad una prima impressione, fra cartolarizzazione e derivato creditizio parrebbe esservi una radicale differenza.

Il tratto precipuo del derivato creditizio sta nell’essere

---

<sup>23</sup> Sul ruolo delle *securitizations* nel quadro della generale tendenza alla “oggettivazione” del mercato del credito, si veda F. J. FABOZZI – V. KOTHARI, *Introduction to securitization*, Hoboken, New Jersey, 2008; VRIES ROBBÉ, *Securitization law and practice: in the face of the credit crunch*, Austin, Texas, 2008; A. DAVIDSON, *Securitization: structuring and investment analysis*, Hoboken, New Jersey, 2003; P.W. FEENEY, *Securitization: redefining the bank*, New York, 1995.

radicalmente separato, sotto il profilo giuridico, dal credito sottostante: ciò che vien trasferito è il *rischio di credito*, ma non il *credito*; al contrario, nella cartolarizzazione, la banca cede non semplicemente il *rischio di credito*, ma *rischio* e, al tempo stesso, *credito*.

In realtà, i due istituti, pur certamente distinti, corrispondono entrambi ad una logica unitaria: che è quella di spostare dal settore bancario al settore del mercato (dei capitali) il compito di valutazione del merito creditizio; e ciò sul (dichiarato) presupposto che tale compito sia svolto più efficientemente dal secondo che non dal primo (non a caso, l'uno e l'altro fenomeno sono unitariamente descritti nella letteratura economica con lo stesso acronimo di CRT – *credit risk transfer* –)<sup>(24)</sup>.

Derivati creditizi e cartolarizzazioni costituiscono, insomma, i due principali indizi, sul piano dei sistemi normativi globali, dell'ascesa di questo nuovo «banchiere sistemico» che è il mercato dei capitali: al compito tradizionale di “prezzare” il «rischio di impresa» (con il “derivato delle origini”, l'azione sociale), ad esso si attribuisce anche il nuovo compito di “prezzare” il «rischio di credito» (con i moderni derivati creditizi o con le moderne cartolarizzazioni). Grazie al nuovo «banchiere sistemico» anche il rischio di credito dovrebbe ora trovare la sua migliore allocazione nel sistema sociale.

7. Se questa riflessione fosse stata compiuta qualche anno fa, forse sarebbe anche potuta finire con queste fiduciose parole circa i prodigi del mercato e circa i prodigi del “banchiere sistemico”.

Se però ci si sporge dalla finestra, piuttosto che “arricchimento netto”, si vedono piuttosto le macerie della crisi finanziaria ed economica globale in atto. Ed allora quelle parole che condensano l'ideologia del “mercato”, non possono essere poste al termine, ma piuttosto all'inizio della riflessione.

Al giurista, come a qualsiasi scienziato sociale, si impone allora la domanda: è un fallimento del mercato? o è un fallimento delle

---

<sup>24</sup> Sul punto si veda, ad esempio, C. BOIDO, *Gli strumenti di mitigazione del rischio di credito: i derivati creditizi*, in *Analisi Finanziaria*, 2003, n. 52.

regole? o una combinazione dei due?

Il “dogma” dell’efficienza del mercato dei capitali non può più essere considerato come tale: esso va posto in discussione.

Ed allora, ai sostenitori dell’efficienza del mercato dei capitali occorrerà ricordare che il mercato dei capitali da sempre – e cioè da quando esiste nella sua forma più “semplice” ove l’oggetto degli scambi era il “derivato” delle origini, l’azione di società – non solo *non funziona* mai spontaneamente, ma *non può mai* funzionare spontaneamente <sup>(25)</sup>.

È vero, infatti, che la “speculazione” del mercato dei capitali è una speculazione, di per sé, potenzialmente “sana” in quanto razionale (=fondata su una valutazione razionale delle informazioni relative all’emittente); ma è anche vero che tale “speculazione razionale” non può certo essere compiuta dal *quisque de populo* e cioè da quel risparmiatore anonimo che costituisce il protagonista ultimo del mercato dei capitali.

Se il *quisque de populo* (e, forse, non solo lui) non è certo in grado di comprendere le formule astruse di un derivato creditizio, il *quisque de populo* non è neanche in grado di comprendere neanche il “semplice” bilancio di un emittente di una “semplice” obbligazione a reddito fisso.

Quale che sia lo strumento finanziario – la *security* – immessa nel mercato dei capitali, il *quisque de populo* (il risparmiatore) si trova sempre, strutturalmente, in una condizione di inferiorità.

Ed è per questo che la relazione emittente/risparmiatore è una relazione che, se lasciata a sé stessa, innalza talmente il rischio di frode – per l’insuperabile asimmetria informativa fra il primo (emittente) e il secondo (risparmiatore) – da esporre continuamente il mercato ad uno *strutturale* “rischio sistemico”: il *free rider* (il cattivo emittente, colui che immette nel mercato titoli “cattivi” o tossici, come si dice oggi) danneggia anche il buon emittente, condannando all’*impasse* l’intero mercato dei capitali.

---

<sup>25</sup> La letteratura sul punto è vastissima. Ci si può limitare a rinviare, in quanto paradigmatici dell’analisi di cui nel testo, a EASTERBROOK – FISCHER, *Mandatory disclosure and the protection of investors*, in 70 *Va. L. Rev.* (1984), 669; COFFEE JR. *Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system*, in 70 *Va. L. Rev.* (1984), pag. 717; e ci si permette anche di rinviare a E. BARCELONA, *La responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003, 236, ove altri riferimenti.

Il crollo reputazionale dell'intero mercato blocca, *radicitus*, un'istituzione che, senza fiducia, non può stare in piedi.

Il rimedio normativo tradizionale a questa *impasse* del mercato dei capitali è – in via di estrema sintesi – quella di istituire un complesso apparato di norme che, attraverso l'imposizione di obblighi di informazione (*mandatory disclosure*), immette nel sistema un complesso reticolo di responsabilità – in capo a: intermediari collocatori, banche *sponsor*, revisori dei conti, autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati regolamentati – dai quali dipende, in ultima istanza, la affidabilità (almeno tendenziale) del meccanismo di formazione dei prezzi. L'istituzione *ex lege* di una serie di controllori responsabili (la cd. “burocrazia della fiducia”) consente di ripristinare (sia pure in modo imperfetto e solo tendenziale) un certo equilibrio fra emittente e investitore e, quindi, un certo equilibrio (informativo) nel mercato (i *capital markets*) ove si formano i prezzi delle attività finanziarie.

E così, ad esempio, il prezzo della azione Fiat trattata in uno dei mercati regolamentati – in questo caso, il mercato gestito da Borsa Italiana – diventa (tendenzialmente) “razionale”, giacché esso si forma nel quadro di una serie di negoziazioni continue soggette a norme di trasparenza e, soprattutto, nel quadro di un controllo continuo di informazioni da parte delle diverse categorie di soggetti cui grava, *ex lege*, una precisa responsabilità (i cd. “burocrati” della fiducia).

Non è poi detto che questa “rete di protezione” legislativa fondata sulla trasparenza e sugli obblighi di informazione sia sufficiente ad assicurare la “attendibilità” dei prezzi (l'efficienza del mercato dei capitali); ma è certamente detto – perché la storia e la scienza lo insegnano – che, senza questa “rete di protezione”, il sistema va in tilt. Altrimenti detto: quella rete non sarà forse *sufficiente*, ma certamente è assolutamente *necessaria* <sup>(26)</sup>.

8. Ci si chieda ora: sono stati forse i derivati creditizi assoggettati a questa “rete di protezione”? è stato il “mercato” dei derivati

---

<sup>26</sup> Ci si permette di rinviare ancora ad E. BARCELLONA, (nt. 25), 236.

creditizi un “vero” mercato?

Questo è il *punctum dolens*, giacché la risposta al quesito è clamorosamente negativa: non solo i derivati creditizi non sono stati affatto assoggettati al regime normativo proprio del mercato dei capitali (obblighi di informazione, ammissione a mercati regolamentati, istituzione di precise responsabilità in capo all’insieme dei “controllori” che presidiano la fiducia, *et cetera*); ma al contrario, in forza di precise scelte legislative (“politicamente” ben consapevoli), essi sono stati piuttosto “gratificati” di una generosissima «esenzione» da quel regime. Come si cercherà di illustrare, quella della efficienza dei mercati è stata, nel caso dei derivati creditizi, nient’altro che una retorica ideologica per consentire al sistema bancario, proprio all’opposto, di potersi ricavare una zona franca ove operare del tutto al di fuori dei vincoli sistematici normalmente applicabili.

Certo, se si passano in rassegna le norme di legge – le varie leggi europee o statunitensi in materia bancaria e finanziaria –, non si rinviene, ad una prima lettura, questa norma di «privilegio», questa esenzione dei derivati creditizi dal regime normativo posto a presidio del mercato (ovvero posto a presidio di una formazione “razionale”/“razionalizzabile” dei prezzi). Ma il ruolo del giurista – ci sembra – sta proprio nello scovare tali norme non così immediatamente evidenti, e di portarne alla luce una logica che, a ben guardare, risulta opposta a quella dichiarata. Poiché poi il mercato finanziario dei giorni nostri è un mercato altamente interconnesso (o “globale”, come suol dirsi), una adeguata ricognizione del regime giuridico dei derivati creditizi non può rivolgersi esclusivamente all’ordinamento domestico e neppure soltanto a quello europeo, ma deve necessariamente tener conto anche dell’ordinamento che, in fatto di finanza, lo si può ben dire in senso non tanto metaforico, “detta legge”: e cioè gli Stati Uniti d’America.

Ebbene, la grave responsabilità di aver istituito, per i derivati creditizi, un «regime di immunità» *a danno del mercato* e non *a favore del mercato* appare imputabile essenzialmente a tre norme-chiave, ciascuna intimamente interconnessa con l’altra e tutte sintetizzabili sotto l’etichetta della “*deregulation*”.

- (i) La prima norma-chiave concerne la «disciplina della attività». Tanto il sistema giuridico statunitense, quanto (seppure in termini non coincidenti), il sistema giuridico europeo hanno consentito che il *business* dei derivati creditizi potesse essere svolto in un regime di “pura” libertà di impresa e cioè senza alcuna istituzione di una «riserva legale» a favore di imprese soggette a pubblica licenza e a sorveglianza regolamentare (quali sono, ad esempio, banche ed assicurazioni). In altri termini, nei paesi occidentali maggiormente avanzati, quello della “emissione” di CDS è a tutt’oggi un mestiere che *de iure condito* qualsiasi impresa, anche non bancaria ed anche non assicurativa, può legittimamente svolgere senza alcun controllo pubblicistico (quasi che l’attività di impresa consistente nella stipula di derivati creditizi potesse essere equiparata a quella consistente nella vendita di un qualsiasi bene di consumo).
- (ii) La seconda regola-chiave afferisce alla generale disciplina contabile applicabile ai derivati creditizi. Tanto i principi contabili statunitensi, quanto quelli internazionali adottati in Europa consentono all’impresa che stipula un derivato – ivi incluso il derivato creditizio – di rappresentarne in bilancio il “*fair value*” desumendolo, in assenza di un mercato di riferimento, da modelli matematici predisposti dalla stessa impresa.
- (iii) La terza regola-chiave – davvero fondamentale perché è con essa che si chiude il cerchio – afferisce alla disciplina del bilancio bancario. I sistemi giuridici globali consentono alle banche di poter mitigare il rischio di credito, allorquando esse dispongano – nelle vesti di acquirenti di protezione – di un CDS emesso da un soggetto che disponga di un *rating* favorevole emesso da una agenzia riconosciuta dalle autorità di vigilanza bancaria (e cioè una delle tre Standard&Poor’s, Fitch e Moody’s).

Queste tre regole-chiave – forse un po’ esotiche e difficili a comprendersi a prima vista – sono responsabili di incredibili effetti perversi che sarà opportuno rappresentare analiticamente, passo dopo passo. Prima, però, può essere utile rammentare quale

ne sia stata la rispettiva origine negli ordinamenti giuridici occidentali e quale ne sia il preciso contenuto precettivo.

9. Quanto alla prima regola-chiave – esenzione del *business* dei derivati creditizi da una «riserva di attività» analoga a quella prevista per banche e assicurazioni –, mentre nell’Unione Europea essa parrebbe frutto più di scarsa attenzione che di scelta consapevole, negli Stati Uniti, al contrario, essa è stata oggetto di un preciso ed oculato intervento normativo. Nel dicembre 2000, pochi giorni dopo la risoluzione da parte della Corte Suprema, in senso favorevole al candidato repubblicano, della nota contesa elettorale fra i due concorrenti per la presidenza<sup>(27)</sup>, il senatore conservatore P. Gramm<sup>(28)</sup> riesce a far approvare una cospicua legge denominata *Commodities Futures Modernization Act* (“*CFMA*”) <sup>(29)</sup>. Per quel che rileva ai nostri fini, quattro sono i principi introdotti dal CFMA nel sistema giuridico statunitense: (1) l’autorità di vigilanza sui mercati dei capitali (*Stock Exchange Commission* o SEC) viene, innanzitutto, spogliata di ogni competenza circa gli “*swap agreements*”<sup>(30)</sup>; (2) gli “*swap agreements*” – siano essi basati o meno su uno strumento finanziario (*security*) sottostante – vengono esentati dalle norme imperative in materia di mercati mobiliari (quelle dettate dallo

---

<sup>27</sup> La contesa cui ci si riferisce è, notoriamente, quella fra il repubblicano G.W. Bush – rivelatosi vittorioso per poche schede – e l’avversario democratico A. Gore.

<sup>28</sup> Si tratta dello stesso P. Gramm cui si deve la legge statunitense – *Gramm-Bleach-Bliley Act* del 1999 che ha abolito parzialmente il *Glass Steagall Act* del 1934. Per effetto della legge proposta da Gramm è venuto meno, negli Stati Uniti, il principio di separazione fra banche di credito ordinario e banche di investimento che aveva caratterizzato il sistema bancario americano per tre quarti di secolo.

<sup>29</sup> È ancora il presidente uscente Clinton ad apporre la propria sottoscrizione negli ultimi giorni del suo mandato il 21 dicembre 2000

<sup>30</sup> La *section 3(a)* del *Securities Exchange Act* del 1934, come modificato per effetto degli interventi del senatore Gramm, esclude che tanto i “non-security-based swap agreements”, quanto i “security-based swap agreements” costituiscano “security” ai fini dell’Exchange Act. (con la conseguente disapplicazione di tutta la normativa a tutela degli investitori). La stessa norma inoltre esclude dalla competenza della SEC gli “*swap agreements*” come definiti nella *section 206A* del *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999. Tale ultima disposizione definisce lo “*swap agreement*” come “*any agreement, contract, transaction between eligible contract participants (as defined in section 1a(12) of the Commodity Exchange Act), ..., the material terms of which (other than price and quantity are subject to individual negotiation*”.

*Exchange Act* del 1934 corrispondente – grosso modo e parzialmente – al nostro testo unico della finanza); (3) a favore delle transazioni in CDS viene istituito un “*safe harbour*” (una presunzione di legittimità) prevalente su ogni contraria disposizione di legge o di regolamento emanata, nel quadro della legislazione su gioco e scommessa, da autorità statali o locali; (4) le operazioni in CDS compiute al di fuori di mercati regolamentati e compiute fra “*eligible contract participants*” (qualsiasi società con patrimonio eccedente una soglia minima piuttosto bassa) vengono, infine, esentate anche dal controllo regolamentare della autorità di sorveglianza sui derivati su merci (*Commodity Futures Trading Commission*)(<sup>31</sup>). A supporto di questa legislazione dichiaratamente “liberista” s’era sempre speso l’allora governatore della banca centrale statunitense, Alan Greenspan, il quale, più volte nel corso di deposizioni dinanzi al Senato americano aveva dichiarato la preferibilità di sistemi di controllo affidati alla capacità di autoregolazione dei mercati, piuttosto che a inefficienti burocrazie governative, ed il quale inoltre, ancora nella primavera del 2006, dichiarava: “the credit default swap is probably the most important instrument in finance. What CDS is lay-off all the risk of highly leveraged institutions – and that’s what banks are, highly leveraged – on stable American and international institutions”(<sup>32</sup>) (su posizioni piuttosto critiche si sarebbero invece poi espressi alti funzionari della SEC)(<sup>33</sup>).

---

<sup>31</sup> La definizione di “*eligible contract participant*” è quella contenuta nel *Commodities Exchange Act* del 1936, *section* 1(a)(12): “1. a financial institution; 2. a regulated insurance company, foreign or domestic; 3. a regulated investment company, foreign or domestic; 4. a regulated commodity pool with total assets in excess of \$5,000,000, foreign or domestic; 5. a corporation, partnership, proprietorship, organization, trust, or other entity: a) that has total assets exceeding \$10,000,000 ...; c) that has a net worth exceeding \$1,000,000 ...”.

<sup>32</sup> Citato sul *Financial Times* del 5 febbraio 2008; si veda anche lo “speech” di A. GREENSPAN del 25 settembre 2002, *Regulation, Innovation, and Wealth Creation*, reperibile sul sito web della Federal Reserve [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm): “by design, this market [quello dei CDS], presumed to involve dealing among sophisticated professionals, has been largely exempt from government regulation ... But regulation is not only unnecessary in these markets, it is potentially damaging, because regulation presupposes disclosure and forced disclosure and proprietary information can undercut innovations in financial markets just as it would in real estate markets” (corsivo aggiunto).

<sup>33</sup> Si veda ad esempio la audizione del 15 ottobre 2008 di E. SIRRI, funzionario della *Division of Trading and Markets – U.S. Securities and Exchange Commission, To Review the Role of*

Con riguardo agli ordinamenti europei, come detto, la “liberalizzazione” del *business* dei CDS non parrebbe conseguente ad una precisa norma di legge, quanto ...alla sua assenza. Poiché tanto il testo unico bancario, quanto il testo unico della finanza italiani costituiscono – sotto gli aspetti che qui rilevano – recepimento di direttive comunitarie, la ricognizione delle norme europee può essere effettuata attraverso quelle domestiche. Orbene, quanto al nostro testo unico bancario, le «attività riservate» sono quelle di “raccolta di risparmio tra il pubblico ed esercizio del credito” (art. 10, TUB) (attività bancaria riservata alle banche vere e proprie) e quelle di “esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazioni in cambi” (art. 106, TUB) (attività finanziarie riservate, a certe condizioni, agli intermediari finanziari): l’attività di stipula o emissione di CDS non è certo riconducibile né all’una, né all’altra fattispecie, sicché certamente essa non costituisce, ai sensi della legge bancaria, una «attività riservata» (<sup>34</sup>). Quanto al testo unico della finanza, come recentemente modificato a seguito della direttiva MIFID, costituisce «attività riservata» (a banche e ad imprese di

---

*Credit Derivatives in the U.S. Economy*, reperibile sul sito [agriculture.house.gov/hearings/statements.html](http://agriculture.house.gov/hearings/statements.html): “OTC market participants generally structure their activities in CDS to comply with the CFMA’s swap exclusion from the Securities Act and the Exchange Act. These CDS are “security-based swap agreements” under the CFMA, which means that the SEC currently has limited authority to enforce anti-fraud prohibitions under the federal securities laws, including prohibitions against insider trading”.

<sup>34</sup> Per una trattazione istituzionale del tema, si vedano, tra i tanti, FERRO LUZZI – CASTALDI (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano, 1996, 209; CAPRIGLIONE, *sub art. 10 in Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001; CLEMENTE, *sub art. 106, ibidem.*; COSTI, *L’ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 193. Per un’analisi condotta alla luce delle previgente L. 1/91, si veda CAPUTO NASSETTI, (nt. 6) 164; PERRONE, *Osservazioni a Trib. Milano 21 febbraio 1995 (ord.)*, e *Trib. Milano 11 maggio (ord.)*, in *tema di applicabilità agli swaps della legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in questa *Rivista*, 1996, II, 447. Sulla non necessità di alcuna autorizzazione da parte di Banca d’Italia per l’esercizio dell’attività in derivati, si veda anche: F. SACCOMANNI, *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d’Italia, Camera dei Deputati, 6° Commissione permanente (Finanze), pag. 7, reperibile sul sito <http://www.adusbef.veneto.it/bancaditalia/derivati.pdf> (il quale però si occupa dei derivati “venduti” alla clientela italiana e non dei derivati creditizi per lo più acquistati dalle banche per migliorare il *look* del capitale regolamentare: si veda *infra* nel testo e in note).

investimento) l'“esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento” (art. 18, TUF), per tale intendendosi (*inter alia*) la “negoziazione per conto proprio” avente ad oggetto (*inter alia*) “contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie...” (art. 1, comma 3°, lett. d) e art. 1, comma 5°, TUF) <sup>(35)</sup>: l'attività di stipula o emissione di un CDS non è, pertanto, riconducibile alla «riserva» istituita dal testo unico della finanza né, *in via generale*, quando essa non venga svolta nei confronti del pubblico (per essere destinata esclusivamente ad operatori qualificati, come avviene di regola), né, *in particolare e comunque*, quando il sottostante del CDS non sia un “valore mobiliare” (obbligazioni e altri titoli di debito, secondo la definizione di cui all'art. 1-bis, TUF), il che capita nei casi, non infrequenti, in cui la *protection* oggetto del CDS sia prestata a favore di una banca con riguardo ad un credito “*non incorporato*” in un titolo obbligazionario o di altra natura, bensì facente parte del cd. *banking book* (il portafoglio impieghi dell'ente creditizio). In ultima analisi, né il diritto bancario, né il diritto finanziario italiano – qui assunto come “proxy” del diritto europeo – istituiscono una «riserva di attività» per il *business* dei derivati creditizi.

Quanto alla seconda regola-chiave sopra individuata – quella relativa al trattamento contabile dei derivati nel bilancio dello “emittente” (*recte*: dello stipulante) – essa è stata elaborata sul finire degli anni '90 e poi più volte rimodellata nei primi anni del nuovo secolo ed è oggi contenuta, rispettivamente, quanto all'ordinamento statunitense, nel *Federal Accounting Standard*

---

<sup>35</sup> Per una trattazione istituzionale del tema, si vedano, tra i tanti, IEMMA, *sub art. 18 in Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998; SODA, *sub art. 18 in Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998; PALMIERI, *sub art. 18 in Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002. Per un esame del problema trattato nel testo (applicabilità o meno della riserva di attività al *business* dei derivati creditizi), rispetto, però, al dettato normativo antecedente al recepimento della direttiva MIFID, si veda per conclusioni non dissimili da quelle di cui nel testo, CAPUTO NASSETTI, (nt. 6), 171; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004, 36 nt. 27.

(FAS) 133 <sup>(36)</sup> e, quanto all'ordinamento europeo, nell'*International Accounting Standard* (IAS) 39 <sup>(37)</sup>, e cioè nelle due regole contabili afferenti, in generale, alla rappresentazione in bilancio degli "strumenti finanziari" (*financial instruments*). In entrambi i casi, come ben noto, si tratta di principi contabili di formazione originariamente non istituzionale (non *hard law* di fonte statale, bensì *soft law* di fonte professionale) cui i rispettivi sistemi legislativi fanno rinvio trasformandoli, *per relationem*, in norme pubblicamente applicabili. Seppure con talune differenze fra FAS 133 e IAS 39, il principio-base è quello della rappresentazione contabile del «*financial instrument*» al suo "*fair value*" definito come il prezzo al quale un'attività viene scambiata fra parti indipendenti ed informate. Quando il *fair value* non è desumibile da un prezzo ufficiale di mercato, il redattore del bilancio può far riferimento a tecniche di valutazione che, ferma restando la priorità in linea di principio di oggettivi riferimenti di mercato, può fondarsi su "*pricing models*". In tal caso, come suole dirsi, piuttosto che essere *marked-to-market*, il *financial instrument* è *marked-to-model*. Nel caso specifico dei CDS non trattati su pubblici mercati regolamentati (che rappresentano, in fatto, la totalità della categoria), il "*model*" consiste nel "prezzare" il rischio di insolvenza del soggetto che emette la "*reference obligation*" (la posizione debitoria garantita) secondo modelli statistici e probabilistici volti a misurare la *probability of default*; qualora poi il *credit event* cui è collegato il CDS non sia il *default* bensì un altro (meno grave) deterioramento del profilo creditizio (ad es., *downgrading* del *rating*, peggioramento dei "ratios" finanziari, et *cetera*), il *pricing model* sarà ovviamente volto a

---

<sup>36</sup> Per una sintetica trattazione del FAS 133 può rinviarsi a SHEERER, *Credit derivatives: an overview of regulatory initiatives in the U.S. and Europe*, in *Ford. J. Corp. And Fin. Law*, 2000, 188.

<sup>37</sup> Per una sintetica trattazione dello IAS 39, come recentemente modificato e integrato, si rinvia a BETUNIO – MOLINARO, *La crisi finanziaria impone modifiche allo IAS 39 e all'IFRS 7*, in *Corr. Trib.*, 2008, 3713. In generale, sullo IAS 39, anteriormente alle recenti modifiche, si veda PENNESI, *Lo IAS 39 nella valutazione dei crediti*, in *Corr. Trib.*, 2007, 3599; BALDUCCI, *Il bilancio d'esercizio – Principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, 2007, 402; PWC, *Principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, 2005, 630; GIACONIA, *Il principio dello IAS 39 espone la nuova valutazione degli strumenti finanziari*, in *Corr. Trib.*, 2005, 427.

misurare la probabilità dello specifico *credit event* dedotto in contratto. Sta, quindi, alla impresa che redige il bilancio valutare il rischio connesso alla stipula di un CDS e, quindi, a procedere all'accertamento, in sede iniziale, della *liability* assunta e, nel corso della vita del CDS, all'accertamento di ulteriori *losses* (o *profits*) a seconda che la prognosi sul *credit event* si modifichi in senso peggiorativo (maggiore probabilità di fallimento o, comunque, di deterioramento del profilo creditizio) o in senso migliorativo (minore rischio di fallimento o, comunque, miglioramento del profilo creditizio).

Quanto, infine, alla terza-regola chiave – quella relativa al trattamento contabile, nel bilancio bancario, dei crediti protetti da un CDS – la sua fonte è davvero “globale”, essendo essa stata adottata dal Comitato di Basilea in sede di rielaborazione (nel 2001) dell'accordo sulla disciplina mondiale delle banche, cui ci si è soliti riferire come “Basilea II”<sup>38</sup>). La disciplina che rileva ai nostri fini è stata poi trasfusa nella direttiva comunitaria 2006/48/CE del 14 giugno 2008 (“*direttiva relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio*”) e, conseguentemente, nelle rispettive discipline nazionali<sup>39</sup>). Dopo aver fissato – all'art. 75 della Direttiva citata – il livello minimo dei fondi propri delle banche (cd. requisito di adeguatezza patrimoniale) in misura pari all'otto per cento del totale degli impieghi ponderati per il rischio, e dopo aver definito, all'art. 80, par. 1, e connesso allegato VI della stessa Direttiva, i criteri di ponderazione del rischio in relazione alla natura del debitore finanziato, lo stesso art. 80, par. 4 della Direttiva citata, stabilisce: “in deroga al paragrafo 1, qualora un'esposizione sia soggetta a

---

<sup>38</sup> Il testo dell'Accordo “Basile II” è disponibile sul sito <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>; la letteratura, giuridica ed economica, sull'accordo è sterminata. Ci si può qui limitare a rinviare a *Basilea 2. Il nuovo processo del credito alle imprese*, a cura di E. Facile e A. Giacomelli, Milano, 2008; GANGI – CAMPANELLA, *Basilea 2 nell'economia dell'impresa. Allocazione delle risorse, gestione dell'informazione e selezione aziendale*, Roma, 2006; *Basilea 2, IAS e nuovo diritto societario*, a cura di W. Vandali, Roma, 2007; METALLI, *Basilea 2. Che cosa cambia*, Milano, 2003; DEZZANI, *Basilea 2 e il merito creditizio delle imprese*, in *Soc.*, 2007, 405; COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Dir. Fall.*, 2008, 98.

<sup>39</sup> Quanto all'Italia, l'accordo Basilea II e la direttiva comunitaria sono stati recepiti con d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, convertito in l. 23 febbraio 2007, n. 15.

protezione del credito, il fattore di ponderazione può essere modificato conformemente alla sottosezione 3”. La norma cui vien fatto rinvio (art. 92, Dir. cit.) stabilisce, innanzitutto, in via generale che “la tecnica utilizzata per fornire la protezione del credito, nonché le azioni e le misure adottate e le procedure e le politiche attuate dall’ente creditizio che concede il prestito devono essere tali da risultare in meccanismi di protezione del credito che siano efficaci sul piano giuridico e applicabili in tutte le giurisdizioni pertinenti”; precisa poi, in particolare, che “nel caso di protezione del credito non finanziata<sup>40</sup>), per avere titolo al riconoscimento la parte che si assume l’impegno è [*recte*: deve essere] sufficientemente affidabile e il contratto di protezione deve avere efficacia giuridica ed essere opponibile nelle giurisdizioni pertinenti, in modo da fornire idonea garanzia in merito alla protezione del credito conseguita ...”; e conclude stabilendo che “hanno titolo al riconoscimento solo i fornitori di protezione e i tipi di contratti di protezione di cui all’allegato VIII, parte 1.”

Ed eccoci all’ultimo passo di questa apparentemente complessa rete di rinvii: l’allegato VIII, sotto l’epigrafe “attenuazione del rischio di credito” (cd. *credit risk mitigation* o CRM) individua, fra i “fornitori di protezione ammessi” – cioè i *protection sellers* idonei a consentire l’attenuazione del rischio di credito relativo all’esposizione per la quale la banca compra la *protection* –, unitamente ad altri soggetti presuntivamente molto affidabili, anche “altre società ... che dispongano di una valutazione del merito di credito di un’ECAI [*external credit assessment institution* ovvero un’agenzia di *rating*] riconosciuta dalle autorità competenti” (all. VIII, punto 26); lo stesso allegato VIII, sotto l’epigrafe “tipi di derivati su crediti”, stabilisce infine che “possono essere riconosciuti ammissibili ... i credit default swaps” (all. VIII, punto 30). In ultima analisi, quando una banca dispone di un CDS rilasciato da un soggetto che disponga di un *rating* favorevole concesso da una delle tre agenzie internazionalmente riconosciute, essa può “attenuare” il rischio di credito, sostituendo al fattore di ponderazione di rischio del soggetto finanziato, il più

---

<sup>40</sup> Quella prestata dal venditore di un CDS che, a fronte della *protection* fornita, non presta alcuna garanzia reale a suo supporto.

basso fattore di ponderazione di rischio inerente all'entità che ha emesso il CDS. L'acquisto della *protection* consente alla banca – per dirla in termini tecnici – di “liberare” capitale regolamentare. Se, ad esempio, il credito per 100 concesso all'impresa X ha un fattore di ponderazione del rischio pari al 100%, di guisa che esso postula mezzi propri bancari pari a 8, l'attenuazione del rischio di credito conseguente al minore fattore di ponderazione del rischio imputabile al *protection seller* (ad esempio, 20%), fa sì che i mezzi propri richiesti si riducano da 8 a 1,6 (ovvero l'8% di 20) (il *capital relief*, la liberazione di capitale regolamentare, risulta pari alla differenza fra 8 e 1,6).

10. Definiti origine e contenuto precettivo delle tre norme-chiave che reggono l'industria mondiale dei derivati creditizi, può ora cercare di intendersi in che senso, lungi dal vincolare al *rispetto del mercato*, le predette norme abbiano piuttosto il merito di aver istituito un regime di *immunità dal mercato*.

Ci si rivolga innanzitutto alle prime due regole sopra individuate: (i) mancata istituzione di un regime di «riserva di attività» e (ii) trattamento contabile del CDS nel bilancio del *protection seller*.

È piuttosto intuitivo rilevare come l'istituzione di una «riserva legale di attività» sia funzionale all'applicazione di un preciso nucleo di disciplina imperativa. Se una certa attività non è aperta a tutti – secondo il principio di libertà di impresa che è proprio di qualsivoglia economia di mercato –, ciò avviene perché il legislatore ritiene evidentemente di assoggettare quella specifica attività a precisi vincoli *lato sensu* pubblicistici: ad es., controlli da parte di autorità di vigilanza, norme imperative di *governance*, requisiti di onorabilità dei membri degli organi sociali, specifica disciplina di bilancio. Nel caso dei due mestieri che più si avvicinano a quello dei derivati creditizi – banche e assicurazioni – l'assoggettamento al principio di «riserva di attività» (che è comune alla quasi totalità degli ordinamenti giuridici occidentali) muove, *inter alia*, dalla precisa esigenza di assoggettare il bilancio di tali imprese a regole peculiari volte a presidiarne la “stabilità”. Per banche e assicurazioni – imprese dalle quali dipende, in ogni

sistema capitalistico maturo, la tenuta dell'intero sistema economico – la «riserva legale di attività» è insomma legata a doppio filo (non soltanto, ma anche) alla specifica «disciplina di bilancio»; ed è, in particolare, legata a doppio filo alla disciplina contabile degli *impegni di garanzia* (fideiussione prestata da una banca, polizza stipulata da una compagnia di assicurazione).

Per cogliere appieno i problemi di ordine generale connessi alla rappresentazione contabile degli impegni di garanzia ci si può avvalere di un esempio costruito per l'appunto sul tipico impegno incorporato da un CDS.

Si immagini che un intermediario X emetta 1000 CDS sull'obbligazione 100 di FIAT e che, in ipotesi, riceva dai “sottoscrittori” di ciascun CDS il corrispettivo di 10. La vendita produce, quindi ricavi per 10.000 (10 x 1000).

Occorre, ora, interrogarsi sull'*an* e sul *quantum* di un appostamento al passivo (*liability*). La vendita fa sorgere in capo al venditore non un debito, bensì una *potenzialità* di debito. Se si verifica il fallimento di FIAT (il *credit event*, in ipotesi, assicurato dal derivato), l'emittente deve 100.000 (quindi molto di più di quanto abbia incassato il venditore dei CDS), ma se FIAT non fallisce, l'intero ricavo di 10.000 si tramuterà in pieno profitto.

Ovviamente, tanto appostare al passivo 100.000, quanto niente sarebbe errato: nel primo caso, il rischio del fallimento FIAT sarebbe considerato certo (ed allora non avrebbe avuto alcun senso, se non “masochistico”, procedere all'emissione del derivato); nel secondo caso esso sarebbe invece considerato nullo (ed allora non avrebbe avuto senso, dal punto di vista degli acquirenti, comprarlo). La verità, o meglio, la ragionevolezza sta in mezzo: e si tratta di capire quale sia il criterio che detta ragionevolezza assicura.

La situazione in cui si trova l'emittente del derivato è assai simile – *et pour cause* – alla situazione della compagnia di assicurazione che stipula una polizza o della banca che concede una fideiussione.

Anche la compagnia di assicurazione che riceve il premio per il rischio assunto avrà – rispetto al singolo contratto di assicurazione – un profitto pari all'intero ricavo, se l'evento non si verifica, ed

una perdita pari alla differenza fra il valore assicurato e il premio, se invece l'evento si verifica. Analogamente: anche la banca garante che riceve la commissione per la fideiussione avrà – rispetto alla singola operazione di garanzia – un profitto pari alla *fee*, se il debitore garantito adempie regolarmente, ed una perdita pari all'esborso meno la *fee*, se invece il garantito non adempie.

Ora, i sistemi giuridici globali che disciplinano l'attività finanziaria, rispettivamente, «bancaria» e «assicurativa» non lasciano affatto alla discrezionalità (o all'arbitrio) delle imprese la valutazione di questi rischi; essi, piuttosto, intervengono dettando precise «regole imperative» in funzione delle quali si giustifica, per l'appunto, l'istituzione di una «riserva di attività».

E così:

- (i) alle imprese di assicurazione si impone l'obbligo di appostare “riserve tecniche” a fronte dei rischi assicurati (le riserve tecniche devono essere appostate sulla base di una valutazione statistica ed oggettiva dei rischi coperti) <sup>(41)</sup>;
- (ii) alle imprese bancarie si impone l'obbligo di adeguatezza patrimoniale (*capital adequacy*) e cioè l'obbligo che pone un limite alle potenzialità creditizie della banca, stabilendo un rapporto (cd. *ratio*) non valicabile fra mezzi propri e mezzi di terzi (per ogni unità di prestito concesso, la banca – i suoi azionisti – devono mettere di tasca propria almeno una certa quota fissata *ex lege*: si tratta del principio di adeguatezza patrimoniale di cui si è già detto *supra* <sup>(42)</sup>).

Si tratta di due regole diverse, che tengono conto della diversità dei mestieri, rispettivamente, “assicuratore” e “banchiere” e, segnatamente, della diversità dei rischi – rischi di sinistri e rischio

---

<sup>41</sup> I criteri di presentazione e di valutazione nonché gli schemi del bilancio delle società assicurative sono disciplinati dal Regolamento ISVAP n. 22 del 4 aprile 2008, emanato in attuazione degli artt. 89 e 90 del codice delle assicurazioni private (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209), nonché dal d.lgs. 26 maggio 1997, n. 173. I criteri di formazione ed i principi di calcolo applicabili alle cd. riserve tecniche sono fissati per il ramo danni e per il ramo vita rispettivamente dal Regolamento ISVAP n. 16 del 4 marzo 2008 e dal Regolamento ISVAP n. 21 del 28 marzo 2008, emanati in attuazione degli artt. 36 e ss. del codice delle assicurazioni private.

<sup>42</sup> Direttiva 2006/49/CE del 14 giugno 2006; art. 53, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e relative disposizioni di attuazione della Banca d'Italia (Circolare 263 del 27 dicembre 2006, *Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale*, in particolare Tit. II, Cap. I).

di credito – gestiti dall’uno e dall’altro.

Ma il loro senso è evidente: solo imponendo regole imperative di “prudenza” si contiene il pericolo che tali imprese finanziarie possano essere incentivate ad adottare comportamenti irresponsabili che, nel breve termine, possono anche esser molto profittevoli, ma nel lungo termine, espongono la singola impresa “imprudente” al fallimento e l’intero sistema al rischio sistemico del crollo di fiducia.

In altre parole: solo attraverso gli anzidetti obblighi imperativi l’ordinamento fa sì che il “prodotto” da esse immesso nel mercato non sia immesso “sottocosto” con gli enormi rischi che una simile inefficienza di mercato può cagionare.

Si immagini, ad esempio, cosa mai succederebbe se l’ordinamento abolisse le norme imperative che impongono l’obbligo di riserva tecnica per le assicurazioni o l’obbligo di adeguatezza patrimoniale per le banche.

Una compagnia di assicurazioni – così esonerata dall’onere di appostare riserve secondo precisi limiti quantitativi rispetto ai rischi assunti – potrebbe vendere polizze anche sotto costo (una sorta di *dumping*), e, così facendo, potrebbe fare alle altre una bella concorrenza (naturalmente, sleale). Tutto questo – però – con l’enorme rischio di un fallimento (sia pure rinviato nel tempo) della compagnia di assicurazioni imprudente, e di un ancor più grande rischio sistemico per il crollo della fiducia sull’intero sistema delle assicurazioni.

Si immagini, ad esempio, che si passi da un regime “prudenziale” – ove la vendita di una polizza incendio auto comporti l’obbligo legale di un fondo pari al 10% del rischio assicurato – ad un regime pienamente “liberale” – ove la compagnia di assicurazione sia ora “libera” di appostare discrezionalmente quanto ritenga opportuno –. Naturalmente, la compagnia di assicurazione che fosse tenuta *ex lege* ad appostare il fondo, è costretta a vendere polizze che, per definizione, incorporino il costo connesso all’accantonamento del fondo obbligatorio, mentre la compagnia di assicurazione che fosse esentata da quell’obbligo potrebbe vendere “imprudentemente” anche ad un prezzo notevolmente inferiore. Naturalmente, ove gli acquirenti di polizze vendute sotto

costo fossero in grado di rendersene conto – se cioè essi fossero in grado di comprendere che una simile polizza solo *apparentemente* copre il rischio dedotto (una volta che i sinistri si verificano secondo la “statistica” corretta, la compagnia imprudente non sarà in grado di coprire gli indennizzi che, quindi, *pro quota*, resteranno in capo agli assicurati) –, ebbene, la compagnia di assicurazioni sarebbe allora “punita” dal mercato, e nessuno vorrebbe delle polizze, sì, piuttosto “economiche”, ma solo al “prezzo” della loro totale o parziale fittizietà.

L’ordinamento, però, non “crede” affatto all’efficienza del mercato (non crede cioè, e a ragione, alla “capacità selettiva” del compratore di polizze); e non vi crede perché, così come la relazione emittente/risparmiatore, anche la relazione assicuratore/assicurato, non è una relazione *inter pares*. E senza una norma imperativa che istituisca un vincolo sistematico di natura “sostantiva”, il rischio che l’*impar* possa immettere nel mercato beni (strumenti finanziari, polizze, crediti bancari) sotto costo, e tanto faccia grazie alla incapacità del compratore di comprendere che il “minor costo” consegue ad un dissimulato trasferimento di rischi dal venditore al compratore, è quanto mai concreto, a conferma che il mercato – lo scambio emittente/risparmiatore, ovvero lo scambio compagnia/assicurato – è un “finto” mercato, non un vero mercato.

Il vincolo sistematico – nel caso delle compagnie di assicurazioni, l’obbligo di riserva tecnica – non è, quindi, frutto di “paternalismo”: è, piuttosto, lo strumento con cui l’ordinamento interviene per far sì che il “mercato” funzioni anche là dove l’*imparitas* (asimmetria) fra le parti condurrebbe il mercato alla disfunzionalità e all’esposizione ad un rischio sistemico (<sup>43</sup>).

Considerazioni, non identiche, ma assai simili valgono anche per il banchiere.

Anche qui, ove si muovesse dal presupposto di una piena efficienza del mercato, non avrebbe alcun senso imporre obblighi

---

<sup>43</sup> Per la *ratio* della normativa assicurativa come strumento di protezione del contraente debole, si veda A. MONTI, *Buona fede e assicurazione*, Milano, 2002, *passim*; ID., *Mercato unico europeo e diritto delle assicurazioni: problemi e prospettive*, in *Danno e Resp.*, 2006, 820.

di adeguatezza patrimoniale alle banche: se il mercato fosse davvero onni-sciente, la banca imprudente, che concedesse credito a basso prezzo (così operando una sorta *dumping* “bancario”), non potrebbe sbaragliare la concorrenza, giacché sarebbe “punita” dai depositanti, dagli azionisti e da tutti coloro che conferiscono alla banca i mezzi per operare.

In realtà, la totalità dei legislatori occidentali, e a ragione, non credono affatto a questa “ideologia del mercato”, tanto è vero che, in tutto il mondo avanzato, le banche non possono fare credito illimitatamente, ma lo possono fare solo in funzione di un certo rapporto con i mezzi propri (il ben noto principio di *capital adequacy*). Il principio di adeguatezza patrimoniale è, in ultima analisi, uno strumento con il quale si istituisce un “vincolo sistematico” fra «finanza» (erogazione di credito) e «realtà» (mezzi propri “di partenza”) (<sup>44</sup>).

Alla luce di queste considerazioni dovrebbe ora risultare chiaro per quale motivo le prime due norme-chiave oggetto di esame – (i) mancata istituzione di una «riserva di attività» e (ii) disciplina contabile dei CDS del bilancio del *protection seller* – riflettano una scelta normativa *radicalmente contraddittoria* e di segno diametralmente opposto a quello del diritto delle assicurazioni e delle banche.

E così:

- se l’obbligo di riserva tecnica costituisce la risposta imperativa al rischio di “*dumping*” assicurativo (per effetto del quale rischi apparentemente assicurati sarebbero di fatto ri-trasferiti in capo agli ignari non-assicurati);
- se l’obbligo di adeguatezza patrimoniale costituisce la risposta imperativa al rischio di *dumping* bancario (per effetto del quale tassi di interesse apparentemente bassi consentirebbero l’immissione nel sistema di crediti, non di buona, ma di cattiva qualità),

proprio all’opposto, la “liberalizzazione” dell’industria dei derivati creditizi – resa accessibile anche a imprese non regolate (*hedge funds*, società finanziarie, imprese di investimento di ogni

---

<sup>44</sup> In tale prospettiva si veda, ad esempio, COSTI, (nt. 34), 556.

tipo e natura) e la “liberalizzazione” della valutazione contabile dei derivati – il cui *fair value* può essere discrezionalmente misurato da un redattore di bilancio esentato da ogni controllo pubblico – costituisce una vera e propria «autorizzazione legislativa» ad una pratica di puro e semplice *dumping* di derivati creditizi.

L'emittente di un derivato creditizio che, a differenza delle compagnie di assicurazioni e a differenza delle banche, non è tenuto ad alcun vincolo sistematico (obbligo di riserva tecnica, obbligo di adeguatezza patrimoniale), è per ciò stesso autorizzato a vendere i CDS, o qualsiasi altro derivato creditizio, non ad un prezzo che incorpori i *reali costi di produzione del bene* (cioè gli effettivi rischi di credito che l'emittente CDS si assume), bensì ad un prezzo che, *apparentemente*, è molto conveniente per l'acquirente, ma *in realtà* è tale, solo e soltanto perché il soggetto che vende quel bene lo può vendere sotto costo o, per dirla in altri termini, solo e soltanto perché il soggetto che vende quel bene, può in realtà vendere un “prodotto difettoso” (forte del fatto che il vizio è ben occulto e il compratore non se ne avvedrà o, se gli conviene, fingerà di non avvedersene).

Alcune ultime notazioni sono necessarie per superare una possibile obiezione.

Si potrebbe invero dire che la “deroga” ai vincoli sistematici propri del diritto delle assicurazioni e del diritto delle banche non equivalga affatto ad un'autorizzazione al *dumping* dei derivati creditizi, giacché alla logica propria delle assicurazioni e delle banche si sostituirebbe qui – così correrebbe l'obiezione – la logica diversa del mercato dei capitali: il diritto del quale – come detto sopra – ristabilisce la parità fra emittente e risparmiatore non tanto con l'istituzione di vincoli sistematici di tipo sostantivo (obbligo di riserva tecnica, obbligo di adeguatezza patrimoniale), bensì con l'istituzione di vincoli sistematici *disclosure-oriented* che si articolano in quella “rete di responsabilità” in capo ai vari “controllori” delle informazioni (intermediari collocatori, revisori, società di gestione dei mercati regolamentati, autorità di vigilanza, *et cetera*).

In realtà, non è affatto così: alla *deroga* al regime delle

assicurazioni e alla *deroga* del regime delle banche non subentra affatto l'*applicazione* "compensativa" del diritto dei mercati dei capitali. Proprio all'opposto: alla deroga a quei due regimi normativi (assicurativi e bancari), si aggiunge – in un impeto di *deregulation* selvaggia di cui ora si cominciano a delineare i contorni – l'*ulteriore* deroga *anche al diritto dei mercati dei capitali*.

Ed infatti – si presti attenzione, giacché in queste pieghe sottili si gioca "il destino" di un sistema giuridico-economico –, la facoltà riconosciuta all'intermediario emittente di CDS di valutare "discrezionalmente" i derivati creditizi non viene limitata ai soli derivati creditizi ammessi a mercati regolamentati (e cioè soggetti a quel *corpus* di disciplina che, mediante l'istituzione della rete di controllori responsabili, assicura la – tendenziale – affidabilità del prezzo). Essa viene attribuita anche a quei derivati (che sono, in buona sostanza, la totalità) niente affatto quotati, niente affatto soggetti al diritto del mercato dei capitali, niente affatto soggetti al reticolo di controllori responsabili *ex lege*. Grazie alla autorizzazione normativa a "*mark*" (appostare) i CDS non "*to market*" (al valore corrente di un mercato che non c'è), bensì "*to model*" (al valore desunto da un modello matematico che calcola la probabilità del *credit event*), il redattore del bilancio dell'impresa che stipula i CDS dispone di un'enorme libertà di graduare a convenienza l'entità delle proprie *liabilities* (passivo)<sup>45</sup>. Per poi giustificare in qualche modo la scelta contabile di sotto-stimare stabilmente il proprio passivo, il *protection seller* non regolamentato (*hedge fund* e *similia*) trova facilmente il supporto, a pagamento, di una delle agenzie di *rating*

---

<sup>45</sup> È nota l'efficace espressione del magnate della finanza, il multimilionario W. BUFFETT, nel *Berkshire Hathaway Annual Report* del 2002: "the errors usually reflect the human tendency to take an optimistic view of one's commitments. But the parties to derivatives also have enormous incentives to cheat in accounting for them. Those who trade derivatives are usually paid, in whole or in part, on "earnings" calculated by mark-to-market accounting. But often there is no real market, and "mark-to-model" is utilized. This substitution can bring on large-scale mischief. As a general rule, contracts involving multiple reference items and distant settlement dates increase the opportunity for counter-parties to use fanciful assumptions. The two parties to the contract might well use differing models allowing both to show substantial profits for many years. In extreme cases, mark-to-model degenerates into what I would call *mark-to-myth*" (corsivo aggiunto).

internazionalmente riconosciute: è sufficiente che il “*model*”, sulla base del quale viene prezzato il rischio in bilancio, sia anche accompagnato da un *rating* favorevole rilasciato da una agenzia di *rating* sull’impresa cui è riferibile la *reference obligation*, perché il *protection seller* possa godere del beneficio di incamerare, come ricavo, il profitto da stipula del CDS, senza farvi corrispondere alcun adeguato appostamento di rischio al passivo (<sup>46</sup>).

Un sistema di CRT (*credit risk transfer*) – derivati creditizi e cartolarizzazioni – che, sulla carta, parrebbe aver inaugurato la nuova era di un sistema ove i crediti non vengono più valutati da fallibili banchieri tenuti a quelle rigide regole di adeguatezza patrimoniale (il “vecchio” sistema *bank-oriented*), bensì dal nuovo “banchiere sistemico” (valutazione del rischio *market-oriented*), si rivela – ad un più attento esame – un sistema dove alla valutazione, sia pure fallibile, di un soggetto (il banchiere) che almeno (per via della norma di *capital adequacy*) rischiava in proprio, si sostituisce la valutazione di un numero ancora più concentrato di soggetti in carne ossa, e per di più del tutto irresponsabili: i redattori di bilancio di imprese esentate da ogni vincolo pubblicistico (grazie all’esonero del *business* dei derivati creditizi da ogni «riserva legale di attività») e, se del caso, i dirigenti delle tre agenzie di *rating* internazionalmente riconosciute sempre pronte, dietro corrispettivo, a assicurare il mercato del buon profilo creditizio di imprese che emettono le *reference obligation*.

Del “banchiere sistemico”, in conclusione, non si vede neanche l’ombra.

---

<sup>46</sup> Se si esaminano i prospetti contabili (AIG 2008 Form 10-K) che la società finanziaria controllata da AIG (la AIG Financial Products) ha depositato presso la SEC si apprende, ad esempio, che “typically, the credit risk associated with a designated portfolio of loans and debt securities has been tranching into different layers of risk, which are then analyzed and rated by the credit rating agencies. At origination, there is usually an equity layer covering the first credit losses in respect of the portfolio up to as a specified percentage of the total portfolio, and then successive layers ranging generally from a BBB-rated layer to one or more AAA-rated layers. A significant majority of AIGFP transactions rated by rating agencies have risk layers or tranches rated AAA at origination and are immediately junior to the threshold level above which AIGFP’s payment obligation would generally arise”. Sulla vicenda AIG, si veda *infra*, nota 49.

11. Si ponga ora mente alla terza regola-chiave che, come si vedrà, contribuisce in modo determinante a questa licenza normativa di *dumping* di derivati creditizi: il diritto bancario mondiale (statunitense ed europeo) consente alle banche che acquistano i CDS di sostituire il rischio di credito (ad esempio nei confronti di Fiat) con il rischio della controparte che emette il derivato (ad esempio, Lehman Brothers o AIG).

Naturalmente, se il derivato creditizio fosse un prodotto sano, e non un bene con un vizio occulto, allora la scelta normativa sarebbe senza dubbio sensata: se esso assicurasse davvero il rischio di credito Fiat, sarebbe allora più che normale che la banca Intesa-San Paolo non procedesse più ad alcun accantonamento prudenziale e/o svalutazione del credito, limitandosi a “spesare” il costo dell’acquisto del CDS (Fiat potrà poi pure fallire, ma, se fallisce, la banca riceverà un indennizzo in misura pari al credito *defaulted*).

Se, però, il derivato creditizio non è affatto un prodotto sano, giacché l’ordinamento consente di immetterlo nel mercato sotto costo (in modo del tutto simile ad una polizza rischio incendio che costa, sì, molto poco, ma costa poco solo perché se poi c’è l’incendio, la compagnia non è in grado di coprire quel rischio), allora, la sostituzione del rischio di credito col rischio di controparte diventa, per l’appunto, un *maquillage* ed un *maquillage* assai pericoloso.

Anche qui il legislatore dei sistemi giuridici globali è piuttosto sofisticato. In tanto la banca che compra CDS può “trasformare” il rischio di credito (nei confronti di Fiat così come di qualsiasi altro soggetto finanziato) in rischio di controparte (il rischio assunto nei confronti di Lehman Brothers, emittente del CDS), in quanto la controparte “goda” di un *rating* da parte di una delle solite tre agenzie internazionali (<sup>47</sup>).

---

<sup>47</sup> Sull’uso da parte delle banche dei derivati creditizi allo scopo di migliorare il proprio (apparente) *ratio* patrimoniale, si veda l’interessante articolo di B.A.MINTON-R.M. STULTZ-R.WILLIAMSON, *How much do banks use credit derivatives to hedge loans*, Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-001, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=785364>. Vi si rileva come siano per lo più le banche con *ratios* patrimoniali deboli che fanno ricorso massiccio ai derivati creditizi.

È sufficiente che Lehman Brothers goda di un *rating* molto elevato, affinché la banca Intesa-San Paolo possa “scaricare” dal proprio bilancio il rischio di credito Fiat trasformandolo nel ben meno “oneroso” rischio di controparte Lehman (<sup>48</sup>).

Ancora una volta un sistema di valutazione del rischio di credito che ci veniva presentato come trasformazione epocale dall’arrugginito metodo *bank-oriented* al brillante e moderno metodo *market-oriented* si rivela il suo contrario: al sistema di banche, sì, “soggettive”, ma pur sempre tenute ad un obbligo di prudenza, si è sostituito un sistema, non semplicemente “soggettivo”, ma *iper-soggettivo*, ove il “merito creditizio” dell’intero sistema economico viene valutato da un numero assai limitato di persone, e per di più non tenute ad alcun obbligo né di prudenza e cioè a nessuna responsabilità.

Ancora una volta, la conclusione non è confortante: del «banchiere sistemico» non si intravede neanche l’ombra.

12. Quali siano gli effetti perversi immediatamente – e “scientificamente” – conseguenti a questi principi normativi adottati dai legislatori occidentali sono evidenti.

Un legislatore che consenta:

- (i) ad intermediari anche non bancari ed anche non assicurativi (ivi inclusi i famigerati *hedge-funds*) di emettere derivati creditizi in forza di principi contabili che rendono possibile un puro *dumping* (la vendita sotto-costo o, se si vuole, la vendita di prodotti con vizi occulti);
- (ii) alle banche soggette alla vigilanza bancaria di poter considerare “sani” derivati creditizi che, in realtà, sani non

---

<sup>48</sup> È ben noto come tanto il *default* di Lehman Brothers del settembre 2008, quanto il *bailout* (salvataggio) pubblico di AIG (American International Group), di poco successivo, siano conseguiti all’enorme esposizione in derivati creditizi (prevalentemente speculativi) da parte, rispettivamente, di una *securities house* non soggetta al controllo regolamentare della banca centrale statunitense (per l’appunto Lehman) e di una società finanziaria (AIG Financial Products o AIGFP) appartenente al gruppo di una delle più grandi conglomerate finanziarie mondiali (per l’appunto AIG). Sugli effetti del *mis-pricing* dei derivati creditizi tanto nel caso del fallimento Lehman, quanto nel caso del salvataggio pubblico AIG, si veda E. DICKINSON, (nt. 16), 16, per il quale, giustamente, “AIG [has destroyed] itself [Ndr: e non solo sé stessa, aggiungiamo noi] by selling mis-priced CDS”.

sono affatto, così alimentando quel mercato di derivati creditizi soggetto ad un *dumping* strutturale;

è un legislatore che opera esattamente come la moglie di Ulisse. Con una mano esso tesse la tela dell'efficienza e del mercato (vincoli sistematici imperativi sulle assicurazioni, vincoli sistematici imperativi sulle banche), ma con l'altra mano (un po' più nascosta, ma non meno dinamica ed efficace) attribuisce a certi soggetti la "licenza" (una sorta di "*ius privilegii*") di esonerarsi dal rispetto di quelle regole apparenti. E così, con una mano impone alle assicurazioni gli obblighi di riserva tecnica e alle banche gli obblighi di adeguatezza patrimoniale (regole di prudenza che minimizzano il rischio che sia l'acquirente a sopportare il rischio di un "vizio occulto"), ma con l'altra mano consente proprio alle banche di potersi ricavare un'area di esenzione dai pesanti oneri di quelle regole (<sup>49</sup>).

Insomma: con una mano "istituisce" il «mercato», ma con l'altra mano "attribuisce" a certuni la facoltà di sottrarsi proprio a quelle regole di mercato previamente istituite.

Ci si scusi per la tediosa pedanteria, ma a beneficio dei meno avvezzi a questi temi, può essere ancora utile un esempio. In forza del principio per il quale una banca deve contribuire con mezzi propri (secondo una certa proporzione) all'erogazione del credito, una banca X che dispone di mezzi propri per 80 non può concedere, ad esempio, crediti se non nel limite di 1000. Tuttavia, grazie al principio per il quale una banca può non accantonare fondi per crediti coperti da derivati, la banca suddetta potrebbe, comprando "sotto-costo" un derivato per 5, ottenere – quasi un gioco di prestigio – un "vantaggio netto" di 10. Ecco, dunque, che grazie al CDS venduto in regime di *dumping* autorizzato *ex lege*, la banca che non poteva più concedere crediti se non al "costo" di contribuire con mezzi propri, si trova a "liberare" capitale bancario per 5. Ovviamente, l'operazione in

---

<sup>49</sup> Dai prospetti contabili (*AIG 2008 Form 10-k*) depositati dalla conglomerata finanziaria statunitense AIG presso la SEC si apprende, ad esempio, il seguente dato assai significativo: "a total of \$234.4 billion (consisting of corporate loans and prime residential mortgages) in net notional exposure of AIGFP's super senior credit default swap portfolio as of December 31, 2008 represented derivatives written for financial institutions, principally in Europe, for the purpose of providing regulatory capital relief" (corsivo aggiunto).

CDS può essere effettuata su larga parte del portafoglio creditizio (il cd. *banking book*), sicché, la predetta banca si trova – grazie ad una artificiale o addirittura fittizia copertura di rischi – a poter espandere la propria attività creditizia.

Il meccanismo, poi, si “auto-alimenta”: tanto più i derivati creditizi possono essere venduti sotto-costò, tanto maggiore l’effetto di “irrazionale” espansione del credito bancario; e tanto maggiore l’espansione “irrazionale” del credito, quanto maggiore la facoltà degli emittenti di CDS di “ritardare” la chiusura dei conti (<sup>50</sup>). Naturalmente, tanto più lungo il tempo della “chiusura” dei conti, quanto più duro sarà il risveglio.

Se però il filo del nostro discorso ha un senso, ci si sarà resi conto che la “separazione” fra finanza e realtà non consegue *ex se* dai derivati creditizi e dalla loro capacità di moltiplicare *ad infinitum* posizioni debitorie inesistenti.

Non è così: se i derivati creditizi fossero *davvero* soggetti ai principi propri del diritto dei mercati dei capitali (obbligo di quotazione, istituzione di responsabilità in capo a controllori *ex lege, et cetera*), allora, a dispetto della apparente “diabolica” separazione fra «finanza» e «realtà», essi potrebbero (forse) contribuire ad una più efficiente valutazione del rischio di credito.

La circostanza, invece, che i derivati creditizi – e i prezzi che li riguardano – siano formati *niente affatto* su un “vero” mercato dei capitali, bensì negli uffici di qualche edificio di New York ove lavorano, ad un piano, i dirigenti di banche d’affari non soggette al controllo della Fed e, ad un altro piano, i dirigenti delle agenzie di *rating* – e, soprattutto, la circostanza che tutto ciò capiti non “per caso”, bensì per le precise scelte normative sulle quali ci si è intrattenuti – dovrebbe aver fatto comprendere che la ragione della separazione fra “finanza” e “realtà”, le premesse istituzionali per una “espansione irrazionale” del credito, poggiano piuttosto nella precisa scelta politica di aver concesso ai derivati creditizi di poter operare in una “zona franca”, in un’area, cioè, ove è lo stesso

---

<sup>50</sup> Molto pertinenti paiono le osservazioni di E. DICKINSON, (nt. 16), 15, per il quale gli effetti conseguenti alla cattiva regolazione dei CDS sono assai simili a quelli di una bolla finanziaria (*asset bubble*) conseguente ad una politica monetaria irragionevolmente espansiva.

diritto (non una prassi *abrogans*) ad affermare che quel diritto può essere, da taluno, derogato: “*molto è licito là, che qui non lece*”...

13. Le profonde disfunzionalità strutturali del mercato dei derivati creditizi hanno da tempo sollecitato un importante dibattito – tutt’ora in corso – nel paese che del sisma finanziario ancora in atto costituisce l’epicentro: gli Stati Uniti d’America.

Nel pieno della crisi dei mutui *subprime* (agosto 2007), il presidente allora in carica (G.W. Bush) aveva richiesto al neocostituito *President’s Working Group on Financial Markets* (“PWG”) – composto dal segretario del Tesoro e dai presidenti della *Stock Exchange Commission* (autorità di vigilanza sui mercati mobiliari), *Federal Reserve Board* (banca federale centrale) e *Commodity Futures Trading Commission* (autorità di vigilanza sui derivati su merci) – di redigere un documento delle cause della crisi finanziaria.

Sebbene i *crac* più direttamente legati al tema *credit default swaps* (Lehman e AIGFP) fossero allora ancora di là da venire e sebbene *eodem tempore* le valutazioni sulla tenuta del sistema finanziario fossero ancora non troppo pessimistiche, un’importante sezione del primo documento predisposto (nel marzo 2008) dal PWG – “*Policy Statement on Financial Market Developments*”<sup>(51)</sup> è per l’appunto dedicata a fornire “*recommendations to enhance the OTC derivative market infrastructure*” (con particolare riguardo ai CDS). Quattro sono, in particolare, i principi-chiave cui, secondo il PWG, dovrebbe ispirarsi una riforma globale dei derivati creditizi:

(i) «*rafforzamento della integrità e trasparenza del mercato*»: attraverso la *disclosure* di prezzi e volumi di derivati scambiati e, soprattutto, attraverso l’incentivazione alla istituzione di una o più “stanze di compensazione” centralizzate (*central counterparties* o “CCPs”) che supervisionino le negoziazioni e garantiscano le compensazioni fra gli aderenti al sistema, imponendo agli aderenti

---

<sup>51</sup> THE PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Policy statement on Financial Markets Developments*, 13 Marzo 2008, disponibile all’indirizzo web [http://www.treas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatemktturmoil\\_03122008.pdf](http://www.treas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatemktturmoil_03122008.pdf).

stessi adeguati margini di solvibilità;

(ii) «*miglioramento della gestione del rischio dei derivati*»: attraverso la regolamentazione pubblica tanto della “stanza di compensazione” centralizzata (CCP), quanto degli aderenti al mercato dei derivati organizzato e gestito dalla CCP;

(iii) «*rafforzamento della infrastruttura di mercato per i derivati*»: attraverso l’incentivazione alla canalizzazione delle negoziazioni dei derivati creditizi all’interno di una stanza di compensazione centralizzata (CCP);

(iv) «*incremento della cooperazione fra le autorità di vigilanza mondiale*»: attraverso il miglioramento della necessaria coordinazione (operativa e informativa) fra le autorità di vigilanza di ordinamenti i cui mercati sono esposti a rischi sistemici interconnessi.

In un documento di *follow up* successivamente predisposto (ottobre 2008) (in tal caso, proprio all’indomani dell’esplosione del tema «*credit default swap*»), il PWG ha dato conto di una serie di iniziative assunte nel frattempo dai principali operatori del mercato dei derivati, fra le quali, la più importante appare per l’appunto quella di sviluppare una “robust and prudently managed central clearing facility for credit derivatives” (<sup>52</sup>).

In una coeva audizione parlamentare, un esponente della SEC (<sup>53</sup>) ha ulteriormente ricordato come l’istituzione di una controparte centralizzata per la compensazione e il regolamento dei derivati creditizi costituisca una priorità regolamentare per una adeguata disciplina del rischio sistemico: “by clearing and settling CDS contracts submitted by participants in the CCP, the CCP could substitute itself as the purchaser to the CDS seller and the seller to the CDS buyer. This novation process by a CCP would mean that the two counterparties to a CDS would no longer be exposed to each other’s credit risk. A single, well-managed, regulated CCP could vastly simplify the containment of the failure of a major market participant. In addition. The CCP could net positions in

---

<sup>52</sup> THE PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Progress Update on March Policy Statement on Financial Market Developments*, Ottobre 2008, disponibile all’indirizzo web <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/q4progress%20update.pdf>.

<sup>53</sup> E.SIRRI, *Testimony concerning Credit Default Swaps before the House Committee*, 20 novembre 2008 (<http://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts112008ers.htm>).

similar instruments, thereby reducing the risk of collateral flows. Moreover, a CCP could further reduce risk through carefully regulated uniform margining and other robust risk controls over its exposures to its participants”.

Sulla stessa linea d’onda, ma in nome di un intervento normativo ancor più penetrante, si è recentissimamente espresso (4 giugno 2009) anche il più alto rappresentante della CFTM (*Commodity Futures Trading Commission*)(<sup>54</sup>), per il quale le linee ispiratrici della riforma dovrebbero essere le cinque seguenti: (i) sorveglianza e disciplina di ogni istituzione che abbia accesso al mercato dei derivati con l’istituzione di limiti sulle posizioni in derivati (*regulating derivatives dealers e position limits*); (ii) vincoli di capitale o margini obbligatori di solvibilità a carico di ogni istituzione che operi nel settore (*capital and margin requirements*); (iii) norme di condotta e di trasparenza (*business conduct and transparency requirements*); (iv) istituzione di mercati regolamentati per la negoziazione dei derivati standardizzati (*regulating derivative markets e exchange trading*); (v) istituzione di stanze di compensazione centralizzate (cd. *CCPs*) (*central clearing*).

Le linee di riforma (<sup>55</sup>) sono, quindi, in un modo o nell’altro volte ad evitare quel *dumping* di derivati creditizi che, inquinando il mercato del rischio di credito, ha contribuito così significativamente (e non casualmente) alla crisi finanziaria dei nostri giorni.

L’istituzione di una controparte centralizzata (CCP) – che operi frapponendosi ad ogni venditore o acquirente di CDS quale “garante di ultima istanza” del mercato da essa gestito – lascerebbe alla stessa CCP il potere di definire quei “margin” che ogni aderente deve prestare per poter essere ammesso al sistema: seppure soggetta al controllo pubblico sarebbe un’istituzione pur sempre privata a definire l’equilibrio fra «finanza» e «realtà» (o, se si vuole, i limiti di leva entro i quali gli aderenti possono

---

<sup>54</sup> G. GENSLER, *Statement before the Senate Committee*, 4 giugno 2009 ([http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opa\\_gensler-3.pdf](http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opa_gensler-3.pdf)).

<sup>55</sup> Per il dibattito in dottrina, si veda E. DICKINSON, (nt. 16), 20.

operare).

L'introduzione *ex lege* di *capital and margin requirements* a carico di ogni istituzione che operi nel mercato dei derivati – secondo le proposte da ultimo ricordate – andrebbe invece molto oltre: sarebbe in tal caso la stessa autorità legislativa a istituire i vincoli pubblicistici applicabili ad ogni istituzione operante nel mercato.

Nei termini della riflessione qui condotta: l'istituzione di una CCP assoggetterebbe il mercato dei derivati creditizi alla disciplina tipica dei “mercati dei capitali”, e cioè a una disciplina *disclosure-oriented*, nella quale il legislatore si limita ad assicurare l'attendibilità delle informazioni sulla base delle quali si formano i prezzi (ovvero: si istituisce l'obbligo di negoziazione in pubblico mercato regolamentato, dopodiché si lascia che sia il mercato a verificare l'attendibilità dei prezzi); l'istituzione di vincoli di capitale, al contrario, assoggetterebbe il sistema a vincoli imperativi ben più stringenti – più simili a quelli adottati per banche e assicurazioni – e ciò, sull'ovvio presupposto che senza un nucleo di «disciplina imperativa» *lato sensu* “anti-dumping” si corre il rischio – per usare una nota espressione marxiana – che siano gli stessi capitalisti ad uccidere il capitalismo (<sup>56</sup>).

14. Poche conclusive parole possono ora essere dedicate ad una breve sintesi di quanto si è cercato di illustrare al fine di darne una lettura, per così, dire storico-sociale.

I derivati creditizi costituiscono un vero e proprio “paradigma” di funzionamento del diritto del mercato dei capitali.

Esiste un piano dell'apparenza, ed un piano della realtà.

---

<sup>56</sup> Una riforma ispirata ai medesimi principi – istituzione di una CCP europea, introduzione di vincoli di capitale, trasparenza e regolamentazione dei mercati dei derivati – è stata in discussione anche al Parlamento Europeo negli ultimi mesi del mandato appena scaduto. La Commissione Europea, dal canto suo, dopo avere avanzato, già nel luglio 2008, una proposta di introduzione di “capital requirements” nel settore dei derivati creditizi, fortemente avversata – anche con una lettera al Commissario Mc Creevy – dal settore bancario, ha apportato, con Direttiva 2009/27/CE del 7 aprile 2009, alcune modifiche alla Direttiva 2006/49/CE nel senso di un maggior rigore nel calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di posizione in relazione ai CDS. La Direttiva dovrà essere recepita dagli Stati Membri entro il 31 dicembre 2010.

Beninteso, non si intende certo, con ciò, alludere, ad una “metafisica” contrapposizione fra «ente» ed «essere». Niente affatto: in termini “fenomenologici”, possiamo piuttosto dire che anche la «apparenza» ha la sua «realtà», e la «realtà» la sua «apparenza». La apparenza è, infatti, una “illusione” assolutamente *reale*, in forza della quale beni assolutamente *reali*, si spostano da un luogo all’altro in modo assolutamente *reale*, da una classe sociale all’altra (*si licet*) in modo assolutamente reale. E quando poi la “realtà” bussava alle porte (quando “i conti si chiudono”), il risveglio non determina affatto, sul piano «reale», un miracoloso *rewind* (un ripristino dello *status quo ante*), sicché – un vero paradosso – la “illusione” resta reale, mentre la “realtà” resta apparenza...

Fuor di metafora, la “apparenza” dei derivati creditizi è quella di strumenti finanziari che consentono la più efficiente allocazione del rischio di credito e la nuova era nella quale il più efficiente “banchiere sistemico” (il mercato dei capitali) prende il posto del meno efficiente “finanziatore tradizionale” (le banche *old style*).

La “realtà” è, invece, quella di strumenti finanziari che, grazie a precise regole dettate dai sistemi normativi globali, consentono proprio alle banche di sottrarsi ai vincoli cui esse sarebbero soggette, per operare in una “zona franca” (un’area *duty free* istituita, però, dallo stesso legislatore).

Attraverso la disciplina dei derivati creditizi è stato possibile, con la retorica dell’efficienza dei mercati dei capitali, dirottare al di fuori delle banche i rischi di credito che esse avrebbero dovuto assoggettare ai noti principi imperativi di *capital adequacy* e che ne sono stati così esentati; e tutto questo “come se” (*als ob*) i derivati creditizi fossero effettivamente trattati e soggetti ad un mercato dei capitali, di fatto inesistente e “sostituito” da tre società private a loro volta esentate da responsabilità.

La “retorica” del mercato dei capitali ci dice che il mercato dei capitali (il “banchiere sistemico”) costituirebbe un “concorrente” del tradizionale settore bancario e consentirebbe quindi un beneficio netto per il cd. consumatore o per il cd. risparmiatore.

In realtà, dietro a questa “apparenza”, si cela la “realtà” di un mercato dei capitali, disciplinato ad (ab)uso e consumo proprio di

quel settore bancario che, lungi dal subire la presunta “efficiente” concorrenza del mercato dei capitali, è piuttosto messo in condizione di nascondere dietro allo scudo di un mercato fittizio, la licenza (generosamente concessa *ex lege*) di operare in un regime di “esenzione”.

Da quando esiste il mercato dei capitali – e cioè la “piazza” ove i detentori di ricchezza diffusa incontrano «direttamente» i produttori di ricchezza –, si è sempre parlato di disintermediazione bancaria, di concorrenza fra *banche* e *securities houses*, e così via. In realtà, l’incontro fra “detentori di ricchezza diffusa” (i risparmiatori borghesi) e i produttori (le imprese) è sempre mediato dalla *haute finance*, i commercianti del denaro.

E quando il profitto “reale” si fa scarso – perché, per usare un termine keynesiano, l’efficienza marginale del capitale si riduce –, la *haute finance* è in condizione di piegare non il «fatto», ma il «diritto» alle proprie esigenze: quella di appropriarsi non del *surplus* produttivo reale (che non c’è più o non più abbastanza abbondante) ma delle risorse esistenti (che si trovano nelle mani, per dirla con Galbraith, di quegli “stupidi” dai quali dovranno pur, prima o poi, distaccarsi...)

La disciplina dei derivati creditizi – istituto “apparentemente” ostile alle banche tradizionali e amico al mercato dei capitali – è risultato un classico esempio di come un preciso ceto globale (banche d’affari, banche commerciali internazionali, *hedge funds* e i loro “procuratori”: le agenzie di *rating*) si sono – coll’esplicito “permesso” del legislatore – appropriati della ricchezza di una larga fetta di un altro ceto globale (il ceto medio occidentale).

La realtà busa alle porte, ma la illusione resta più reale della realtà.

Ripristinare lo *status quo* è, infatti, impossibile: la ricchezza che si è mossa in virtù di una “illusione finanziaria” normativamente autorizzata, non tornerà più all’alveo originario, ma resterà, salvo quisquillie, dove l’ha portata proprio quella “illusione”.

Per dirla ancora una volta con Galbraith (<sup>57</sup>), le frodi cui è sempre strutturalmente esposto il mercato dei capitali creano l’illusione di

---

<sup>57</sup> K. GALBRAITH, *L’economia della truffa*, Milano, 2004, 30 e *passim*.

una “prosperità apparente”.

Il problema – deve però aggiungersi – è che quella prosperità non è affatto *interamente* apparente: per taluni (coloro che, evidentemente, hanno reso possibile, ad es., la licenza legislativa di *dumping* di *credit default swaps*), quella prosperità è assolutamente reale.

EUGENIO BARCELLONA

Professore Associato di Diritto Commerciale  
Università del Piemonte Orientale Alessandria