BANCA
COMMERCIALE
ITALIANA

UFFICIO STUDI
E ANALISI FINANZIARIA

Collana Ricerche

R97-5

I CONTRATTI DERIVATI DI CREDITO
IL *CREDIT DEFAULT SWAP*

Francesco Caputo-Nassetti

I CONTRATTI DERIVATI DI CREDITO
IL *CREDIT DEFAULT SWAP* ([1])

Francesco Caputo-Nassetti (*)

R97-5

(*) Servizio Estero

Editing: C. Bovina

Milano, Agosto 1997

---

1 *Il presente lavoro - ripreso da Dir. Comm. Int. 1/97 - fa parte del volume intitolato* I contratti derivati di credito, *in corso di ultimazione per la Collana* Contratti & commercio internazionale, edita dalla Giuffrè.

1. LA FUNZIONE DEI CREDIT DERIVATIVES

Gli anni ottanta sono passati alla storia economica come gli anni che hanno vissuto l'impetuoso sviluppo dei contratti "derivati" finanziari, quali *swaps, options* e *financial futures* e non è mancato chi ha ritenuto che, dopo tale e tanta innovazione, ben poco sarebbe rimasto da inventare e che difficilmente un fenomeno simile si sarebbe potuto ripetere.

Senonché attorno alla metà degli anni novanta si è assistito alla creazione di una famiglia di nuovi strumenti finanziari, noti con il termine anglosassone *credit derivatives* [2], che si ritiene abbiano raggiunto un volume iniziale di circa 40 miliardi

---

2 *M. LIEBOWITZ,* Credit risk derivatives: new product gathers steam, *in* Investment dealers digest, *6 giungo 1992, vol. 58, n. 27, p. 13; T. SMITH,* The new credit derivatives, *in* Global finance, *Marzo 1993, vol. 7, n. 3, p. 109; A. WHEAT,* Developments in the Otc derivatives market, *in* Financial derivatives and risk management, *vol. 1, maggio 1995; S.R. DAS,* Credit risk derivatives, *in* The journal of derivatives, *1995, vol. 2, n. 3, p. 7;* The spirit of '86, *in* IFR financial products, *14 giugno 1995; D. HART,* Managing credit and market risk as buyer of credit derivatives, *in* The journal of commercial lending, *Novembre 1995, vol. 78, n. 3, p. 38; C. W. SMITHSON,* Managing financial risk, *Princeton, USA, 1996, pp. 182;* Credit derivatives offer ground-breaking potential, *in* International trade finance, *Febbraio 1996, n. 255, p. 3, M. PARSLEY,* Credit derivatives get cracking, *in* Euromoney, *Marzo 1996, p. 28;* Credit derivatives await take off, *in* International trade finance, *Aprile 1996, n. 259, p. 3; R.S. NEAL,* Credit derivatives: new financial instruments for controlling credit risk, *in* Economic review of the Federal Reserve Bank of Kansas City, *1996, vol. 81, n. 2, p. 15; R. IRVING,* Credit derivatives come good, *in* Risk, *vol. 9, n. 7, luglio 1996, p. 1; P. K. HATTORI,* The Chase guide to credit derivatives in Europe, Chase Manhattan International Ltd, *Londra, Settembre 1996; J. R. KRAUS,* Credit derivatives boom seen once rules are clarified, *in* American banker, *15 agosto 1996, p. 4;* Derivatives rule could slash capital needs, *in* Thomson's International banking regulator, *n. 96-35, 16 settembre 1996, p. 5;* How credit derivatives open doors to new market, *in* ibidem; *B. FLESAKER, L. HUGHSTON, L. SCHREIBER, L. SPRUNG,* Taking all the credit, *in* Risk, *settembre 1996, vol. 7, n. 9; I. BUFACCHI,* Credit derivative, lo swap dell'ultima generazione, *in* Il Sole 24 Ore, *12 ottobre 1996, p. 26;* Passing the risk, *in* The economist, *2 novembre 1996, p. 73; N. REED,* Investors seek wider horizons, *in* Derivatives Survey,

di dollari e che presentano un potenziale di crescita unanimamente considerato enorme [3]. Secondo una stima della *British Bankers' Association* il solo mercato di Londra entro il 2000 potrebbe raggiungere 1.200 miliardi di dollari [4].

Financial Times, *22 novembre 1996, p. 4; R. LAPPER,* An important new frontier is opening, ibidem*; J.N. BUSH, A.H. HASPEL,* Accounting issues: deciphering the taxation of credit derivatives, *in* Journal of taxation of investments, *autunno 1996, vol. 14, n. 1, p. 33; BRITISH BANKERS' ASSOCIATION,* BBA Credit derivatives report 1996, *Londra, Novembre 1996;* Swinging around the world, *in* Euromoney, *Dicembre 1996, p. 81; BRITISH BANKERS' ASSOCIATION,* Final version of the LIBA-BBA submission to the Bank of England, *Londra, 19 febbraio 1997; ID,* Credit derivatives: key issues, *Londra, 1997; INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION INC,* Developing a supervisory approach to credit derivatives, *New York, 1 febbraio 1997; G. WHITTAKER, J. FROST,* An introduction to credit derivatives, *in* The Journal of lending credit risk management, *Maggio 1997, p. 15; S. RAI, H. HOLAPPA,* Credit derivatives: the new wave in risk management, *in* The Journal of lending credit risk management, *Maggio 1997, p. 26; B.J. RANSON,* Credit derivatives - A user's observation, *in* The journal of lending credit risk management, *Maggio 1997, p. 34; M. WONG, S. SONG,* A loan in isolation, in Asia risk, *Giugno 1997, p. 21. A livello istituzionale cfr. COMPTROLLER OF THE CURRENCY,* Credit derivatives, in OCC Bulletin, *Washington, 12 agosto 1996; BOARD OF THE GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM,* Supervisory guidance for credit derivatives, *Washington, 12 agosto 1996; ID,* Application of market risk capital requirements to credit derivatives, *Washington, 13 giugno 1997; FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION,* Supervisory guidance for credit derivatives, *Washington, 19 agosto 1996; BANK OF ENGLAND,* Developing a supervisory approach to credit derivatives, *Londra, 3 dicembre 1996; ID,* Credit derivatives: amended interim capital adequacy treatment, *Londra, 5 giugno 1997; COMMISION BANCAIRE,* Credit derivatives - issues for discussion on interim prudential treatment, Working paper, *Parigi, Giugno 1997.*

3 *M. PARSLEY,* Credit derivatives get cracking, *cit., p. 34; R. IRVING,* Credit derivatives come good, *cit., p. 1; J. R. KRAUS,* Credit derivatives boom seen once rules are clarified, *cit., p. 4;* Derivatives rule could slash capital needs, *in* Thomson's International banking regulator, *n. 96-35, 16 settembre 1996, p. 5;* How credit derivatives open doors to new market, *in* ibidem; *B. FLESAKER, L. HUGHSTON, L. SCHREIBER, L. SPRUNG,* Taking all the credit, *cit.; I. BUFACCHI,* Credit derivative, lo swap dell'ultima generazione, *cit. p. 26;* Passing the risk, *in*

Credit derivatives significa letteralmente "derivati creditizi", dove "derivati" è usato come participio aggettivato, che sottointende il sostantivo "contratti".

In prima approssimazione, i *credit derivatives* consistono - dal punto di vista economico - in una famiglia di contratti che ha per oggetto l'assunzione del rischio di credito, senza, peraltro, trasferire il credito sottostante e senza ricorrere ad un negozio di garanzia personale o reale. La parte che assume il rischio viene indicata come *protection seller* (venditore di protezione), mentre l'altra come *protection buyer* (compratore della protezione).

I motivi che hanno portato al loro sviluppo sono diversi.

Prima di descriverli si rende utile una breve premessa terminologica circa le tipologie di rischio di cui si tratta in seguito.

Si usa distinguere il rischio di credito in rischio di controparte ed in rischio specifico, noto anche come rischio emittente (presente nelle operazioni su obbligazioni, azioni e titoli in genere).

Il rischio specifico è una componente del rischio di mercato, che a sua volta, consiste nel rischio di perdite a seguito di sfavorevoli movimenti dei prezzi di mercato, includendo in questi i tassi di interesse, i valori di cambio ed i corsi azionari. Il rischio in esame si divide in due categorie: rischio (di mercato) generico - che rappresenta il rischio che il mercato si muova in direzione contraria a quella

---

The economist, *2 novembre 1996, p. 73; N. REED,* Investors seek wider horizons, *cit., p. 4; R. LAPPER,* An important new frontier is opening, ibidem*; BRITISH BANKERS' ASSOCIATION,* BBA Credit derivatives report 1996, *cit.; BANK OF ENGLAND,* Developing a supervisory approach to credit derivatives, *cit.*

4 *BRITISH BANKERS' ASSOCIATION,* BBA credit derivatives report 1996, *cit., p. 7; G. GRAHAM,* London is leading centre for credit derivatives, *in* Financial Times, *20 novembre 1996, p. 16.*

attesa - e rischio (di mercato) specifico - che rappresenta il rischio che la singola posizione subisca oscillazioni sfavorevoli per ragioni legate all'emittente del titolo.

A sua volta il rischio di controparte viene distinto nelle seguenti tre tipologie: *a*) rischio di credito pieno (*credit risk*), che consiste nel rischio che la controparte non adempia la propria obbligazione quando dovuta e non sia in grado di adempierla in futuro nella sua interezza a causa della propria insolvenza; *b*) rischio di consegna (*delivery risk*), che può esistere soltanto quando le parti abbiano reciproche obbligazioni da eseguirsi contemporaneamente e consiste nel fatto che una parte adempia al proprio obbligo di pagamento o consegna non ricevendo contestualmente la consegna o il pagamento del dovuto dall'altra parte (esempio tipico sono le compravendite di divise [5] e, con diverse eccezioni, di titoli); *c*) rischio di sostituzione (*substitution risk*), che è presente nei contratti *a termine* con prestazioni corrispettive (da eseguirsi, di norma, contemporaneamente) e consiste nel maggior costo o nel mancato guadagno che la parte solvente sopporta qualora la controparte diventi insolvente *prima* della scadenza pattuita. In tal caso la parte *in bonis*, ovviamente, si asterrà dall'effettuare la propria consegna alla parte insolvente. Per procurarsi quanto avrebbe dovuto ricevere dalla parte insolvente in cambio della propria consegna dovrà effettuare un nuovo contratto sostitutivo di quello che non verrà adempiuto. Il prezzo del nuovo contratto potrà essere diverso da quello destinato ad essere inadempiuto e ciò potrà comportare una perdita od un utile.

Torniamo ora alle ragioni della diffusione dei contratti derivati creditizi (o di credito).

---

5 *In sede di regolamento di una compravendita di divise l'esposizione, effettiva dura dal momento in cui l'istruzione di consegna della valuta non puo' piu' essere annullata unilateralmente fino al momento in cui la valuta acquistata è ricevuta in via definitiva. Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS,* Settlement risk in foreign exchange transactions, *Basilea, marzo 1996, p. 8.*

Uno dei motivi di fondo va ricercato nella internazionalizzazione dei mercati finanziari (scaturente dall'abbattimento delle barriere valutarie e dalla liberalizzazione dei movimenti di capitali), la quale ha fatto sì che la - in precedenza, forzata - concentrazione dei rischi di credito sul proprio mercato naturale (paese di insediamento, settore industriale, divisa, ecc.) sia considerata, ora in misura maggiore rispetto al passato, un elemento negativo da superare o ridurre.

Il gestore di un portafoglio di investimenti - sia esso una banca o un investitore istituzionale - mira ad investire in maniera da ottimizzare il profitto, tenuto conto di un certo livello di rischio accettato. Maggiore risulta la concentrazione degli investimenti, maggiore è il rischio del portafoglio. Al contrario, maggiore risulta la diversificazione degli investimenti, minore è la volatilità del portafoglio e, quindi, migliore è il profilo di rischio [6].

Un ulteriore motivo di fondo è legato alla crescente sofisticazione delle banche (e degli investitori istituzionali) nella gestione dei rischi in generale, ed in particolare allo sviluppo di capacità di analisi dei rischi di credito basate su tecniche attuariali [7]. Questo approccio matematico alla misurazione del rischio di credito ha messo in maggiore evidenza gli elementi di concentrazione dei rischi - quantificandone l'impatto sulla qualità del portafoglio - e la utilità di diversificarli.

In particolare, le autorità di vigilanza bancaria hanno imposto alle banche degli obblighi di patrimonializzazione minima per fare fronte al rischio di mercato [8]. Le

---

6 *C.W. SMITHSON,* Managing financial risk, *cit., p. 185; BRITISH BANKERS' ASSOCIATION,* BBA credit derivatives report 1996, *cit., p. 36 ss; BANK OF ENGLAND,* Developing a supervisory approach to credit derivatives, *cit., p. 4.*

7 *C.W. SMITHSON,* Managing financial risk, *cit., p. 186.*

8 *Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria che opera sotto l'egida della Banca Internazionale dei Regolamenti ha pubblicato nel gennaio 1996 un documento* - Emendamento

moderne metodologie di calcolo per quantificare il rischio di mercato tengono conto della diversificazione del portafoglio, nel senso che ad un maggiore grado di diversificazione corrisponde un minor rischio di mercato e, quindi, minor assorbimento di capitale e, conseguentemente, minori costi.

La diversificazione dei rischi di credito raggiungibile con i tradizionali strumenti a disposizione dell'investitore comporta inscindibilmente dei costi e l'assunzione di altri rischi di diversa natura.

Se, ad esempio, l'investitore acquista titoli obbligazionari, deve sopportare un costo per la relativa raccolta, che può ridurre il margine di rendimento dell'investimento; deve sostenere spese per la custodia dei titoli; è esposto al rischio di mercato ed al rischio di custodia [9]; nella fase di acquisto può essere esposto al rischio di consegna; può essere esposto ad un rischio di cambio.

---

dell'accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato - *con il quale sono stati stabiliti i requisiti minimi di patrimonio che le banche debbono avere per fronteggiare i rischi di mercato.*
In merito alle metodologie di misurazione del rischio di credito v. R.W. SPAHR, M.A. SUNDERMAN, C. AMALU, Corporate bond insurance: feasibility and insurer risk assessment, *in* Journal of risk and insurance, *vol. 58, settembre 1991, p. 418; S.R. DAS,* Credit risk derivatives, *cit. p. 7; L. HUGHSTON,* Pricing of credit derivatives, *in* Financial derivatives and risk management, *5 marzo 1996, p. 11; B. IBEN, R. BROTHERTON-RATCLIFFE,* Credit loss distribution and required capital for derivatives portfolios, *in* The journal of fixed income, *Giugno 1994, vol. 4, n. 1, p. 6; G.R. DUFFEE,* On measuring credit risks of derivatives instruments, *in* Journal of banking and finance, *Giugno 1996, vol. 20, n. 6, p. 805; R.A. JARROW, S.M. TURNBULL,* Pricing derivatives on financial securities subject to credit risk, *in* The journal of finance, *Marzo 1995, vol. 50, n. 1, p. 53; F. LONGSTAFF, E. SCHWARTZ,* Valuing credit derivatives, *in* The journal of fixed income, *Giugno 1996, p. 6.*

9 *Il rischio di custodia consiste nel rischio che il depositario dei titoli diventi insolvente. Il rischio è maggiore nel caso in cui i titoli depositati siano fungibili, in quanto si tratterebbe di deposito*

Inoltre gli strumenti tradizionali consentono una limitata diversificazione a causa della segmentazione dei mercati, nel senso che vi sono mercati ai quali soltanto certe categorie di investitori possono accedere, oppure, all'interno dello stesso mercato vi sono investitori che non riescono, pur volendo, ad avere accesso a particolari prenditori o a certe aree geografiche. La segmentazione dei mercati, in particolare tra quello dei prestiti bancari e quello dei titoli obbligazionari, comporta delle inefficienze di prezzo nel costo della raccolta.

Si pensi al mercato dei prestiti bancari, che possono essere erogati dalle sole banche. Vi sono periodi in cui, a causa della legge della domanda e dell'offerta, i margini ottenibili sui prestiti bancari sono superiori a quelli del mercato obbligazionario. Qualora un fondo di investimento volesse avere una esposizione attraverso il mercato dei prestiti bancari, non sarebbe abilitato.

Vi sono numerosi casi per i quali il gestore non è in grado di assumere rischi nei confronti di certe controparti. Si pensi ad una banca che, pur volendo, non è in grado di avere rapporti diretti con una grande società, oppure al gestore che desideri avere una esposizione in un paese o in un mercato dove non è presente.

Un investitore può avere un costo della raccolta superiore al rendimento dell'investimento che desidera effettuare (ad esempio, raccoglie a *Libor* + 0,30 per cento, mentre il titolo emesso da un nominativo di ottimo livello creditizio offre rendimento di *Libor* + 0,10 per cento). In tali casi è di fatto preclusa la possibilità di investimento.

Orbene, i contratti derivati di credito consentono di diversificare efficacemente - come meglio vedremo in seguito - i rischi di credito, non solo riducendo i costi della diversificazione, ma anche offrendo maggiore accesso a strumenti, mercati e

---

irregolare che prevede il trasferimento della proprietà dei titoli e l'obbligo di restituire il tantundem eiusdem generis et qualitatis.

controparti rispetto ai tradizionali mezzi di diversificazione. Essi consentono anche di poter scegliere con maggiore flessibilità la durata dell'esposizione creditizia, facilitando la gestione generale dei rischi di portafoglio. Si ritiene che i contratti in esame rappresentino il migliore strumento di diversificazione disponibile sia per chi deve investire (venditore di protezione), sia per chi deve ridurre concentrazioni eccessive (compratore di protezione).

Un ulteriore elemento che facilita la crescita del mercato dei *credit derivatives* consiste nel fenomeno, in corso da alcuni anni, in base al quale le grandi aziende tendono a ridurre il numero dei rapporti bancari, concentrando le proprie esigenze creditizie su un numero inferiore di banche. Le banche che continuano a mantenere i rapporti con queste aziende assumono rischi quantitativamente maggiori. Da qui nasce l'esigenza di ridurli, trasferendoli a terzi.

Nel contempo le autorità di vigilanza bancaria hanno introdotto alcuni criteri per contenere i rischi di instabilità delle banche connessi alla concessione di finanziamenti di importo rilevante rispetto al patrimonio di vigilanza e tesi ad evitare eccessive concentrazioni di rischi su singole controparti, stabilendo dei limiti proporzionali al patrimonio dell'istituto erogante [10].

Da qui nasce l'esigenza di ridurre tali rischi. Ma tale esigenza si scontra con la necessità di mantenere il rapporto diretto con il cliente, rapporto che verrebbe compromesso dalla impossibilità di concedere nuove facilitazioni o dalla cessione

---

[10] *V. Raccomandazione della Commissione CEE del 22 dicembre 1986 sulla vigilanza ed il controllo dei grandi fidi degli enti creditizi; Direttiva 92/121/CEE del 21 dicembre 1992 sulla vigilanza ed il controllo dei grandi fidi degli enti creditizi; artt. 53 e 67, d. legis. 30 settembre 1993, n. 385; Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, capitolo XXIV, Concentrazione dei rischi.*

dei crediti a terzi (cessione che verrebbe fatta per rispettare detti limiti "grandi fidi" o per creare spazio per nuove facilitazioni) [11].

Accade, infatti, che diverse banche si trovino in tale situazione proprio con la clientela giudicata migliore. I *credit derivatives* vengono utilizzati quali surrogati di garanzie per ridurre le esposizioni verso la clientela e rappresentano una nuova famiglia di "garanzie" personali e reali, denominate anche "garanzie sintetiche".

Vi è un altro aspetto non trascurabile dei contratti derivati di credito: essi offrono anche la possibilità di "vendere" - di fatto - posizioni illiquide o per le quali non vi è domanda sul mercato, grazie al trasferimento del solo rischio di credito.

Inoltre, i *credit derivatives* consentono di prendere posizioni speculative o di fare arbitraggi sul profilo creditizio di terzi.

I contratti derivati di credito permettono di superare i numerosi ostacoli sopra menzionati, in quanto separano il rischio di credito dallo strumento giuridico che lo rappresenta e da cui trae origine (prestito obbligazionario, mutuo, ecc.) e lo trasformano in una *commodity* (materia prima) facilmente trasferibile. Un gestore può, attraverso un *credit derivative,* assumere un rischio di credito nei confronti di una società senza sostenere i costi della raccolta, i costi connessi alla compravendita del titolo o della concessione del credito, i costi della custodia del titolo, senza sopportare i rischi inerenti alla custodia dei titoli, i rischi di consegna e di cambio presenti in un investimento tradizionale. In altre parole, estrapolando il rischio di credito dagli strumenti che lo rappresentano, si ottengono diversi positivi risultati:

- si facilita la diversificazione dei rischi da parte degli investitori rendendo accessibili mercati e rischi di credito ad un numero maggiore di soggetti;

---

[11] *BANK OF ENGLAND,* op. cit., *p. 4.*

- si può superare la segmentazione dei mercati, riducendo le inefficienze nei prezzi della raccolta finanziaria;

- si aumenta la liquidità dei mercati, in particolare di quei mercati che, per gli strumenti tipicamente utilizzati, mal si prestano ad un attività di mercato secondario;

- si riducono i costi presenti di norma nelle forme tradizionali di assunzione di rischi di credito;

- si riducono - o, addirittura, si eliminano - i rischi presenti di norma nelle forme tradizionali per l'assunzione di rischi di credito;

- si possono fare speculazioni ed arbitraggi sul profilo creditizio di terzi.

Isolare il rischio di credito dagli altri elementi di norma ad esso legati consente al gestore di assumere tale rischio senza dover sopportare costi strumentali e rischi aggiuntivi. In definitiva i contratti derivati di credito migliorano l'efficienza dei mercati finanziari, rafforzando, di conseguenza, la stabilità degli intermediari.

Queste affermazioni, condivise da alcuni organi di vigilanza [12], assumono, come vedremo in seguito, rilevanza anche ai fini della meritevolezza della tutela giuridica.

I *credit derivatives* sono riconducibili essenzialmente a sette fattispecie: il *credit default swap,* la *credit default option*, il *total rate of return swap,* il *credit spread swap,* la *credit spread option,* la *credit linked note* e il *credit linked warrant.*

---

12 *COMPTROLLER OF THE CURRENCY,* Credit derivatives, *in* OCC Bulletin, *Washington, 12 agosto 1996; BOARD OF THE GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM,* Supervirory guidance for credit derivatives, *Washington, 12 agosto 1996; BANK OF ENGLAND,* op. cit., *p. 4.*

Queste sono, a loro volta, riconducibili a quattro gruppi: *a*) contratti a fermo condizionati al verificarsi di un *credit event* (*credit default swap, credit linked note*), *b*) contratti di opzione condizionati al verificarsi di un *credit event* (*credit default options, credit spread option, credit linked warrant*), *c*) *swaps* di pagamenti (*total rate of return swap*) e *d*) contratti differenziali semplici (*credit spread swap*).

Con il presente lavoro si analizza la fattispecie più diffusa tra quelle sopra menzionate, il *credit default swap*. Le altre fattispecie saranno oggetto di esame in un volume in corso di preparazione, insieme all'analisi della documentazione contrattuale e degli aspetti regolamentari.

Sebbene non sia comune che la legge italiana trovi applicazione in questi contratti (vuoi perché, pur essendo conclusi anche da soggetti italiani, la legge regolatrice dei contratti nei mercati finanziari internazionali tende ad essere quella inglese o dello stato di New York, o perché la standardizzazione della documentazione non è stata fatta in base alla legge italiana), in questa sede si presuppone che essi siano regolati dalla legge italiana, utilizzando, così, le tipologie nostrane per inquadrare meglio gli aspetti legali delle fattispecie.

2. IL CREDIT DEFAULT SWAP SEMPLICE: DESCRIZIONE DELLA FATTISPECIE

In base al *credit default swap,* un soggetto (*protection seller*), che desidera avere una esposizione creditizia verso la società Alfa (*rischio di riferimento*), si impegna a pagare una somma di denaro a favore di un terzo (*protection buyer*) se, entro un periodo di tempo concordato, la società Alfa diviene insolvente. Di fatto, assume il rischio di credito su Alfa e, quale corrispettivo, riceve un premio.

Il *credit default swap,* nella forma più essenziale, può essere definito come quel contratto in forza del quale *il promittente, verso pagamento di un premio, si impegna ad eseguire un pagamento predeterminato in favore di un promissario al verificarsi di un evento futuro ed incerto, che esprime il deterioramento del profilo creditizio di un terzo.*

Detto evento - noto nella contrattualistica specifica come *credit event* - di norma consiste nella dichiarazione giudiziale di insolvenza del terzo, nell'instaurazione di una procedura concorsuale nei suoi confronti, nella sua liquidazione o simili eventi (ciascuno definito come *bankruptcy event*), nel mancato pagamento di una obbligazione pecuniaria di un terzo - non necessariamente assunta nei confronti del promissario - (*payment default*) o nella diminuzione del suo *rating* creditizio (*downgrading*).

Il *credit event* si distingue dal tradizionale *event of default* (caso di inadempimento) presente nei contratti di credito, in quanto quest'ultimo tende, per definizione, ad essere il più ampio possibile data la sua funzione di far decadere dal beneficio del termine il debitore, nell'interesse ed a tutela del creditore, al manifestarsi dei primi segnali che possono portare alla insolvenza. Al contrario, la *ratio* del *credit event* è opposta, in quanto esso tende a determinare, nella maniera più oggettiva possibile, le situazioni che rappresentano un tangibile ed inequivocabile segno di insolvenza del debitore.

Generalmente il *credit event* si considera avvenuto soltanto quando esistono informazioni pubbliche (*publicly available information*) che descrivono come accaduto l'evento dedotto in contratto e sempre che l'informazione riportata non sia originata dal *protection buyer*. Le fonti, generalmente indicate in contratto, sono quotidiani a larga diffusione o reti di informazioni elettroniche, quali la *Reuter*.

Di norma il verificarsi del *credit event* (*rectius*: l'esistenza delle citate informazioni pubbliche relative al verificarsi del *credit event*) non è sufficiente a rendere dovuto il pagamento dedotto in contratto. È necessario che l'evento sia "sostanziale" e cioè che esista la c.d. *materiality*. Al fine di ridurre al minimo gli elementi discrezionali di giudizio, lasciando ad una parte la determinazione se un certo evento è "sostanziale" o meno, si ricorre, ove sia possibile, alla quantificazione della *materiality* in termini di variazione del prezzo di un *titolo di riferimento* (emesso dal soggetto-rischio di riferimento) oltre un livello concordato. In altre parole, le parti

stabiliscono che, affinché il pagamento sia dovuto, è necessario che il prezzo del titolo di riferimento diminuisca di una percentuale predefinita a causa del verificarsi del *credit event* (oppure il margine implicito nel titolo di riferimento aumenti di una percentuale predefinita). Se l'evento che si è verificato non comporta una variazione del prezzo del titolo superiore ad una certa soglia, si considera "non sostanziale" e, pertanto, il pagamento da parte del promittente non è dovuto.

Un ulteriore elemento della fattispecie è l'*importo nozionale* (del rischio di riferimento), la cui funzione è soltanto di consentire la determinazione dell'ammontare dovuto al verificarsi del *credit event*.

Infatti, il *quantum* del pagamento che il promittente si obbliga ad eseguire può essere *a*) l'importo nozionale, o *b*) una percentuale predefinita dell'importo nozionale, o *c*) la differenza tra l'importo nozionale (o una percentuale dello stesso, che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito pecuniario nei conronti del soggetto-rischio di riferimento al momento della conclusione del *credit defualt swap*) ed un importo che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito pecuniario nei confronti del soggetto-rischio di riferimento *dopo* il verificarsi del *credit event*. In alcuni casi è prevista la possibilità per il promissario di scegliere tra uno dei citati metodi di pagamento.

A fronte di tale impegno, il promissario si obbliga a pagare un premio, di norma rateizzato, ed il cui ammontare è una funzione della probabilità del verificarsi dell'evento, del *quantum* dovuto dal promittente e delle condizioni di mercato.

Un importante aspetto da sottolineare è che risulta irrilevante che le parti abbiano rapporti creditizi con il soggetto-rischio di riferimento.

3. ELEMENTI DI DISSOMIGLIANZA CON LA FIDEIUSSIONE E L'ESPROMISSIONE

Per meglio definire i confini dell'esaminanda fattispecie e prima di cedere alla facile tentazione di considerare atipico un contratto che *prima facie* non sembra

inquadrabile in una figura tipica, si cercherà in seguito di evidenziarne le differenze ed analogie con contratti che soddisfano esigenze in parte analoghe.

Il *credit default swap* non appare assimilabile alla fideiussione. L'obbligazione del fideiussore, infatti, è accessoria ad una obbligazione principale, ed ha identità di oggetto rispetto all'obbligazione garantita. Al contrario nel *credit default swap* l'obbligazione del promittente non solo è autonoma rispetto all'obbligazione contenuta nel titolo di riferimento, ma risulta anche di oggetto diverso rispetto a quello dell'obbligazione nascente dal titolo di riferimento.

La fideiussione presuppone la validità dell'obbligazione principale (art. 1939 c.c.), mentre nel *credit default swap* è irrilevante la validità dell'obbligazione contenuta nel titolo di riferimento. Il fideiussore può opporre al creditore le eccezioni che spettano al debitore principale (art. 1945 c.c.), mentre il promittente non può opporre eccezioni relative al titolo di riferimento. La fideiussione non può essere prestata a condizioni più onerose del debito garantito (art. 1941 c.c.), mentre il promittente assume una obbligazione a condizioni di norma più onerose rispetto a quelle contenute nel titolo di riferimento. Inoltre, il fideiussore che ha pagato ha il diritto di regresso contro il debitore principale (art. 1950 c.c.), mentre il promittente che ha pagato non ha alcun diritto di regresso verso il soggetto-rischio di riferimento.

Infine, e questo mi sembra determinante, il pagamento, una volta verificatosi il *credit event,* può avvenire anche qualora non vi sia alcun inadempimento delle obbligazioni nascenti dal titolo di riferimento.

Il *credit default swap* non appare assimilabile alla espromissione, in quanto l'espromittente assume - in via autonoma e non accessoria - *il debito altrui*, mentre nella fattispecie in esame il promittente assume - seppure sempre in via autonoma e non accessoria - un debito *nuovo, diverso* da quello altrui.

4. (SEGUE) .... CON L'ASSICURAZIONE

Il *credit default swap* risulta diverso anche dal contratto di assicurazione, in quanto nel primo appare irrilevante l'esistenza di una effettiva posizione da proteggere in capo al promissario, il quale può non essere creditore del terzo (rischio di riferimento) o non avere titoli da questo emessi. Per facilità descrittiva negli esempi usati nel testo si è a volte fatto riferimento ad un promissario, creditore di un terzo (rischio di riferimento), interessato ad eliminare il rischio di deterioramento del profilo creditizio del terzo. Ma l'esistenza di tale rapporto creditizio o, più in generale, di un rischio da eliminare in capo al promissario non è necessaria e non fa parte - come detto - della fattispecie contrattuale. Il promissario, infatti, può concludere il *credit default swap* al solo fine di lucro.

Questo aspetto è particolarmente importante in quanto distingue la fattispecie in esame dal contratto di assicurazione contro i danni, il quale è nullo se, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art. 1904 c.c.) [13]. Più in generale, mentre la causa dell'assicurazione è il *trasferimento* del rischio, dietro corrispettivo di un premio, dall'assicurato all'assicuratore, la causa del *credit default swap* è l'*assunzione* del rischio di deterioramento del profilo creditizio di un terzo dietro corrispettivo.

Inoltre, la diminuzione o l'aggravamento del rischio assicurato sono causa di mutamenti del premio o, perfino, di recesso dal contratto di assicurazione (artt. 1897-1898 c.c.). Nel caso del *credit default swap*, invece, qualsiasi variazione del grado di rischio non ha alcun effetto sulle obbligazioni delle parti contraenti.

---

[13] *Alla stessa conclusione si giunge nel sistema di diritto inglese. Cfr. l'opinione espressa in merito da R. POTTS, E. CHAMBERS,* Allen & Overy, *Londra, in data 19 maggio 1997 alla* International swaps and derivatives association, Inc.

5.(SEGUE) .... CON LA SCOMMESSA

Il *credit default swap* si distingue anche dalla scommessa per diversi motivi.

L'esito della scommessa può dipendere, oltre che da un evento futuro e incerto, da un evento passato, mentre il *credit default swap* non può che far riferimento ad un evento futuro e incerto.

La scommessa può avere come oggetto una unica posta che le parti si obbligano reciprocamente a pagare (in altre parole le obbligazioni che le parti assumono sono uguali), mentre nel *credit default swap* le obbligazioni che le parti assumono sono sempre diverse: il promissario si obbliga a pagare un corrispettivo e il promittente a sopportare il rischio del deterioramento creditizio di un terzo e da questo evento può scaturire l'obbligo di pagare una somma, il cui ammontare è determinato *ex ante* o è determinabile *ex post*. In genere nella scommessa la prestazione di entrambe le parti consiste in un *pati* (bilateralità dell'alea), nel sopportare cioè il rischio dell'eventuale perdita [14], mentre nel *credit default swap* soltanto il promittente sopporta il rischio della perdita.

Il *credit default swap* può apparire simile alla scommessa nella quale una parte, acquistando un biglietto o facendo una puntata, può ottenere una vincita cospicua di gran lunga superiore al valore economico del biglietto o della puntata. Anche in questo caso entrambe le parti sopportano il rischio della perdita, sebbene la relativa

---

[14] *Secondo un'opinione minoritaria, la reciprocità dell'assunzione del rischio non è essenziale in quanto è concepibile anche la scommessa gratuita: scommetto cento contro nulla. In questo senso C.A. FUNAIOLI,* Il giuoco e la scommessa, *in* Trattato di diritto civile italiano *diretto da F. Vassalli, Torino, 1956, p. 59; M.S. D'AMELIO,* Commentario D'Amelio-Finzi, Del giuoco e della scommessa, *p. 360, nota 2. La maggiore dottrina sostiene l'essenzialità dell'alea bilaterale in difetto della quale il contratto sarebbe nullo. V. per tutti E. VALSECCHI,* Il giuoco e la scommessa, *in* Tratt. di dir. civ. e comm. *diretto da A. Cicu e F. Messineo, 1986, Torino, vol. XXXVII, tomo 2, p. 38.*

entità sia diversa per ogni parte. La distinzione risiede nella diversa causa delle fattispecie in esame.

La scommessa consiste nella promessa (reciproca) di una prestazione patrimoniale fondata non su una causa meritevole di tutela, ma sulla sorte, cioè sulla sfortuna altrui [15] e può essere fatta per ragione di gioco (*causa ludica*) o per ragione di contrasto di pareri: *la causa è la sfida.* La causa della scommessa comprende *anche* l'elemento di lucro, ma determinante è che il lucro è messo in palio solo per sfida in base alla sorte o a un determinato gioco o alla affermazione sulla verità di un fatto [16]. L'elemento di lucro nella scommessa non fa venir meno, assorbendola, la causa principale, che sta nella creazione artificiale dell'alea per sfida e nell'affidare l'esito alla sorte [17].

La causa del *credit default swap* consiste, invece, nella assunzione del rischio (del deterioramento del profilo creditizio di un terzo) per fine di lucro. Quest'ultimo, infatti, guida entrambe le parti: il promittente, nel fissare l'ammontare del corrispettivo in funzione delle possibilità di perdita, mira ad incamerare il corrispettivo senza subire esborsi (o esborsi inferiori al corrispettivo); il promissario mira ad ottenere, nel caso in cui si verifichi un *credit event,* una somma di denaro superiore al premio pagato. Naturalmente entrambe le parti non possono veder soddisfatto contemporaneamente il proprio fine. Il fatto che il promissario sia creditore del terzo e, come tale, esposto al rischio di insolvenza dello stesso o voglia semplicemente speculare sulla evoluzione del suo profilo creditizio al fine di trarne profitto, non è rilevante ai fini della definizione della causa del *credit default swap*. Questi elementi psicologici rientrano nel motivo per cui una parte conclude un *credit default swap* e non fanno parte della causa tipica della fattispecie.

---

15 *C.A. FUNAIOLI,* op. cit., *p. 46.*

16 *C.A. FUNAIOLI,* op. cit., *p. 45.*

17 *C.A. FUNAIOLI,* op. cit., *p. 50.*

Inoltre, l'eventuale motivo speculativo di uno dei contraenti non basterebbe a qualificare il contratto come scommessa, essendo necessario in tal senso che esso permei la fattispecie e, quindi, sia comune ad entrambe le parti.

Più che una diversità di struttura tra le ipotesi in esame, è la diversità dell'*animus* che distingue le fattispecie: la causa di sfida della scommessa si contrappone a quella di lucro del *credit default swap*. La prima, pur avendo un fine di lucro intimamente legato alla sfida e un contenuto economico, è considerata atto essenzialmente improduttivo economicamente e perciò non meritevole di piena e incondizionata tutela giuridica. Al contrario nel *credit default swap* manca la leggerezza caratteristica di chi punta sui cavalli o sulla contraddizione della parola altrui, essendo l'interesse economico proprio del negozio - il lucro - meritevole di piena tutela giuridica. Il problema della applicabilità o meno dell'art. 1933 c.c. al *credit default swap* non dovrebbe nemmeno porsi.

6. (SEGUE) .... CON IL NEGOZIO CONDIZIONATO

Il credit *default swap* va distinto dal negozio condizionato. In ambedue si ha riguardo all'influenza di un evento futuro ed incerto, ma nel secondo si fa dipendere l'efficacia stessa del negozio dal verificarsi o meno della condizione. Nel primo caso, invece, il negozio è sempre pienamente efficace sin dal momento della stipulazione del consenso, solo che dal verificarsi dell'evento dipende il sussistere della prestazione oggetto dell'obbligazione di pagamento del promittente. L'efficacia del negozio è confermata dalla esistenza dell'obbligo di pagare il premio, indipendentemente dal verificarsi del *credit event*.

7. (SEGUE) .... CON LA EMPTIO SPEI

Il *credit default swap* richiama una particolare fattispecie tipica della compravendita, la *emptio spei*. Essa ha come oggetto attuale la speranza che il prodotto venga ad esistenza, speranza che ha valore economico indipendentemente dal risultato, ed il prezzo è dovuto anche se il prodotto non viene ad esistenza, perché pattuito per la

speranza del prodotto e non per il prodotto. Si distingue dalla *emptio rei speratae* (vendita di cosa futura) in quanto quest'ultima ha come oggetto il prodotto futuro, onde il contratto dà luogo a reciproci obblighi di consegna del prodotto e del prezzo soltanto se il prodotto viene ad esistenza. La causa della *emptio spei* rimane quella tipica della vendita - scambio di cosa contro prezzo -, ma il particolare oggetto fa sì che il contratto sia da considerarsi aleatorio. A fronte della possibilità di poter incamerare il prezzo in cambio di nessuna prestazione, il venditore assume il rischio di dover consegnare un prodotto il cui valore può essere di gran lunga superiore al prezzo incassato.

Similarmente nel contratto di *credit default swap*, a fronte della possibilità di incamerare il premio in cambio di nessun esborso, il promittente assume il rischio di dover effettuare pagamenti di ammontare di gran lunga superiore al premio incassato.

Il promissario, dietro pagamento del premio, ha il diritto di ricevere uno o più pagamenti qualora si verifichi un determinato evento (inadempimento, fallimento, diminuzione del *rating*, ecc.) relativo ad un terzo (rischio di riferimento). Il premio è, comunque, dovuto dal promissario, mentre il pagamento del promittente dipende dal verificarsi dell'evento descritto.

La differenza tra *emptio spei* e *credit defualt swap* consiste nel fatto che nella prima il venditore è obbligato a trasferire la proprietà dei beni che verranno ad esistenza, mentre nella fattispecie in esame il promittente è obbligato ad effettuare un pagamento di denaro. La differenza, cioè, sta nella prestazione, ma la struttura del negozio risulta sostanzialmente simile.

In altre parole, si potrebbe dire che la causa del *credit default swap* consiste nello scambio del premio dovuto dal promissario contro la speranza di ricevere pagamenti in misura superiore o, altrimenti, tra premio e assunzione del rischio di dover effettuare dei pagamenti al verificarsi di eventi che palesino il deterioramento del profilo creditizio di un terzo.

8. DEFINIZIONE DEL CONTRATTO

A questo punto si può tentare di determinare se il contratto di *credit default swap* sia riconducibile ad un contratto nominato oppure concreti una ipotesi di contratto atipico e, in questo caso, se esso sia meritevole di tutela giuridica.

In precedenza abbiamo visto che non può essere considerato un contratto di assicurazione in quanto questo presuppone necessariamente - a pena di nullità - l'esistenza di un rischio che viene trasferito all'assicuratore (causa di *trasferimento* del rischio). La variazione di tale rischio dà adito a mutamenti nel rapporto tra assicuratore e assicurato. Nel *credit default swap*, invece, la causa consiste nell'*assunzione* di un rischio (di credito) che non deve necessariamente preesistere in capo al promittente. Le variazioni del rischio sono ininfluenti sul rapporto contrattuale.

Si distingue, inoltre, dalla scommessa in quanto questa si può basare anche su un evento passato, mentre la prestazione del promittente non può che dipendere da un evento futuro incerto. La principale differenza risiede nella causa dei due contratti: la causa della scommessa sta nella creazione artificiale del rischio per sfida (seppur intimamente legata al lucro), mentre la causa del *credit default swap* consiste nella assunzione del rischio (di credito) verso il corrispettivo di un premio.

La fattispecie in esame si differenzia dal negozio condizionato (in quanto il contratto è immediatamente efficace), dalla fideiussione (in quanto manca un rapporto di accessorietà con una obbligazione principale), dalla *emptio spei* (in quanto manca il trasferimento della proprietà di cosa futura).

Alla luce di quanto sopra sembra che il contratto in esame non sia riconducibile ad alcuna fattispecie tipica e che, pertanto, concreti una ipotesi di contratto innominato.

Si tratta di determinare ora se sia esso diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

Secondo la dottrina [18], l'indagine sulla meritevolezza degli interessi si svolge prevalentemente in senso negativo. In altre parole, un contratto atipico è meritevole di tutela se si accerta che non è contrario alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume.

Per quanto riguarda il contratto in esame, da un lato sembra potersi escludere che esso realizzi interessi privi di rilevanza giuridica, quali quelli ludici o di sfida, di didattica, e dall'altro sembra potersi affermare che esso non consegua interessi contrari a specifici divieti o a principi generali dell'ordinamento.

La causa del *credit default swap* è lo scambio del premio con l'assunzione del rischio di deterioramento del profilo creditizio di un terzo, scambio che risulta meritevole di tutela al pari di quello del contratto di assicurazione o *emptio spei.* L'utilità sociale del contratto consiste nel rendere più efficienti i mercati finanziari, riducendone la segmentazione e i costi associati alla raccolta finanziaria, migliorando la distribuzione dei rischi.

Ammettendo la meritevolezza di tutela del contratto di *credit default swap,* ne consegue l'applicabilità delle norme generali sul contratto (art. 1323 c.c.). Pertanto, a mò di esempio, troveranno applicazione le norme sulla interpretazione del contratto (artt. 1362-1371 c.c.), sulla responsabilità precontrattuale (art. 1337 c.c.), sull'integrazione del contenuto del contratto in base agli usi (art. 1340 c.c.), sulla nullità (artt. 1418-1424 c.c.), annullabilità (artt. 1425-1446 c.c.) e risoluzione (artt. 1453-1469 c.c.).

---

18 *Per tutti v. G.B. FERRI,* Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico, *p. 406 ss.*

Oggetto del contratto appare essere il rischio di deterioramento del profilo creditizio di un terzo. Il miglioramento di tale profilo risulta irrilevante. Questa considerazione, unitamente a quanto detto in tema di causa contrattuale, induce ad escludere che si tratti di un contratto a causa commutativa.

L'obbligazione fondamentale del promittente consiste in un *pati*, nel dover sopportare, cioè, il rischio di un deterioramento del profilo creditizio del terzo. Sebbene la definizione di contratto aleatorio sia tutt'altro che pacifica, il contratto in esame mostra diverse caratteristiche che inducono a ritenerlo aleatorio, in quanto il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto del contratto, nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi se non in funzione del rischio [19]. In questa fattispecie, infatti, non è noto nè certo il rapporto tra l'entità del vantaggio del promittente (premio) e l'entità del rischio cui egli si espone contraendo, quel che è incerto non è il valore economico delle prestazioni, ma l'esistenza stessa delle prestazioni [20].

Nè si potrebbe sostenere che il *credit default swap* rappresenti una fattispecie ad alea economica normalmente illimitata: essa dipende dall'esistenza del termine che rende aleatorie le prestazioni, mentre nel *credit default swap* l'aleatorietà non dipende soltanto dal differimento, bensì e soprattutto dall'oggetto stesso dello scambio: premio contro "speranza". Valgono le stesse argomentazioni per le quali la compravendita a termine rimane commutativa, sebbene ad alea illimitata, mentre la *emptio spei* è considerata aleatoria.

---

[19] *A. BOSELLI, voce "Alea", in* Noviss. Dig, it., *Milano, 1958, p. 472; ID,* La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità, *Torino, 1952; F. MESSINEO,* Il contratto in genere, *in* Tratt. di dir. civ. e comm. *diretto da A. Cicu e F. Messineo, 1968, vol. XXI, tomo I, p. 774.*

[20] *A. PINO,* La eccessiva onerosità della prestazione, *Padova, 1952, p. 72; G. ROTONDI,* Istituzioni di diritto privato, *Milano, 1942, p. 341.*

La principale conseguenza pratica della natura aleatoria del contratto in esame è l'applicazione dell'art. 1469 c.c. che esclude la risoluzione per eccessiva onerosità. Se, ad esempio, il terzo fallisce per motivi straordinari ed eccezionali non prevedibili al momento della conclusione del contratto [21], il promittente sopporterebbe una perdita del tutto inaspettata in base allo stato in cui si trovava inizialmente il terzo. Ma questo è esattamente il rischio che si è assunto e, pertanto, non potrà invocare la eccessiva onerosità della prestazione al fine di risolvere il contratto.

Il premio è elemento essenziale della fattispecie costituendo la controprestazione del promissario per l'assunzione del rischio da parte del promittente [22]. Il momento del pagamento del premio è lasciato alla libera determinazione delle parti. Nella prassi commerciale viene normalmente pagato subito dopo la conclusione del contratto, ma è possibile concordare termini diversi (ad esempio, pagamento a rate nel caso la durata del contratto sia superiore all'anno).

Il contratto di *credit default swap* comporta per il promissario anche l'assunzione di rischi di credito notevoli e per durate spesso non brevi nei confronti del promittente, il quale è suo debitore per l'importo nozionale o una sua frazione al verificarsi del *credit event*. Le condizioni a cui viene concluso il contratto tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio del promittente: un promittente con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un *rating* inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può, pertanto, ritenere che, essendo la persona in concreto delle parti un elemento essenziale, il *credit default swap* sia un contratto *ab intuitu personae*,

---

21 *Si deve ritenere che anche una insolvenza che sia conseguenza diretta di un* actum principis *non sia motivo di risoluzione del contratto.*

22 *In teoria è concepibile anche un* credit default swap *gratuito nel quale il promittente - con* animus donandi *- non riceve alcun compenso per l'assunzione del rischio.*

al pari di altri contratti di credito [23]. Da qui consegue, ad esempio, la incedibilità del contratto - è fatto ovviamente salvo l'accordo delle parti.

Il contratto di *credit default swap* è concluso - secondo le norme generali - nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione (art. 1326 c.c.). Nella pratica commerciale il contratto viene concluso per telefono e successivamente confermato da uno scambio di corrispondenza. Trattasi, pertanto, di un contratto consensuale.

Per quanto riguarda l'ultimo elemento contrattuale - la forma - non esiste alcun requisito particolare nè *ad substantiam* nè *ad probationem.* La conclusione del contratto può essere dimostrata con qualsiasi mezzo di prova, il più comune dei quali è la registrazione telefonica [24] spesso usata in caso di contestazioni sugli elementi dell'accordo.

Il contratto in esame è un contratto a prestazioni corrispettive e ciò comporta che la mancanza dell'obbligazione di pagare il premio determina la nullità del contratto per vizio del sinallagma genetico.

Trattasi di un contratto ad effetti obbligatori facendo sorgere in capo al promissario l'obbligo di pagare il premio e in capo al promittente l'obbligo di *pati.*

Il contratto in esame appartiene alla categoria dei contratti ad esecuzione differita, in quanto destinato ad avere effetti in un momento ulteriore rispetto al tempo della sua perfezione.

---

23 *E. SIMONETTO,* I contratti di credito, *Padova, 1953, p. 250 ss.*

24 *Le banche e le istituzioni finanziarie che operano professionalmente in questo settore sono dotate di sistemi di registrazione telefonica delle linee tramite le quali vengono concluse le operazioni in esame.*

Prima di concludere, si può esprimere una considerazione circa l'inadeguatezza del *nomen* attribuito alla fattispecie in esame. Innanzitutto, apparirebbe più corretto indicarla come *credit-event-dependent swap*, in quanto l'obbligazione di pagamento è condizionata non solo ad un *default* (inadempimento), ma anche ad altri eventi, tra i quali, ad esempio, la diminuzione del *rating*. Inoltre, il termine *swap* non sembra appropriato, in quanto manca - almeno fino al verificarsi di un *credit event* - uno scambio (salvo considerare lo scambio tra il premio ed il rischio di credito). La definizione del contratto come *credit-event-dependent* (o *conditional*) *promise to pay* rispecchierebbe meglio la struttura giuridica del negozio. Peraltro, tale definizione mal si presterebbe alle necessità del sintetico vocabolario del mondo finanziario.

9. IL CREDIT DEFAULT SWAP COMPLESSO: DESCRIZIONE DELLA FATTISPECIE

In diversi casi il *credit default swap* contiene una ulteriore obbligazione in capo al promissario [25]. Qualora il *quantum* dovuto dal promittente al verificarsi dell'evento creditizio corrisponda all'importo nozionale del contratto (ma questo non è l'unico caso), il promissario si obbliga a "trasferire" [26] un credito pecuniario (*credito da trasferire*) verso il soggetto-rischio di riferimento di importo uguale a quello del pagamento ricevuto in base al *credit default swap,* per consentire al promittente la possibilità di recupero - almeno parziale - dell'esborso effettuato. Tale credito con ogni probabilità avrà - essendosi verificato un *credit event* - un valore di mercato ben inferiore al nominale.

Si indica questa fattispecie come *credit default swap* complesso per distinguerla da quella del precedente paragrafo.

---

25 *Uno schema negoziale di* credit default swap *complesso è contenuto nell'appendice.*

26 *Il verbo "trasferire" è usato in senso a-tecnico, come si dimostrerà oltre, in quanto cio' che le parti intendono trasferire è il rischio di credito nei confronti di un terzo: a volte trasferendo giuridicamente la titolarità del credito, a volte semplicemente con altre strutture giuridiche che non comportano il trasferimento della titolarità del credito.*

Il credito da trasferire può essere rappresentato da un titolo obbligazionario, o può consistere in un credito pecuniario derivante da un contratto di mutuo, leasing, locazione, vendita ecc. In altre parole, ogni credito pecuniario, sia esso esigibile o non esigibile, scaduto o non scaduto, può essere trasferito al promittente che ha eseguito il pagamento a favore del promissario.

Di norma il titolo di riferimento - che serve, come detto, a determinare la *materiality* dell'evento - ed il credito da trasferire coincidono, ma ciò non è una necessità. Infatti - oltre alla considerazione che può mancare l'impegno al trasferimento di un credito (anzi il promissario può non essere creditore del terzo) e che il contratto di *credit default swap* si esaurisce con il pagamento del *quantum* dovuto, senza possibilità di recupero per il promittente -, la funzione del titolo di riferimento, come descritto in precedenza, è soltanto di consentire la oggettiva misurazione della *materiality* del *credit event,* mentre quella del credito da trasferire è di permettere il recupero, in tutto o in parte, dell'esborso effettuato dal promittente.

La forma tecnica del trasferimento dipende, innanzitutto, dalla natura del credito da trasferire e del *quantum* pagato dal promittente.

Si supponga che questi abbia pagato l'importo nozionale (o una percentuale dell'importo nozionale che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito pecuniario nei confronti del soggetto-rischio di riferimento al momento della conclusione del *credit default swap*).

Nel caso si tratti di un titolo obbligazionario il promissario è obbligato a trasferire la proprietà del titolo e a consegnarlo al promittente. In altre parole il promissario, al verificarsi del *credit event*, trasferisce al promittente la proprietà di un titolo, che, di fatto, essendo iniziata, ad esempio, una procedura concorsuale a carico dell'emittente, risulterà avere un valore di mercato o di realizzo inferiore a quanto pagato dal promittente.

Nel caso il credito da trasferire scaturisca da un contratto di mutuo, leasing, locazione ecc..., il "trasferimento" può avvenire in diversi modi: attraverso la cessione del credito, la surrogazione per pagamento [27], la creazione di una *sub-participation* [28].

---

[27] *La surrogazione, come noto, non comporta il trasferimento della titolarità del credito.*

[28] *La* sub-participation *è un metodo ampiamente utilizzato nei mercati internazionali per trasferire il rischio creditizio. La sub-partecipazione non trasferisce diritti e obbligazioni, ma soltanto il rischio creditizio di un determinato prestito. Tale risultato viene raggiunto attraverso un deposito che il compratore (sub-partecipante) esegue presso la banca "venditrice" per un ammontare pari al (rischio di) credito "venduto". I termini e le condizioni del deposito sono uguali a quelli del prestito, il cui rischio è stato venduto. La banca "venditrice" si obbliga a restituire il deposito ed a pagare i relativi interessi se ed in quanto riceverà dal mutuatario equivalenti somme di denaro. La sub-partecipazione, le cui parti sono la banca venditrice del rischio (depositaria) e quella compratrice (depositante), è un contratto separato rispetto al prestito originario. Si tratta di un deposito condizionato a termine tra le due banche, dove il depositante non acquista alcun diritto nei confronti del mutuatario e non puo' esercitare alcuno dei diritti che la banca venditrice vanta nei confronti del mutuatario. In caso di insolvenza di quest'ultimo il sub-partecipante puo' contare esclusivamente sulla attività di recupero del credito che la banca venditrice si impegna ad eseguire nel suo interesse. Il depositante sopporta tutti i rischi creditizi relativi al prestito e la banca venditrice se ne libera. Infatti, i terzi creditori del depositante potranno ottenere diritti di prelazione, sequestrare, pignorare, ecc. tale deposito, ma non potranno esigere un pagamento anticipato rispetto alla scadenza inizialmente pattuita, poichè il beneficio del termine è a favore della banca depositaria. Inoltre, la restituzione del deposito (ed il pagamento dei relativi interessi) rimane subordinato al verificarsi della condizione di ricevere l'importo dovuto dal mutuatario. Se questi sarà inadempiente, la banca venditrice non sarà tenuta a restituire alcunchè.*
Il sub-partecipante sopporta, infine, il rischio dell'insolvenza della banca venditrice in quanto - non vantando alcun privilegio sul credito sub-partecipato - in caso di fallimento della banca depositaria verrà pagato in moneta fallimentare, nonostante il puntuale adempimento da parte del mutuatario.
La sub-partecipazione è stata definita dalla Banca d'Inghilterra come segue: "The term subparticipation is not a term of art as a matter of English Law. Rather it is a market expression

In tutti i casi ora citati, le parti possono concordare che il trasferimento sia *undisclosed* al debitore e cioè che questo avvenga a sua insaputa. Pertanto, in caso di cessione, la notifica non viene eseguita; in caso di surrogazione, non viene data comunicazione al debitore dell'eseguito pagamento al creditore-promissario da parte del promittente; in caso di *sub-participation*, non viene data comunicazione al debitore dell'esistenza della stessa. La ragione per cui il debitore viene mantenuto all'oscuro è prettamente di natura commerciale e risiede nell'esigenza del promissario di non far conoscere al terzo (rischio di riferimento) il fatto di essersi disfatto del rischio di credito nei suoi confronti.

Si supponga ora che il promittente abbia pagato un importo inferiore a quello nozionale.

Nel caso in cui il promittente abbia pagato una percentuale predefinita dell'importo nozionale, o la differenza tra l'importo nozionale (o una percentuale dello stesso,

---

applied to the sale of a loan by way of back-to-back non-recourse funding arrangement: the buyer deposits a sum of money (equal to the whole or part of the underlyng loan) with the seller on terms under which the money are repayable (and interest is payable) if and only if the seller receives payments of principal (and interest) from the underlyng borrower, and subject to a maximum of the amount received. The sub-participation, as customarily documented, is a separate legal agreement from the underlyng loan, creating a debtor-creditor relationship between buyer and seller. The buyer does not acquire any legal or beneficial interest in the underlyng loan, nor any contractual relationship with the ultimate borrower. In consequence, in contrast to novations and assignements, the buyer does not have any direct recourse to the borrower and is not able to exercise any of the seller's rights against the borrower" *(BANCA DI INGHILTERRA*, Note on loan transfers and securitisation, *Londra, febbraio 1989).*

Per un approfondimento dell'analisi della sub-partecipazione v. A.C. NASSETTI, Le operazioni conduit, *in* Bollettino tributario, *n. 6, 30 marzo 1990, p. 5; F. CAPUTO NASSETTI,* Foreign lending to Italian borrowers: the legal framework for funds transfer, *in* Journal of international banking law, *vol. 7, n. 9, settembre 1992, p. 360; ID,* Il trasferimento dei crediti bancari nella prassi internazionale, *in* Bancaria, *n. 11, novembre 1991, p. 52.*

che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito nei confronti del soggetto-rischio di riferimento al momento della conclusione del *credit defualt swap*) ed un importo che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito nei confronti del soggetto-rischio di riferimento dopo il verificarsi del *credit event*, il trasferimento del credito, come anticipato, non è generalmente previsto. Nel raro caso in cui lo fosse, varranno *mutatis mutandis* le considerazioni sopra svolte, con il limite che il trasferimento avviene pro quota.

10. DISSOMIGLIANZA CON L'OPZIONE DI VENDITA

Il *credit default swap* in base al quale il promittente, al verificarsi di un *credit event,* paga il valore nominale di determinati titoli obbligazionari ricevendoli dal promissario, non appare assimilabile all'opzione di vendita.

Il compratore dell'opzione acquista il diritto, ma non l'obbligo, di concludere un contratto di compravendita a condizioni predeterminate, la cui perfezione dipende esclusivamente dalla scelta *ad libitum* di quest'ultimo, senza la necessità di ulteriore intervento del venditore dell'opzione.

L'opzione appare riconducibile alla fattispecie prevista dall'art. 1331 c.c., che si ritiene rappresenti un contratto con cui le parti rendono irrevocabile la proposta del contraente vincolato [29]. Le parti predispongono l'assetto dei propri interessi in vista

---

[29] *La configurazione giuridica dell'opzione* ex *art. 1331 c.c. ha incontrato non poche difficoltà. Per una rassegna critica delle diverse costruzioni si veda A. GENOVESE,* Il contratto di opzione, nuovo strumento per la formazione dei contratti, *in* Riv. dir. comm., *1965, I, p. 164 ss.; E. CESARO,* Il contratto e l'opzione, *Napoli, 1969, p. 42 ss. La dottrina prevalente sembra attestata nel senso indicato nel testo. Cfr. A. BOSELLI,* Patto di opzione ed eccessiva onerosità, *in* Foro pad., *1954, I, p. 869; M. JANNUZZI,* Proposta irrevocabile e patto di opzione, *in* Foro it., *1949, I, p. 181; G. GORLA,* Note sulla distinzione fra opzione e proposta irrevocabile, *in* Riv. dir. civ., *1962, I, p. 221; F. MESSINEO,* op. loc. ult. cit., *p. 481 ss.; P. FORCHIELLI,* Contratto preliminare unilaterale e patto di opzione, *in* Studi Urbinati, *1947-48, p. 222; G. BRANCA,* Contratto condizionato e contratto di opzione, *in* Foro it., *1961, I, p. 1643; I.*

di un contratto che potrebbero stipulare in un secondo momento, a scelta di una parte. Il regolamento negoziale dettato nel patto di opzione esprime la comune volontà dei contraenti e, quindi, una disciplina dei loro contrapposti interessi sostanzialmente analoga a quella del contratto finale, la cui efficacia è subordinata all'adesione del contraente facoltizzato [30]. La natura giuridica dell'opzione si specifica nell'attribuzione di un diritto potestativo al contraente favorito, il quale ha il potere di scelta di concludere, o meno, un contratto. A fronte di questa posizione la controparte rimane assoggettata e, per la perfezione del contratto, non è necessaria una nuova manifestazione di volontà da parte sua [31].

L'opzione è un contratto distinto dal contratto finale, che potrebbe venire ad esistenza nel caso in cui il titolare del diritto di opzione lo dichiari. È un contratto perfetto, sebbene preparatorio ad un secondo contratto, che nasce nello stesso momento in cui la parte manifesta la volontà di esercitare il diritto di opzione e

---

PALANDRI, Appunti in tema di formazione dei negozi giuridici, *in* Giur. compl. Cass. civ., *1948, II, p. 677; G. TAMBURRINO*, I vincoli unilaterali nella formazione progressiva del contratto, *Milano, 1954, p. 46; R. SCOGNAMIGLIO*, Contratti in generale, *in* Comm. del cod. civ. *a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1970, Art. 1321-1352, p. 146; G. MIRABELLI*, Dei contratti in generale, *in* Comm. del cod. civ., *Torino, 1967, 2° ediz., p. 70; D. BARBERO*, Sistema istituzionale del diritto privato italiano, *Torino, 1962, 2° ediz., I, p. 366. In giurisprudenza cfr. Cass. 21 luglio 1949, in* Foro it., *1949, I, 1050; Cass. 10 maggio 1952, in* Mass. Foro it., *1952, n. 1333; Cass. 20 ottobre 1954, n. 3933, in* Foro it., *Mass. 1954, 787.*

30 *A. GENOVESE*, op. cit., *p. 173; A. SERRA*, op. cit., *p. 227 ss.*

31 *F. MESSINEO*, op. cit., *p. 494; D. RUBINO*, La compravendita, *Milano, 1962, p. 54; G. GORLA*, op. cit., *p. 216; P. FORCHIELLI*, op. cit., *p. 801; C. BIANCA*, Diritto civile, *Milano, 1987, III, p. 270; E. CESARO*, Opzione nel contratto, *in* Enc. del dir., *XXX, Milano, 1980, p. 561. Anche la giurisprudenza è concorde sulla ricostruzione della fattispecie (v. S. RUPERTO, G. SGROI*, Nuova rassegna di giurisprudenza sul codice civile, *Milano, 1994, Libro IV Delle Obbligazioni, Tomo II, art. 1321-1386, p. 680* ss.*).*

spiega i suoi effetti soltanto da quel momento [32]. Più precisamente, la volontà di concludere il contratto si manifesta con un atto unilaterale ricettizio, per cui il momento della perfezione coincide con quello della ricezione dell'atto. Con la ricezione della dichiarazione il contratto di compravendita si perfeziona e sorgono le obbligazioni dei contraenti.

La differenza principale tra il *credit default swap* complesso e l'opzione - oltre al fatto che il compratore dell'opzione può assumere, a seconda del diritto che acquista con l'opzione (: diritto di vendere o diritto di comprare [33]), la posizione di venditore o compratore della compravendita la cui conclusione è subordinata al suo consenso, mentre nel *credit default swap* il promissario è sempre l'eventuale venditore - consiste nel fatto che, nel *credit default swap,* si è in presenza di un unico contratto, mentre nell'opzione vi sono due contratti: l'opzione in senso stretto e la - eventuale - compravendita.

Inoltre, nel *credit default swap* complesso il trasferimento della proprietà dei titoli si verifica con l'avverarsi della condizione, mentre nell'opzione è il risultato della volontà della parte. Il compratore può, anche se ciò rappresenta una scelta antieconomica, valutare come conforme al proprio interesse, una decisione che non

---

32 *Nello stesso senso R. CLARIZIA,* Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia, *in* I derivati finanziari *a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 121; C.L. CORTI,* Esperienze in tema di opzioni, *in* I derivati finanziari *a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 128; A. FANTOZZI,* Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors, e collars, *in* Dir. prat. trib., *1992, I, p. 544; R. PATERNOLLO,* Opzioni su titoli obbligazionari, *in* Corr. trib., *1991, n. 37, p. 2749; V. PETRELLA,* Note sul regime impositivo dei contratti di option, *in* Riv. dir. trib., *1994, n. 10, p. 975; C. VECCHIO, E. VITALI,* Profili civilistici e fiscali dell'option, *in* Boll. trib., *1990, n. 13, p. 965.*

33 *Per semplicità espositiva si considera l'opzione di concludere una compravendita, tenendo, peraltro, presente che il contratto che può essere concluso a scelta del compratore dell'opzione può avere natura diversa dalla compravendita.*

tiene conto dei valori di mercato ed è proprio l'esercizio discrezionale del diritto di concludere il contratto che il compratore si è assicurato pagando un premio e, in tale esercizio, non è affatto vincolato dalle quotazioni correnti.

11. (SEGUE) .... CON LA VENDITA SOSPENSIVAMENTE CONDIZIONATA E CON LA CESSIONE DI CREDITO SOSPENSIVAMENTE CONDIZIONATA

Il *credit default swap* complesso in base al quale il promittente, al verificarsi di un *credit event*, paga il valore nominale di determinati titoli obbligazionari ricevendoli dal promissario, mostra diverse analogie con la vendita sospensivamente condizionata.

Per meglio descrivere la differenza degli scopi pratici perseguiti dalle parti sia consentito il seguente esempio: il *credit default swap* complesso sta alla vendita di titoli sospensivamente condizionata al verificarsi di un *credit event* come *a*) il contratto di assicurazione contro i danni di un veicolo con patto di indennizzo del "valore a nuovo" (cioè al prezzo di listino) e ritiro del veicolo danneggiato da parte dell'assicuratore sta *b*) alla vendita del veicolo al prezzo di listino sospensivamente condizionata al verificarsi di un danno al veicolo (sebbene tale caso sia di scuola). Di fronte a tali ipotesi non si dubiterebbe della distinzione tra le due fattispecie, sebbene, al verificarsi del danno, il risultato economico sia uguale. Tutt'al più si penserebbe ad un negozio indiretto - la vendita del veicolo - avente come scopo pratico quello tipico dell'assicurazione.

Nel caso di vendita condizionata il contratto *non* produce effetti fino al verificarsi di un *credit event*, e la causa negoziale è lo scambio di cosa contro prezzo, mentre il *credit default swap* complesso produce i suoi effetti "tipici" sin dal momento della sua perfezione e la sua causa è soddisfatta anche qualora il pagamento del promittente non abbia luogo per il non verificarsi della condizione. Nella vendita condizionata nè il prezzo nè la consegna sono dovuti fintantoché la condizione si verifica, mentre nel contratto in esame il premio è comunque dovuto (il pagamento del promittente e la consegna dei titoli dipendono dal verificarsi dell'evento

creditizio). Le due fattispecie differiscono in quanto, pur producendo economicamente - sebbene soltanto in certi casi - lo stesso effetto, il patto in base al quale viene trasferita la proprietà dei titoli nel *credit default swap* complesso è accessorio, mentre nella vendita il trasferimento della proprietà rappresenta l'effetto tipico.

Si potrebbe ricostruire questa particolare forma di *credit default swap* come negozio indiretto con il quale le parti, lungi dal voler realizzare lo scopo tipico (funzione) del contratto utilizzato - la vendita dei titoli -, perseguono lo scopo pratico di una promessa di pagamento condizionata ad un *credit event,* accompagnata dal patto con il quale è consentito al promittente di recuperare l'esborso effettuato tramite il trasferimento della proprietà di titoli.

Peraltro il pagamento, da parte del promissario, del premio sopra descritto mal si concilierebbe con la vendita (in quanto sarebbe il venditore a pagare), a meno di considerare questo premio in relazione all'apposizione della condizione che sospende gli effetti della vendita. Così facendo, si evidenzierebbe ancor più il fatto che le parti non desiderano, in via principale, vendere i titoli e che la vendita è strumentale per soddisfare una diversa funzione.

Argomentazioni analoghe possono essere ripetute per il *credit default swap* complesso in base al quale il promittente, al verificarsi di un *credit event*, paga l'importo nozionale ed il promissario cede al promittente un credito pecuniario nei confronti del soggetto, al quale il *credit event* si riferisce. Esso, infatti, mostra diversi aspetti comuni con la cessione di credito sospensivamente condizionata, ma da questa si distingue per i motivi, *mutatis mutandis,* sopra descritti per la vendita sospensivamente condizionata.

In conclusione, il *credit default swap* che prevede, al verificarsi della condizione sospensiva, anche l'obbligo in capo al promissario di trasferire la titolarità di un credito verso il terzo (rischio di riferimento) si colloca tra un negozio (di compravendita o di cessione di credito *vendendi causa*) indiretto e un contratto in

forza del quale una parte si obbliga, dietro corrispettivo, ad effettuare uno o più pagamenti determinati al verificarsi di una condizione (*credit event*) accompagnato da un patto accessorio in base al quale, al verificarsi della condizione, il promissario si obbliga a trasferire al promittente la titolarità di crediti verso un terzo.

Passi ulteriori nella individuazione della causa non possono che farsi alla luce dell'esame della volontà delle parti estrinsecata in casi concreti.

Si ricorda, peraltro, che non costituirebbe un precedente l'utilizzo di contratti di compravendita o di cessione di credito come negozi indiretti con funzione di garanzia [34].

Nei negozi sopra descritti, infatti, si potrebbe individuare detta funzione: la causa traslativa della vendita (e della cessione di credito) si adegua a quella di garanzia mediante clausole (condizionali) che rendono possibile al negozio la speciale funzione, in modo che il trasferimento del diritto rimane giustificato esclusivamente dalla funzione che deve assolvere. Il negozio tipico viene destinato al perseguimento di effetti reali estranei al suo schema.

12. CREDIT DEFAULT SWAP CON SURROGAZIONE

Al fine di consentire al promittente la possibilità di recuperare, anche parzialmente, il pagamento che è tenuto ad eseguire al verificarsi di un *credit event*, il *credit default swap* complesso può anche presentarsi con obbligo del promissario di surrogare il promittente al momento del pagamento.

---

34 *MANCINI*, La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia, *Milano, 1968; M. FRAGALI, voce " Garanzia (dir. priv.)", in* Enc. del dir., *Milano, 1969, vol. XVIII, p. 257; PUGLIESE*, Intorno alla validità della vendita a scopo di garanzia, *in* Riv. dir. civ., *1955, p. 1072; per la giurisprudenza v. Cass. 30 maggio 1960, in* Banca, borsa, tit. cred., *1962, II, p. 20; Cass. 4 luglio 1961, in* Foro it., *1961, I, p. 1072; Cass. 16 maggio 1963, in* Giust. civ., *1964, I, p. 1027; Cass. 1 aprile 1965, in* Giust. civ., *1965, I, p. 866.*

Il contratto in esame si distingue dalla fideiussione, oltre che per i motivi descritti nel precedente paragrafo 3 (mancanza di accessorietà rispetto ad una obbligazione principale e mancanza di identità di oggetto rispetto all'obbligazione garantita), per il fatto che, qualora si verifichi un mancato pagamento di un credito pecuniario *diverso* da quello del titolo di riferimento o da quello del credito da trasferire (*rectius*: in questo caso, da surrogare), il *credit event* si considera avvenuto e, pertanto, il promittente paga e la surrogazione si attua. Al contrario, nella fideiussione, se non si verifica alcun inadempimento dell'obbligazione garantita, il fideiussore non è tenuto ad effettuare la propria prestazione di pagamento, conseguentemente, la surrogazione non ha luogo.

13. CREDIT DEFAULT SWAP *CON* SUB-PARTICIPATION

Infine, il *credit default swap* in forza del quale il promittente si obbliga ad effettuare, al verificarsi di un *credit event*, un deposito presso il promissario, la cui restituzione (ed il pagamento dei relativi interessi) è subordinata al verificarsi di una condizione, che consiste nella ricezione da parte del promissario dei pagamenti a lui dovuti dal soggetto-rischio di riferimento. In questo caso, al pagamento del promittente non si accompagna alcuna surrogazione, ma il promittente - grazie alla *sub-participation* creata - è in grado di recuperare l'esborso effettuato se il promissario vede soddisfatte le proprie ragioni di credito nei confronti del soggetto-rischio di riferimento.

APPENDICE

Schema contrattuale di *credit default swap complesso*

The purpose of this letter is to confirm the terms and conditions of the Credit Risk Protection Transaction (the "Swap Transaction" or "Transaction") entered into between us on .... (the Trade Date). The parties obligations hereunder shall commence on the Effective Date.

This Letter constitutes a "Confirmation" as refereed to in the Interest Rate and Currency Exchange Agreement entered into between us and dated as of ... (the "Agreement") and incorporates by reference the 1991 ISDA Definitions (as published by the International Swap Dealers Association, Inc.) (the "1991 Definitions").

This Confirmations supplements, forms a part of, and is subject to, the Agreement. All provisions set forth in the 1991 Definitions or contained or incorporated by reference in the Agreement shall govern this Confirmation except as expressly modified below. It is our intention to have this Confirmation serve as the final documentation for this trade and accordingly, no letter Confirmation will follow.

The terms of the Transaction to which this Confirmation relates are as follows:

1. Parties

The parties are: .... ("Party A"), and .... ("Counterparty")

2. Payments

(a) Fixed Payments. On ... (date), Buyer shall pay to Seller in immediately available funds ... (amount of premium).

(b) Settlement: In the event of a Credit Event, then Buyer shall Deliver to Seller on the Settlement Date the Portfolio and Seller shall pay to Buyer the Calculation Amount.

3. Definitions: For the purposes of this Confirmation, the following terms shall have the meaning set forth below:

"Applicable Entity" means the .... (the entity, which credit risk is covered with this transaction)

"Applicable Reference Security" means the security identified in Exhibit A.

"Applicable Reference Security Business Day" means, with respect to the Applicable Reference Security, any day on which commercial banks are open for business (including dealings in foreign exchange and foreign currency deposits) in London and in the principal financial center for the currency in which the Applicable Reference Security is denominated.

"Buyer" the Party A

"Calculation Agent" means the Counterparty, the determinations and calculations of which shall be made in good faith and shall be binding in the absence of manifest error.

"Calculation Amount" means ... (amount).

"Credit Event" means, in the determination of the Calculation Agent, the occurrence of the following events; (a) Publicly Available Information exists confirming the existence or occurrence and continuance at any time during the Term of this transaction of either: i) *Non-Payment:* the Applicable Entity fails to pay any principal of any of the notes, which constitute an Applicable Reference Security, when due and payable or fails to pay any interest on any of the notes when due and payable and such failure to pay such interest continues for a period of 30 days; ii) *Cross Default:* any event or condition shall occur which results in the acceleration of the maturity (other than by optional or mandatory prepayment or redemption) of any indebtedness of the Applicable Entity an aggregate principal amount of US$ 25.000.000 or more, or any default in the payment of principal of, or premium or prepayment charge (if any) or interest on, any such indebtedness having an aggregate principal amount of US$ 25.000.000 or more, shall occur when and as the same shall become due and payable, if such default shall continue for more than the period of grace, if any,

originally, applicable thereto; or iii) *Restructuring:* a waiver, deferral, restructuring, rescheduling, standstill, obligation exchange or other adjustment occurs with respect to any Obligation and the effect of such is that the terms of such Obligation are, overall, materially less favourable from a credit and risk perspective to any holder of such Obligation; iv) Bankruptcy the Reference Entity(1) is dissolved (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger), (2) becomes insolvent or is unable to pay its debts or fails or admits in writing its inability generally to pay its debts as they become due, (3) makes a general assignment, arrangement or composition with or for the benefit of its creditors, (4) institutes or has instituted against it a proceeding seeking a judgement of insolvency or bankruptcy or any other relief under any bankruptcy or insolvency law or other similar law affecting creditors' rights, or petition is presented for its winding-up or liquidation, and, in the case of any such proceeding or petition instituted or presented against it, such proceeding or petition (a) results in a judgement of insolvency or bankruptcy or the entry of an order for relief or the making of an order for its winding-up or liquidation or (b) is not dismissed, discharged, stayed or restrained in each case within 30 days of the institution or presentation thereof, (5) has a resolution passed for its winding-up, official management or liquidation (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger), (6) seeks or becomes subject to the appointment of an administrator, provisional liquidator, conservator, receiver, trustee, custodian or other similar official for it or for all or substantially all its assets, (7) has a secured party take possession of all or substantially all its assets or has distress, execution, attachment, sequestration or other legal process levied, enforced or sued on or against all or substantially all its assets and such secured party maintains possessions, or any such process is not dismissed, discharged, stayed or restrained, in each case within 30 days thereafter, (8) causes or it subject to any event with respect to it which, under the applicable laws of any jurisdiction, has an analogous effect to any of the Bankruptcy Credit Events specified in the Confirmation, (9) takes any action in furtherance of, or indicating its consent to, approval of, or acquiescence in, any of the foregoing acts, and b) Materiality exists; provided, however, in the case of subclauses (a) and (b) above if there is Publicly Available Information that the Non Payment has been disputed in good faith or has been or will be contested by the Applicable Entity pursuant to any proceeding in any court, tribunal, arbitration, or other similar body which has jurisdiction over such dispute (a "Proceeding"), then the occurrence or existence of any such payment default shall not occur until the date on which the earlier of the

following shall have occurred: (i) Publicly Available Information that the dispute has been resolved between the parties and of any payment required thereunder by the Applicable Entity not having been made, (ii) Publicly Available Information that a final non-appealable decision, order or other determination with respect to the Non Payment shall have been rendered and of the Applicable Entity having failed to pay any amount pursuant to such decision, order or other determination in the manner and within the time payments thereunder are required to have been made or (iii) Publicly Available Information of a settlement of the Proceeding and of the Applicable Entity having failed to pay any amount thereunder in the manner and within the time payments thereunder are required to have been made.

"Currency Business Day" means any day on which commercial banks are open for business (including dealings in foreign exchange and foreign currency deposits) in London and in the principal financial center for the currency in which the Settlement Amount is denominated.

"Deliver" means deliver versus payment of the applicable Deliverable Obligation.

"Deliverable Obligations" means a bond issued in ... (currency) of ... (date), coupon ... % with maturity ... (date);

"Effective Date" means ... (date);

"Expiration Date" means the earlier of the Termination Date (subject to adjustment in accordance with Following Business Day Convention) or the Settlement Date.

"Obligations" means any present or future obligation (whether contingent or otherwise), for the payment or repayment of money.

"Portfolio" means a quantity of Deliverable Obligations, in an aggregate nominal amount, the claims in respect of which are equal to the Calculation Amount.

"Publicly Available Information" means information which has been published in or on any two or more of the The New York Times, The Wall Street Journal, The Financial Times, any Reuters Screen, any Telerate Screen and Bloomberg Screen or any other internationally recognized

published or electronically displayed financial news source regardless of whether the reader or user thereof pays a fee to obtain such information; provided, however, that if either of the parties hereto or any of their respective affiliates is cited as the sole source for such information, then such information shall not be deemed to the Publicly Available Information:

"Reference Dealers" means five leading dealers in the securities of the type of the Applicable Reference Security.

"Seller" means Counterparty.

"Settlement Date" means, subject to the Following Business Day Convention, that day which is ten Applicable Reference Security Business Days after the Valuation Date.

"Termination Date" means ... (date).

"Valuation Date" means the day which is 14 calendar days after notification by the Calculation Agent of the occurrence of a Credit Event; provided, however, that if the Calculation Agent determines the Materiality does not exist with respect to such Credit Event, then if a subsequent Credit Event occurs then the "Valuation Date" with respect thereto shall be determined as if no Credit Event had previously occurred.

"Valuation Time" means 11.00 a.m. (London time)

4. Materiality Clause Definitions. For the purposes of determining whether Materiality exists on any day the Calculation Agent shall make all determinations based on market yields and spreads prevailing as at the Valuation Time on that day.

"Applicable Final Spread" means the difference between the Applicable Reference Security Yield and the Interpolated Swap Rate.

"Applicable Initial Spread" means, with respect to the Applicable Reference Security, the percentage listed with respect thereto in Exhibit A hereto as the Applicable Initial Spread.

"Applicable Reference Security Yield" means, with respect to the Applicable Reference Security, the yield to maturity of the Applicable Reference Security determined in accordance with accepted financial practice based upon a price equal to the Final Price.

"Final Price" means, with respect to the Applicable Reference Security, an amount determined by the Calculation Agent equal to the arithmetic mean of the Quotes (as hereinafter defined) for the Applicable Reference Security on the Valuation Date. For the purposes of the foregoing ; the Calculation Agent shall use the bid quotations (exclusive of any accrued but unpaid interest and expressed as a percentage of unpaid principal amount) (each a "Quote") for the Applicable Reference Security obtained from each of the Reference Dealers in the manner provided below. In obtaining such price quotations from Reference Dealers, the Calculation Agent will request each Reference Dealer to provide firm bid and offer quotations for an aggregate amount of the Applicable Reference Security equal to U.S. Dollars 25.000.000 to the extent reasonably practicable as of the Valuation Time on the Valuation Date. If more than three Quotes are provided, the Final Price shall be the arithmetic mean of such Quotes without regard to the quotation having the highest and lowest values: If exactly three Quotes are provided, the Final Price shall be the quotation remaining after disregarding the highest and lowest Quotes. For this purpose, if more than one Quote has the same highest value or lowest value, then one of such Quote shall be disregarded. If fewer the three quotations are provided, then the Final Price shall be an amount determined by the Calculation Agent on the next Applicable Reference Security Business Day on which at least three Quotes are provided by Reference Dealers; provided, however, that if the Calculation Agent is unable to calculate the Final Price prior to the fifth Applicable Reference Security Business Day following the Valuation Date, than on such fifth Applicable Reference Security Business Day the Calculation Agent shall determine the Final Price in its reasonable discretion.

"Interpolated Swap Rate" means the mid-market interest rate swap rate with a maturity equal to the maturity of the Applicable Reference Security, determined on the basis of Linear Interpolation of rates quoted on a semi-annual 30/360 basis which appear on Telerate Page 19901 as of 11.00 a.m., New York city time. If no such rates appear on Telerate Page 19901, then the Interpolated Swap Rate shall be determinate by the Calculation Agent.

"Materiality" means that on the Valuation Date the Applicable Final Spread is greater than the sum of the Applicable Initial Spread and ... %.

5. Other Provisions

(a) Notice of Credit Event. The Calculation Agent shall as soon as practicable notify the parties of the existence or occurrence of a Credit Event or of the existence of Publicly Available Information regarding the existence or occurrence of a Credit Event. In addition, each party hereto shall as soon as practicable notify the other party of the existence of Publicly Available Information regarding the existence or occurrence of a Credit Event which it is aware.

(b) No Reliance, etc.: Each party represents that (i) it is entering into this Transaction evidenced hereby as principal (and not as agent or in any other capacity); (ii) the other party is not acting as a fiduciary for it; (iii) it is not relying upon any representations except those expressly set forth in the Agreement or this Confirmation; (iv) it has consulted with its own legal, regulatory, tax, business, investment, financial, and accounting advisors to the extent it has deemed necessary, and it has made its own investment, hedging, and trading decisions based upon its own judgement and upon any advice from such advisors as it has deemed necessary and not upon any view expressed by the other party; and (v) it is entering into this Transaction with a full understanding of the terms, conditions and risks thereof and it is capable of and willing to assume those risks.

(c) Notice of Quotes: The Calculation Agent shall, upon reasonable request, notify the parties in writing of each Quote (including the bid and offer quotations received from each Reference Dealer) which it receives in connection with the calculation of the Final Price and a written computation showing its calculation of the Final Price and supporting its determination of whether Materiality exists.

(d) Dispute Resolution: In the event that the Counterparty does not agree with any determination made by the Calculation Agent, the Counterparty shall have the right to require the Calculation

Agent to have such determination made by an independent third party which is a dealer in the credit derivative market but is not an affiliate of either Buyer or Seller. Such dealer shall be selected by the Calculation Agent in its reasonable discretion after consultation with the Counterparty. Any exercise by the Counterparty of its rights hereunder must be in writing and shall be delivered to the Calculation Agent no later than five Currency Business Day following the Currency Business Day on which the Calculation Agent notifies the Counterparty of any determination made. Any determination by an independent third party shall be binding in the absence of manifest error. The costs of such independent third party shall be borne equally by Buyer and Seller.

(e) Additional Representations and Agreements: Each party represents that it is not making, and has not made, in connection with this Transaction any representation whatsoever as to the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security or the Applicable Reference Security or any information contained in any document provided by the issuer of the Applicable Reference Security to it (or any of its affiliates) or to any other person or filed by the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security with any exchange or with any governmental entity regulating the offer and sale of securities; (ii) each party acknowledges that this Transaction does not create either a direct or indirect obligation of the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security owing to such party or a direct or indirect participation in any obligation of the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security owing to such party; (iii) each party and its affiliates may accept deposits from, make loans or otherwise extend credit to, and generally engage in any kind of commercial or investment banking or other business with the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security or its affiliates or any other person or entity having obligations relating to the issuer or guarantor of the Applicable e Reference Security and may act with respect to such business in the same manner as if this Transaction did not exist regardless of whether any such action might have an adverse affect on the issuer or guarantor of the Applicable Reference Security or the position or the other party in this Transaction or otherwise; (iv) each party and its affiliates may, whether by virtue of the types of relationships described above or otherwise, at the date hereof or at any time hereafter, be in possession of information in relation to the issuer or guarantor of the Applicable

Reference Security that is or may be material in the context of this Transaction and that may or may not be publicly available or known to the other party. This Transaction does not create any obligation on the part of such party and its affiliate to disclose to the other party any such relationship or information (whether or not confidential).

Please confirm your agreement to be bound by the terms of the foregoing by executing the copy of this Confirmation enclosed for that purpose and returning it to .

EXHIBIT A

Applicable **Entity**	Applicable Reference **Security**	Applicable Initial **Spread**
	Currency Den.: ... Coupon: ...% Due: ... Original Issue Amount:	...%

Ultimi studi apparsi nella collana "**Ricerche**"

R95-5 R. Benincampi - G. De Felice, *Aspetti di carattere qualitativo della concorrenza bancaria in Italia*, Giugno 1995

R95-6 L. Bonato, *L'indagine Forum Mondo Economico - Banca Commerciale Italiana*, Ottobre 1995

R95-7 F. Guelpa, *Corporate Governance and Contractual Governance: A Model*, Novembre 1995

R95-8 M. Esposito, *Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali (B.O.C.)*, Novembre 1995

R95-9 V. Conti - M. Maccarinelli, *Managing Bank Risk: Regulation, Risk Based Capital Requirements, and Bank Profits,* Dicembre 1995

R95-10 F: Franzina - G.L. Pozzi, *La gestione di liquidità attraverso una società di diritto lussemburghese*, Dicembre 1995

R96-1 A. Resti, *L'efficienza delle banche italiane: risultati dell'applicazione comparata di tecniche econometriche e matematiche,* Gennaio 1996

R96-2 R. Hamaui, *Why People Fear the European Single Currency? A Comparative Analysis of Public Opinion*, Aprile 1996

R96-3 A. Baglioni - L. Mezzomo, *Central banking in the transition to EMU: the institutional framework,* Aprile 1996

R96-4 A. Baglioni - L. Mezzomo, *The transition to EMU: survey of issues for the financial system*, Aprile 1996

R96-5 U. Cherubini - A. Sironi, *Anomalie sui titoli di Stato: un'analisi con reti neurali non supervisionate*, Aprile 1996

R96-6 F. Guelpa, *Simmetrie e asimmetrie nella dinamica dei processi competitivi*, Aprile 1996

R96-7 E. Barucci - U. Cherubini - L. Landi, *Contingent Claim Pricing, Neural Networks and Smiles*, Aprile 1996

R96-8 A. Resti, *Fallen Angels or Money-Pumps? Trying to Draw a Map of the Main European Banks*, Giugno 1996

R97-1 M. Esposito, *Can improved EMU perspectives mean a flattening of the real term structure?*, Marzo 1997

R97-2 F. Addolorato - L. Bodio, *Behavioural Analysis of Retail Customers Banca Commerciale Italiana*, Marzo 1997

R97-3 U. Cherubini - G. Della Lunga, *Distribution Risk and Credit Spreads,* Maggio 1997

R97-4 U. Cherubini, *Risk Management Toward the EMU Era: a Review of Techniques and Future Challenges,* Maggio 1997

R97-5 F. Caputo-Nassetti, *I contratti derivati di credito - Il credit default swap*, Agosto 1997

IL VOSTRO INDIRIZZO È CORRETTO?

(per favore scrivete in stampatello)

NOME .....

SOCIETÀ.... .....

INDIRIZZO.....

CITTÀ.....

PROVINCIA .....

CAP-ZIP .....

STATO .....

Da restituire a:

BANCA COMMERCIALE ITALIANA

Ufficio Studi e Analisi Finanziaria

via Borgonuovo 2

20121 Milano

fax (02) 88507195 - 6592469

(CR)

La Banca Commerciale Italiana è presente su Internet all'indirizzo http://www.bci.it

Stampato dal
Centro Stampa della
Banca Commerciale Italiana
Milano 1997