

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE/GIUGNO

2023

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE),  
PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA,  
ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO,  
FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI,  
FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista** | dottrina  
di Diritto Bancario | e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022.**

**SOMMARIO:** 1. Derivati speculativi: la prospettiva di due ordinamenti – 2. Il contesto della riflessione. Gli ISDA *Master Agreement* – 3. La rilevanza della speculatività e la sua valutazione. Due ordinamenti a confronto – 3.1. (*segue*) I derivati speculativi nella prospettiva della regolamentazione europea post crisi finanziaria – 3.2. (*segue*) La speculatività dei derivati nella giurisprudenza inglese – 4. Conclusioni

### *1. Derivati speculativi: la prospettiva di due ordinamenti*

I contratti derivati sono al centro di dispute giurisprudenziali ormai da decenni. Molti sono anche i contributi che in letteratura si sono occupati di questo tema e il giudizio di meritevolezza di tutela dei derivati da parte dell'ordinamento ha rappresentato quello centrale<sup>1</sup>. Il fatto che uno *swap* si presenti come

---

<sup>1</sup> Sono due gli orientamenti riscontrabili in giurisprudenza e in dottrina. Il primo confermato dalla Suprema Corte di Cassazione riconosce l'accertamento della nullità del contratto per difetto della causa concreta allorquando il derivato, stipulato per finalità di copertura, risulta inidoneo a perseguire gli interessi voluti da una delle parti, precisamente dall'operatore commerciale. Con la seconda corrente di pensiero, che ha trovato ampio spazio in giurisprudenza, si giunge comunque alla dichiarazione di nullità del derivato per difetto di causa, ma sono diversi gli elementi considerati ai fini del giudizio di meritevolezza. Da ultimo in questo senso, Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Banca borsa tit. cred.*, con nota di D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 9-27. Secondo tale orientamento, i contratti derivati sono delle scommesse della particolare categoria di quelle legalmente autorizzate in virtù dell'articolo 23, comma 5, TUF, che, nell'esonerare tali contratti dalla disciplina dell'art. 1933 c.c., ne richiama la loro natura aleatoria. Perché la scommessa sia legalmente autorizzata, e perciò meritevole di tutela, deve presentare un'alea razionale per entrambi gli scommettitori; in altre parole, il rischio deve essere ponderato e ragionato. Il contratto derivato *swap* è valido qualora presenti un'alea bilaterale e razionale. La bilateralità sussiste allorquando su ciascuno dei contraenti grava una componente di rischio pur non essendo necessario che lo strumento finanziario produca una distribuzione del rischio in modo equivalente tra le parti, l'assoluta mancanza dell'alea a carico di un contraente può dar luogo ad assenza di causa. L'alea è, infine,

speculativo piuttosto che di copertura come originariamente voluto dalle parti, o almeno da una di esse, è stato spesso ritenuto un elemento decisivo perché il contratto fosse considerato nullo ex art. 1322, co. 2., c.c. Nell'assenza di precise indicazioni da parte del legislatore, di questo specifico profilo si è occupata la giurisprudenza, dedicando diverse pagine nelle decisioni per cercare di individuare dei criteri che permettessero di stabilire quando un derivato si possa dire o meno di copertura.

In questa prospettiva, è talvolta mancata una indagine che vada oltre ai confini nazionali. Questo studio si rivela però importante quando, come spesso accade, sono i contratti stessi ad eleggere

---

«razionale» quando il contratto ne consente la misurabilità. Conseguentemente, quando una delle controparti, solitamente l'operatore commerciale, non è posto nelle condizioni di prefigurarsi i rischi assunti e la misura degli stessi, l'alea bilaterale non può dirsi razionale e pertanto, configurando un elemento essenziale della causa del contratto, il derivato è nullo. In questo senso si veda innanzitutto, nella giurisprudenza di merito, da ultimo App. Milano, 14 dicembre 2022, in *Diritto bancario.it*; Su tutte è obbligo menzionare App. Milano 18 settembre 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, con nota di A. TUCCI, "Causa tipica" e "causa concreta", in *Banca borsa tit. cred.*, III, 2014, 278 ss.; con nota R. DI RAIMO, in *Rassegna di diritto civile*, I, 2014, 295; critico F. CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro trent'anni: "swap uguale scommessa"*, in *Giur. Comm.*, II, 2014, 277 ss.; nello stesso senso App. Bologna, 11 marzo 2014, in *Dejure.it*; sempre nei giudizi di merito si veda anche Trib. Roma, 5 giugno 2017, n. 11364, in *Dejure.it*; Trib. Napoli, 2 maggio 2017, n. 4698 citata da R. BENCINI, *Contratti derivati: come valutarne la meritevolezza*, in *Diritto&Giustizia*, 192, 2017, 12 ss.; Trib. Roma, 8 Gennaio 2016, n. 212, in *IlSocietario.it*. In letteratura, per un'efficace sintesi mi consenta il rinvio a E. GROSSULE, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in questa *Rivista*, II, 2019, 25 ss; A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Società*, 2016; P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, IV, 501-508; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e up front nei contatti derivati di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 299; In particolare sulla razionalità dell'alea v. D. MAFFEIS, *Dum loquimur*, cit., 9-27; ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e la condotta*, D. MAFFEIS (a cura di), Milano, 2014, 3-31.

come legge applicabile e foro competente quelli di un diverso ordinamento.

La recente pronuncia dell'*High Court of Justice* (Comm) del 14 ottobre 2022 (d'ora in avanti "High Court of Justice")<sup>2</sup> ci dà lo spunto per approfondire il tema della speculatività dei derivati proprio nello scenario appena citato. La rilevanza della sentenza della High Court of Justice, per vero, non si limita a questo, ma apre una interessante prospettiva circa il dialogo tra due ordinamenti che solo apparentemente sono impermeabili<sup>3</sup>. Sul

---

<sup>2</sup> High Court of Justice, 2022 EWHC 2586 (Comm), del 14 ottobre 2022, reperibile in [www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/12/High-Court-of-Justice-14-october-2022-FL-2019-000012.pdf](http://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/12/High-Court-of-Justice-14-october-2022-FL-2019-000012.pdf). Per un'analisi sui diversi spunti offerti dalla sentenza inglese si rinvia al contributo di A. M. GAROFALO, *La High Court e i derivati del Comune di Venezia (ovvero: il problema degli swap degli enti locali e la mentalità del giurista di common law)*, pubblicato nello stesso numero di questa Rivista.

<sup>3</sup> Per ragioni di completezza si deve sottolineare che questo dialogo non si riscontra in tutti gli aspetti della sentenza, ma solamente in determinati casi come appunto si è sottolineato. In letteratura evidenzia la distanza tra l'ordinamento italiano e quello inglese con riferimento in particolare alla *change of position* della sentenza, D. MAFFEIS, *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *Giustiziacivile.com*, 21.12.2022. Per un inquadramento delle problematiche sottese alla *change of position* si rinvia al contributo citato di A. M. Garofalo. Il problema della *change of position defence*, per vero, non è secondario nel caso in parola, in quanto fa venir meno l'effettività del rimedio restitutorio conseguente all'accertamento della nullità. In virtù *change of position defence* gli intermediari, una volta dichiarata la nullità, detraggono, dall'importo dovuto a titolo di restituzione dei flussi corrisposti dalla sua controparte, l'equivalente di quanto da essi hanno impiegato in esecuzione dei contratti *back to back*, conclusi con terzi, per coprirsi dal rischio dei derivati conclusi con le controparti. In altre parole, secondo questa prospettiva, le due operazioni sarebbero funzionalmente collegate e collegabili e pertanto i flussi degli uni rispecchiano in direzione opposta i flussi degli altri. Come sottolinea D. MAFFEIS, op. ult. cit., nel Regno Unito l'eccezione di *change of position* è considerata la principale tra le difese di chi sia convenuto per la restituzione. La sentenza qui commentata per la prima volta accoglie questa difesa nell'ambito delle controversie sugli IRS, prima respinta in due precedenti (v. D. Maffeis, op. ult. cit, in nota 10), ma di recente, nella sentenza Busto del 2021 (*Deutsche Bank AG London v Comune di Busto Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm)), questa soluzione era stata anticipata dal giudice sostenendo che, nel valutare le conseguenze della nullità dei contratti IRS, non sarebbe stato pretenso ad escludere l'operatività dell'eccezione di *change of position*.

primo aspetto si riafferma la centralità della questione della speculatività dei derivati e di come questa caratteristica dello *swap* possa avere un impatto sulla sua validità e sulla disciplina dello stesso. Come sopra anticipato, i derivati, se speculativi, possono presentarsi come strumenti finanziari inadeguati per una delle parti o possono essere giudicati nulli per assenza di causa meritevole di tutela *ex art.* 1322, co. 2, c.c., come spesso affermato in giurisprudenza e sostenuto in letteratura, seppure non senza contrasti. Determinare se un contratto derivato è speculativo o meno è pertanto un problema centrale per individuarne il regime disciplinare applicabile, specie in mancanza di indicazioni normative del nostro legislatore. Seppur già molto indagato dalla letteratura, il tema della speculatività merita un ulteriore approfondimento se calato nel contesto extra domestico sopra descritto, e più in particolare facendo riferimento al diritto inglese, frequentemente eletto come legge applicabile dagli stessi contratti sottoscritti. Nella nostra prospettiva, pertanto, questa analisi assume una particolare rilevanza dal momento in cui molti operatori italiani si trovano a doversi confrontare con questi problemi. Un dato certamente noto riguarda, infatti, l'adozione di regolamenti contrattuali standard predisposti dall'*International Swap and Derivatives Association* (in seguito "ISDA")<sup>4</sup>. La maggior parte degli *swap* negoziati

---

<sup>4</sup> Inizialmente fondata nel 1980 come gruppo informale di lavoro, L'ISDA è stata costituita ufficialmente nel 1985 con il nome di *International Swap Dealers Association*. Negli anni '90 adotta l'attuale denominazione di *International Swap and Derivatives Association*. La prima funzione dell'associazione era di salvaguardare il copyright dell'industria sui nuovi prodotti, in particolare di alcuni documenti standard frutto delle trattative tra le maggiori banche interessate a questo mercato. La standardizzazione dei contratti nel mercato degli *swaps* è la missione centrale dell'associazione. Il principale documento ISDA è il *Master Agreement* approvato per la prima volta nel 1987 e rivisto nel 1992 e nel 2002. La crescita vertiginosa del mercato e il periodo di incertezza regolamentare, che ha caratterizzato il mercato americano dei derivati a cavallo tra gli anni '80 e '90, hanno fatto sì che l'ISDA oggi rappresenti uno degli attori principali nel mercato dei derivati. L'associazione conta più di 800 membri e i suoi contratti standard sono impiegati per oltre il 90% delle transazioni di derivati *over the counter*. In letteratura, P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual*

bilateralmente, quindi *over the counter*, si caratterizzano per una struttura contrattuale basata su un *master agreement* standardizzato predisposto dall'ISDA, con il quale si individua la tipologia di *swap* di interesse delle parti, e sui conseguenti atti di esecuzione che stabiliscono in dettaglio le caratteristiche del singolo strumento finanziario<sup>5</sup>.

Qui si inserisce il secondo tema di interesse rinvenibile nella sentenza dell'High Court of Justice e questo per due ordini di ragioni. In primo luogo perché se i contratti rinviano alle corti inglesi per la risoluzione delle controversie, diviene rilevante per operatori e interpreti l'evoluzione della relativa giurisprudenza per definire, ultimamente, il regime regolamentare dei derivati. Per altro verso, e da un punto di vista generale, con questa decisione il giudice inglese mette in dialogo i due ordinamenti in modo importante, dimostrando che i principi di diritto acquisti in uno non sono del tutto impermeabili nell'altro, specie quando si tratta di due controparti di diritto italiano come nel caso qui in commento. In questa prospettiva, pertanto, gli arresti più importanti della nostra giurisprudenza di merito e di legittimità possono assumere una importanza determinante anche quando i derivati non sono regolati dal diritto interno.

Questo saggio si propone dunque di studiare gli effetti della speculatività dei derivati quando operatori o enti di diritto italiano sono parti di un contratto *swap* soggetto alla giurisdizione inglese per effetto di clausole presenti nei contratti standard. In questo quadro si intende sottolineare il duplice ruolo della

---

*Review of Insolvency Law*, 2015, 615-656. Sul punto vedi anche F. PARTNOY, *Infectious Greed: How deceit and risk corrupted the Financial Markets*, Londra, 2010, 45; S. M. FLANAGAN, *The rise of a trade association: group interactions within the international swaps and derivatives association*, in *Harvard Negotiation Law Review*, 6, 2001, 211 ss.

<sup>5</sup> Quando si fa riferimento ai *master agreement* oggi pensiamo alla documentazione standard ISDA apparsa per la prima volta nel 1992 (c.d. ISDA Master Agreement 1992) e aggiornato nel 2002, il Master Agreement in realtà costituito da un contratto che combina due accordi: il Multicurrency, Cross-Border Master Agreement per le transazioni tra parti situate in giurisdizioni diverse e/o che coinvolgono valute diverse e il Local Currency, Single Jurisdiction Master Agreement per le transazioni tra parti situate nella stessa giurisdizione e che coinvolgono una sola valuta.

giurisprudenza inglese: contribuire alla definizione di derivato speculativo e riconoscere ulteriore valore alle sentenze domestiche. In tema di speculatività dei derivati, si rafforza così l'idea che principi di diritto stabiliti dal legislatore e dalle corti di diversi contesti e ordinamenti, alla luce anche degli elementi che li accomunano, possono avere valenza generale. Per arrivare a questa soluzione, dapprima occorre introdurre il ruolo dei *master agreement*, utile per comprendere la rilevanza di questa sentenza, per poi approfondire il contenuto in tema di speculatività dei derivati della decisione dell'High Court of Justice, ponendola in dialogo e confronto con le risposte alla medesima problematica adottate dalla nostra giurisprudenza e dal legislatore europeo.

## 2. Il contesto della riflessione. Gli ISDA Master Agreement.

La complessità e la tecnicità dei contratti derivati costituiscono, per le parti interessate, ostacoli significativi alla loro conclusione. Per favorire gli scambi tra gli operatori e profittando del contesto normativo di sostanziale deregolamentazione pre-crisi finanziaria, si è sviluppata una disciplina privatistica, condivisa a livello internazionale. Un'attenta analisi degli scambi *over the counter* di derivati tra gli operatori mostra che i contratti non sono completamente "su misura", ma sono soggetti per prassi consolidata a regole e standard imposti grazie all'azione di organizzazioni private di rilievo internazionale che hanno cercato di rimediare alle inefficienze e ai costi transattivi che naturalmente si generano. In questa prospettiva, la contrattualistica standardizzata, predisposta da associazioni private di *dealer*, prima tra tutte l'ISDA, ha giocato un ruolo cruciale in questo processo di crescita del mercato dei derivati. Gli ISDA *master agreement* hanno avuto una enorme diffusione<sup>6</sup>. La ragione di questo successo si può

---

<sup>6</sup> Quando si fa riferimento ai *master agreement* oggi pensiamo alla documentazione standard ISDA apparsa per la prima volta nel 1992 (c.d. ISDA Master Agreement 1992) e aggiornato nel 2002, il Master Agreement in realtà costituito da un contratto che combina due accordi: il Multicurrency, Cross-Border Master Agreement per le transazioni tra parti situate in giurisdizioni diverse e/o che coinvolgono valute diverse e il Local Currency, Single

individuare in tre fattori chiave: a) la riduzione dei costi transattivi per gli operatori che li adottano; b) il carattere internazionale di questi contratti; c) la stabilità della disciplina garantita dalla giurisprudenza di un determinato foro competente. Se i primi due fattori si spiegano con più immediatezza con ragioni riconducibili all'analisi economica del diritto, il terzo, invece, ha prevalentemente una spiegazione giuridica e solo indirettamente economica. La contrattualistica standardizzata, infatti, non ha inciso solo sui costi di negoziazione, ma ha avuto ricadute positive anche su due ulteriori aspetti importanti per la qualità di un contratto: la stabilità del rapporto e il grado di certezza sui rischi legali degli operatori, con riferimento ai diversi ordinamenti nei quali essi operano.

Il documento centrale è il *master agreement*, inquadrabile come fattispecie atipica di contratto quadro<sup>7</sup> dove le parti definiscono le condizioni generali applicabili alle operazioni che in una fase successiva si vorranno far sorgere. Il regolamento contrattuale del 1992, e rivisto nel 2002, regola a monte le successive operazioni eventualmente poi poste in essere, specificando gli obblighi reciproci fra le parti e gli eventi ritenuti rilevanti per il contratto. Alla firma del *master agreement* seguono, infatti, le conferme (c.d. *confirmations/separate schedule*)<sup>8</sup>, nelle quali si fissano i termini delle operazioni e, solo

---

Jurisdiction Master Agreement per le transazioni tra parti situate nella stessa giurisdizione e che coinvolgono una sola valuta.

<sup>7</sup> A. LAUDONIO, *Procedure concorsuali e clausole di «close-out netting»*, in *Diritto e pratica del fallimento*, 2007, 12-16 L'autore definisce i *Master Agreement* dei contratti normativi che hanno ad oggetto la disciplina di singoli contratti derivati eventuali e futuri, dei quali fissano preventivamente il contenuto.

<sup>8</sup> Un *Master Agreement* eseguito non è costituito da un solo documento, ma da più documenti. Il contratto quadro stabilisce i termini che saranno applicabili a tutte le transazioni che le parti stipulano in base ad esso e consente solo l'inserimento dei nomi delle parti e della data di esecuzione. Un Allegato separato al *master agreement* (c.d. *Schedule* o *Allegato*) consente alle parti di personalizzare i termini del contratto. Il *Master Agreement*, personalizzato dalla *Schedule* e ulteriormente definito dai *booklets* definitivi, stabilisce i termini che regoleranno le specifiche transazioni stipulate dalle parti. Queste transazioni specifiche, a loro volta, sono documentate mediante conferme (c.d. *confirmations*) che delineano i termini economici di una determinata

successivamente a tali conferme, insorgono diritti e obblighi specifici per i contraenti. I due documenti, insieme, costituiscono il regolamento contrattuale del derivato voluto dalle parti. Il *master agreement*, gli allegati e le *confirmations* offrono nel contempo una soluzione ai problemi posti dai costi per l'accesso ai contratti e per la gestione del rischio di inadempimento della controparte. Due sono, infatti, gli esiti prodotti con questa tecnica negoziale: da un lato, la riduzione dei costi di negoziazione, facilitandone la conclusione e, per altro verso, la riduzione degli spazi per il contenzioso in sede giudiziale tra gli operatori. La standardizzazione dei contratti ha reso più agevole la conclusione degli scambi e il lavoro dell'ISDA, nel definire e ridurre le possibilità di conflitto fra le parti di un contratto, ha creato un ambiente regolamentare di mercato caratterizzato da un grado di certezza tale da generare affidamento tra gli operatori<sup>9</sup>. Per quanto riguarda questo secondo aspetto, l'ISDA ha agito in due direzioni tra loro logicamente collegate. I documenti contrattuali indirizzano eventuali contenziosi verso determinate corti, così da consolidare nel tempo anche la prassi giurisprudenziale: trattandosi, ultimamente, di contratti redatti secondo i canoni di un sistema di *common law*, il loro *enforcement* è più agevole in detti ordinamenti. Per questa ragione, nei derivati che si basano sui contratti ISDA, è molto comune rinvenire clausole che indicano come fori competenti quelli inglesi o dello Stato di New York piuttosto che altri ordinamenti o clausole arbitrali. La

---

transazione. Sul punto C. MCNAMARA - A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy F: Introduction to the ISDA Master Agreement*, in *Yale Program on Financial Stability Case Study*, 2014, 3; P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, 615-659 ss.

<sup>9</sup> Il *Master Agreement*, infatti, regola in dettaglio gli aspetti più critici che possono riguardare un contratto derivato. Tra questi ad esempio la disciplina degli *event of default*, la collateralizzazione e i pagamenti reciproci; v. P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, pp 615-659. Vedi anche M. KAHAN - M. KLAUSNER, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting Law (or "The Economics of Boilerplate")*, in *Virginia Law Review*, vol. 83, 1997, 713 ss.

riduzione dell'incertezza della disciplina grazie anche al consolidamento dei precedenti nella giurisprudenza rappresenta un pilastro per l'ampio utilizzo di questi strumenti finanziari. Nei contratti standard è di fondamentale importanza l'utilizzo attento di clausole con le quali si sceglie la legge destinata a regolare il rapporto e la giurisdizione competente a conoscere le eventuali controversie<sup>10</sup>. L'effetto di questa scelta contrattuale, nel tempo, ha favorito il consolidamento della giurisprudenza, promuovendo, per questa via, la riduzione dell'incertezza sul significato e sulla validità delle singole clausole contrattuali in relazione alla legislazione vigente di riferimento. Tra queste si pensi, ad esempio, al dibattito per quanto riguarda le deroghe all'eccezione di gioco (il *gambling*) e le norme che regolano l'*enforcement* dei derivati, in particolare delle garanzie finanziarie<sup>11</sup> nell'ambito delle procedure concorsuali<sup>12</sup>.

Nel contesto così descritto, si comprende meglio la rilevanza della decisione da cui si prende spunto. Il consolidamento della posizione delle corti inglesi sul tema della speculatività o meno

---

<sup>10</sup> Si parla in questi casi di «*drafting efficiency*» Nel senso che il contratto standard comporta un contenimento dei costi sia per la riduzione dei tempi di sottoscrizione, sia per la minore possibilità di eventuali errori nella formulazione. Il largo utilizzo di termini standard porta all'utilizzazione del «*boilerplate*» da parte dell'industria finanziaria senza particolari analisi. Su questo punto, nella prospettiva della sentenza qui discussa, si rinvia nuovamente al contributo di A. M. GAROFALO, cit.

<sup>11</sup> Su questi temi l'impegno dell'ISDA è stato notevole. In particolare si segnala il lavoro per implementare nei diversi ordinamenti delle eccezioni alle leggi che regolano le insolvenze (c.d. *safe harbours*) in tema di escussione delle garanzie dei pagamenti effettuati sulla base delle clausole di *close out netting*. Su questo, P. CORNUT ST-PIERRE, *Eligible Financial Contracts and the Many Faces of Derivatives: A Brief History of the ISDA Master Agreement*, in *Annual Review of Insolvency Law*, 2015, 615-659; S. L. SCHWARCZ, *Derivatives and collateral: balancing remedies and systemic risk*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2015, 699. Sulla funzione delle garanzie finanziarie come fattore di incremento del rischio v. M. J. ROE, *The derivatives market's payment priorities as financial crisis accelerator*, in *Stan. L. Rev.*, 63, 2010, 539.

<sup>12</sup> Questa funzione della giurisprudenza è sottolineata anche dalla letteratura che confronta rules e standard dal punto di vista delle tecniche di redazione normativa; per tutti v. L. KAPLOW, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, in *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, 557 ss.

di un derivato è un fattore determinante per la disciplina degli *swap* che si basano sugli ISDA *master agreement*.

### 3. La rilevanza della speculatività e la sua valutazione. Due ordinamenti a confronto.

Sia che si tratti di investitori privati che di enti locali, la speculatività può condizionare, pur in forme decisamente diverse, la capacità del contratto di produrre i suoi effetti. In particolare, per i privati è il fattore che la giurisprudenza ha spesso considerato per valutare la meritevolezza del contratto *ex art.* 1322, co. 2, c.c., mentre per gli enti pubblici la speculatività o meno del derivato incide *ex lege* sulla capacità di quest'ultimo di sottoscriverlo. In altre parole, il derivato speculativo sottoscritto da un ente locale risulterebbe nullo per contrarietà alla legge. Tale divieto troverebbe fondamento nell'art. 119 commi 4 e 6 della Costituzione laddove si impone agli enti locali un obbligo di equilibrio finanziario, stabilendo pertanto che uno *swap* speculativo sia in contrasto con queste norme<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> In questo senso la sentenza della Corte Costituzionale del 19 febbraio 2010 n. 52. Su tale assunto si è basata anche la sentenza delle Sezioni Unite chiamate ad esprimersi proprio sulla validità di un derivato speculativo sottoscritto da un ente locale. Anche prima del 2008, anno in cui il legislatore ha inserito limiti più stringenti alla capacità concludere derivati, in vigenza dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 e, quindi, agli enti locali era vietato, ai sensi dei commi 4 e 6 dell'art. 119 Costituzione, concludere derivati speculativi. Gli enti locali potevano procedere alla stipula di derivati di copertura solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del *mark to market* sia degli scenari probabilistici, sia dei c.d. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevoli gli enti di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio. Sul punto Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, IV, 767 c.c. con nota di C. CIPRIANI – R. LENER, *I derivati, le Sezioni Unite e L'Europa*. Per alcuni primi commenti in dottrina, A. PERRONE - M. ANOLLI, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, III, 195 ss.; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, II, 123; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in

In questa prospettiva, la decisione dell'High Court of Justice introduce un'importante novità. Il continuo richiamo agli arresti della Corte di Cassazione, e in generale alla nostra giurisprudenza, segnala che i diversi ordinamenti non sono del tutto impermeabili tra loro, specie quando si tratta di criteri e principi di diritto generalmente condivisibili. Questo *modus decidendi*, se per certi versi garantisce una maggiore stabilità alla disciplina internazionale dei derivati, da un angolo visuale più prettamente domestico contribuisce a consolidare gli orientamenti della giurisprudenza, almeno per quanto riguarda l'aspetto qui discusso della speculatività. Tutto ciò premesso e vista la rilevanza della speculatività di questi strumenti finanziari, è di fondamentale importanza stabilire quali siano questi criteri generalmente condivisibili che permettono di dire quando, dal punto di vista giuridico, un contratto derivato è speculativo.

Cominciando dall'ordinamento domestico, è bene premettere che la legge non ci dà alcuna definizione a riguardo e spetta pertanto agli interpreti ricostruire il problema e fornire una soluzione percorribile. La giurisprudenza ha cercato in vari modi di rispondere a questa domanda e di recente la Corte di Cassazione<sup>14</sup> ha richiamato i contenuti della Determinazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 (in seguito, "Determinazione"), ivi individuando i criteri per un *hedging test* grazie al quale definire un contratto di copertura e, dunque, in via residuale quando un derivato ha natura speculativa. La Determinazione individua tre precisi criteri di valutazione, stabilendo che uno strumento derivato si considera di copertura quando: 1) le operazioni siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; 2) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-

---

*www.dirittobancario.it*, Giugno 2020; R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in *www.dirittobancario.it*, giugno 2020; F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in *www.dirittobancario.it*, giugno 2020.

<sup>14</sup> Ta queste Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit., 1-27 e successivamente Cass., 13 luglio 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, con nota di E. GROSSULE, *Derivati di copertura*, cit., 365-372.

finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; 3) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente. La soluzione della Corte di legittimità, seppur meritevole in quanto si sforzava di individuare un criterio oggettivo da applicarsi *ex ante* al regolamento contrattuale per valutarne la sua capacità di copertura o meno, è stata oggetto di critiche perché la Determinazione sarebbe così impiegata per una finalità estranea alla *ratio* che originariamente ne aveva richiesto l'emanazione da parte della CONSOB. Un altro aspetto critico di questa soluzione è dato dal contesto normativo nel quale deve essere collocata la Determinazione. Tale provvedimento, infatti, contribuisce a definire il contenuto degli articoli 28 comma 3, 37 comma 1 e 43 comma 5 del Regolamento Consob n. 11522/98 (c.d. primo regolamento intermediari regolamento, tra l'altro, già superato dapprima con il Regolamento 16190/2007 e da ultimo con il regolamento del 20307 del 2018. Nonostante queste obiezioni, non si può negare che i criteri individuati nella Determinazione si prestino ad una lettura più ampia. Pur presentandosi come un argomento non pienamente esaustivo per derimere la questione qui discussa, il contenuto della Determinazione, come si avrà modo di sottolineare, fornisce delle indicazioni poi applicate anche in altri contesti<sup>15</sup>.

La giurisprudenza non si è però solo limitata a questi interventi. Come si è sottolineato anche di recente con la pronuncia da cui muoviamo queste riflessioni<sup>16</sup>, il livello di rischio legato al sottostante è il punto di partenza per la

---

<sup>15</sup> Non si è, infatti, mancato di sottolineare come detti criteri richiamino all'attenzione dell'interprete indicazioni analoghe fornite dal legislatore europeo sempre con riferimento ai contratti derivati. Su questo autorevolmente P. GIUDICI, *Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps*, in *Società*, 2018, 1164-1170; mi sia permesso di rinviare a E. GROSSULE, *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2020, III, 365-372;

<sup>16</sup> Si veda quanto esposto da A. SCIARRONE ALIBRANDI e riportato nella sentenza dell'High Court of Justice, 2022 EWHC 2586 (Comm), del 14 ottobre 2022.

valutazione del grado di speculatività di uno strumento derivato. Un derivato di copertura produce una riduzione del rischio sottostante, mentre un derivato speculativo crea *ex novo* un rischio o determina un aumento del rischio sottostante. Per questa via, si riconosce che un contratto derivato sottoscritto in assenza di un preesistente rischio da coprire è certamente speculativo e riconducibile alla categoria dei derivati puramente speculativi<sup>17</sup>. Allo stesso modo anche una discrepanza notevole tra il rischio sottostante e i termini dello strumento finanziario segnala la speculatività dello stesso<sup>18</sup>. Da ultimo, è stato evidenziato come anche la valorizzazione del derivato con il *mark to market* (in seguito, “MTM”) può essere un indice capace di rilevare la speculatività dello *swap*<sup>19</sup>. In particolare, se il MTM del *cap* – posto in favore di chi in teoria vuole gestire un rischio di crescita eccessiva dei tassi, ad esempio un’impresa commerciale o un ente pubblico – alla data dello *swap* si presenta molto più basso del MTM del *floor* – stabilito invece a tutela di chi sta vendendo la protezione e quindi tipicamente dell’intermediario finanziario –

---

<sup>17</sup> La tassonomia dei derivati basata sul proposito economico della controparte è ampiamente descritta da L. STOUT, *Why the Law Hates Speculator, Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, vol. 48, 735-736. Negli strumenti derivati detiene una posizione “speculativa” una controparte che stipula il contratto senza l’interesse economico di ridurre un rischio preesistente, sia essa in possesso o meno: di una competenza tecnica specifica con riguardo l’oggetto del derivato, di informazioni non pubbliche o speciali relative al probabile andamento economico del sottostante o, infine, dell’intenzione di mantenere aperta la sua posizione per un periodo di tempo breve o lungo. Al contrario, un “hedger” stipula un contratto derivato con l’interesse economico di ridurre un rischio preesistente al contratto e collegato alla sua attività. Vedi anche T. E. LYNCH, *Gambling by Another Name? The Challenge of purely Speculative Derivatives*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 17, 2011, 75 ss. Nella giurisprudenza domestica, in questo senso, tra le pronunce più recenti v. Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit.; più risalenti, Trib. Lucera, 26 aprile 2021, in *Giur. comm.*, con nota di C. ROBUSTELLA, *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap*, 2014, I, 62 ss. e più risalente Trib. Firenze, 5 giugno 2012, in *Il caso.it*

<sup>18</sup> Tra le decisioni che sottolineano questo aspetto, su tutti l’arresto della Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit., 1. Per quanto riguarda i giudizi di merito ancora, Trib. Roma, 8 gennaio 2016, cit.; e Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit.

<sup>19</sup> Proprio sulla rilevanza del MTM, v. App. Milano, 14 dicembre 2022, cit.

significa che, in concreto, il derivato “inverte” le posizioni delle parti, aggravando, anziché attenuare, il rischio del soggetto che cerca protezione<sup>20</sup>. È questo il caso, ad esempio, di un *interest rate swap collar* dove il *cap* e il *floor* dovrebbero rappresentare il punto di incontro delle necessità delle controparti in previsione del futuro andamento dei tassi. Se, in concreto, il meccanismo dello swap è tale da invertire le posizioni ci si trova necessariamente di fronte ad un derivato speculativo che non svolge più la sua funzione di trasferimento del rischio dalla parte che cerca una copertura alla controparte finanziaria capace di gestire quel rischio in modo più efficiente<sup>21</sup>.

Qui ritorniamo, all’evidenza, a sottolineare come l’“alta correlazione” tra esposizioni preesistenti e i termini inseriti nel regolamento contrattuale sia ancora una volta un dato determinante per stabilire la speculatività dello strumento

---

<sup>20</sup> Vedi App. Milano, 28 settembre 2020, n. 2393 in *Il caso.it*. Nel caso di specie il derivato è stato dichiarato nullo in quanto contrario all’art. 3, comma 2, lett. d) del Decreto Ministeriale 389/2003 e della Circolare del Ministero dell’Economia e Finanze del 27 maggio 2004 laddove il Decreto Ministeriale consente di acquistare una protezione e non di venderla e con questo intendendo, come appunto chiarito nella Circolare, che l’ente locale dovrebbe acquistare il *cap* per proteggersi dai rialzi e contestualmente vendere il *floor* alla banca che limiti così la sua esposizione. Se il valore MTM del *cap* è di molto inferiore al MTM del *a* significa che in questo caso si sta vendendo un *cap* piuttosto che acquistarlo venendo meno così la funzione - consentita - dello swap di proteggere l’ente dal rialzo dei tassi.

<sup>21</sup> In generale su contratti derivati E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p 67 ss. ; F. C. NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, 2007, p 21 ss., 21 ss.; nella letteratura economica, J. C. HULL, *Options futures and other derivatives*, 2021, pp 98-200. In particolare sulla funzione dei derivati nella gestione di un rischio, A. PERRONE, *I contratti derivati over the counter*, in G. GITTI - M. MAUGERI - M. NOTARI (a cura di), in *I contratti per l’impresa*, Bologna, 2013, pp. 255-269; nella letteratura straniera C. L. CULP, *Risk transfer: derivatives in theory and practice*, 2011, ; C. L. CULP, *The Social Functions of Financial Derivatives*, in R. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), in *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, New Jersey, 2009, pp. 57-71; G. KUSERK, *Speculation and Hedging*, in R. KOLB - J. A. OVERDAHL (a cura di), in *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, New Jersey, 2009, pp. 43-55. G. FERRARINI - P. SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, pp 319-359

derivato. Pertanto, pur prescindendo dai contenuti della Determinazione come *hedging test*, è possibile concludere che quanto ivi stabilito abbia una valenza generale, essendo quei criteri – ed in particolare quello dell’alta correlazione tra esposizione e caratteristiche dello *swap* – più volte richiamati dalla giurisprudenza a prescindere dalla Determinazione stessa.

Se questo è il quadro tracciato, è possibile dedurre che un contratto derivato strutturato per assorbire il MTM negativo di un precedente *swap* perde il suo principale senso finanziario. In altre parole, un contratto così costruito non guarda a nessun rischio sottostante da coprire, ma risponde ad una finalità diversa: presentare un MTM in grado di assorbire una perdita prodotta da un’altra operazione finanziaria. Il riferimento, dunque, non è più un rischio sottostante, ma la necessità di ottenere delle risorse finanziarie sufficienti per assorbire una determinata perdita. In questi casi, pertanto, si perdono di vista i rischi e, conseguentemente, il derivato si presenta come speculativo<sup>22</sup>.

Se osserviamo quanto tracciato dalla giurisprudenza sia di merito che di legittimità, in sostanza, la speculatività o meno di uno strumento derivato deve essere stabilita caso per caso con un test che, di fatto, misura la correlazione la validità tra le caratteristiche del rischio sottostante e quelle del regolamento contrattuale.

---

<sup>22</sup> Tribunale di Orvieto con ordinanza del 12 Aprile 2012, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, V, 700 ss. con nota di U. MINNECI, *Osservazioni a Trib. Orvieto 12 aprile 2012*. Il provvedimento in parola sottolinea perfettamente questo punto: se la finalità di rinegoziare il contratto derivato è quella di bloccare le perdite eccessive e fuori controllo derivanti dalla maturazione di differenziali negativi prodotti da un contratto precedente, conseguentemente, il contratto derivato rinegoziato appare sempre meno legato alla sua ragione originaria (la copertura di un rischio rilevante), avvicinandosi pericolosamente a finalità che possono essere definite propriamente speculative. Sullo stesso punto e concordemente anche Trib. Torino, 21 ottobre 2021, cit. La rinegoziazione può procrastinare nel tempo la perdita maturata, diluirla (se ad esempio la durata del contratto si allunga rispetto allo *swap* originario) e, al limite, fa assumere all’esposizione in derivati del cliente una connotazione altamente speculativa, indipendentemente dalla funzione di copertura del primo contratto, nella misura in cui il contratto rinegoziato, per riassorbire la perdita maturata, contiene caratteristiche (nozionale, durata e parametri) prive di “alta correlazione” con l’esposizione esistente.

### 3.1. (segue) *I derivati speculativi nella prospettiva della regolamentazione europea post crisi finanziaria*

Queste posizioni trovano poi ulteriore sostegno se si allarga la visuale e si guarda ai criteri stabiliti dal legislatore dell'unione per determinare la capacità di un contratto derivato di ridurre o meno il rischio collegato al suo sottostante. In questo stesso alveo, possiamo, infatti, ricondurre quanto detto ai criteri stabiliti nella regolamentazione dei derivati con EMIR e MiFIR/MiFID<sup>23</sup>.

La disciplina europea dei derivati, che si è sviluppata nell'era post-crisi finanziaria, si è trovata ad affrontare lo stesso problema di dover individuare dei criteri per definire i derivati di copertura con lo scopo di esentarli dai nuovi obblighi introdotti per contenere il rischio sistemico. Anche se approvati per finalità ben specifiche, sia EMIR che MiFIR – il primo per quanto riguarda la fase di *post* negoziazione dei derivati e il secondo la fase della

---

<sup>23</sup> Cfr. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories [2012] OJ L176/1 (EMIR), Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments, [2014] OJ L 173/84 (MiFIR) e Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments [2004] OJ L145/1 (MiFID II). La letteratura su questi temi è molto ampia. Per approfondimenti generali: v. per EMIR e l'impatto sul mercato dei derivati, *ex multis*, P. LUCANTONI, *Securities Clearing and Settlement*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), *European Financial Services Law: Article by Article Commentary*, Baden-Baden, 2019, p. 1562 ss.; ID., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa e tit. cred.*, fasc. 2, 2017, 182 ss.; N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*<sup>3</sup>, 2014, 576 ss. Per quanto riguarda MiFIR e MiFID II, v. M. LEHMANN, *Introduction to MiFID II and MiFID II*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), cit., 1 ss.; C. KUMPAN – F. SCHMIDT, *Foreword: The new transparency regime under MiFIR*, in M. LEHMANN – C. KUMPAN (a cura di), cit., 390 ss.; D. BUSCH, *MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets*, in *Law and Financial Markets Review*, 11, 2017, 26-142; N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*<sup>3</sup>, 2014, 511 ss.; D. BUSCH – G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets*, Oxford, 2017, *passim*; G. FERRARINI - P. SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, 319-359.

negoziante – per imporre rispettivamente l’obbligo di compensazione centrale (art. 4, EMIR) e l’obbligo di negoziazione (art. 28, MiFIR) dei derivati speculativi prevedono un *hedging test* e ne precisano partitamente i criteri. Innanzitutto, l’art. 10 del Regolamento delegato (UE) n. 149/2013 stabilisce che il derivato ha una funzione di riduzione dei rischi quando di per sé o in combinazione con altri contratti, direttamente o anche tramite strumenti correlati, soddisfa uno dei seguenti criteri: copra i rischi legati ad una potenziale variazione del valore di beni, servizi, o passività, legati alla controparte non finanziaria o il gruppo in ragione della loro attività; copra i rischi dovuti alla fluttuazioni dei tassi di interesse, di inflazione, di credito o del rischio di credito che possano impattare indirettamente sul valore dei beni e servizi o delle passività della controparte non finanziaria o del gruppo; costituisca un contratto di copertura in conformità agli International Financial Reporting Standards (di seguito, “IFRS”). Per quanto riguarda MiFIR, l’obbligo di negoziazione è previsto per tutti i derivati compensati centralmente secondo la disciplina di EMIR – e dunque sempre ai criteri dell’art. 10 Regolamento delegato (UE) 149/2013 – lasciando indirettamente a quest’ultimo definire quali contratti sono speculativi e quali di copertura. Questo passaggio si rileva comunque significativo in quanto attesta la possibilità di una applicazione dei criteri di EMIR che prescindono dalla fase di *post-trade* specificatamente regolata. Tant’è vero che, ampliando lo sguardo alla recente regolamentazione dei limiti di posizione (art. 57 di MiFID II), previsti per i contratti derivati su merci, al fine di esentare le posizioni «atte a ridurre i rischi direttamente connessi alle attività commerciali», l’art. 7, par. 1, lett. a) e b) del Regolamento delegato (UE) 2017/591 della Commissione<sup>24</sup> individua le condizioni per tale deroga riprendendo indirettamente quanto stabilito nel Regolamento delegato (UE) 149/2013 almeno in due passaggi importanti: il primo per ribadire che i rischi oggetto del derivato devono essere direttamente

---

<sup>24</sup>Per un approfondimento sulla disciplina dei derivati su commodity si rinvia a A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in D. BUSH - G. FERRARINI (a cura di), *op.cit.*, 439-467.

connessi con l'attività commerciale della controparte finanziaria interessata; il secondo per rinviare ancora una volta alla definizione contabile di contratto di copertura secondo gli IFRS (art. 7, par. 1, lett. *a*) e *b*)).

Alla luce di quanto detto, si sottolinea una volta ancora che i criteri dell'*hedging test*, pur nella loro formulazione generale, richiedano sempre la stretta correlazione tra il contenuto del contratto e l'attività o il rischio della controparte finanziaria. Il richiamo esplicito ai principi contabili internazionali ribadisce ulteriormente la necessità di tale correlazione<sup>25</sup>. Il richiamo in diversi ambiti, MiFIR e MiFID II, dei parametri introdotti con EMIR depone in favore di un loro impiego generale e non limitato al loro più ristretto ambito di applicazione.

### 3.2 (*segue*) *La speculatività dei derivati nella giurisprudenza inglese*

La giurisprudenza inglese conferma la consistenza delle due precedenti prospettive. Le decisioni d'oltremontana si pongono, infatti, in una linea di coerenza sia con i criteri della giurisprudenza domestica sia con quanto previsto dalla disciplina dell'Unione appena richiamata.

---

<sup>25</sup> Su questa linea si pone, necessariamente, anche il nostro ordinamento. Tant'è vero che l'art. 2426, n. 11-bis, cod. civ., stabilisce che «si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura»<sup>25</sup>. Detta correlazione sussiste sia quando il contratto derivato è direttamente connesso con il rischio – ha esattamente lo stesso sottostante e la stessa data di regolamento – sia quando il derivato è collegato ad uno strumento o ad una attività correlata – un sottostante diverso ma molto simile in termini di comportamento economico. Inoltre, il rischio può essere coperto da una combinazione di contratti derivati, compresi i derivati di copertura che liquidano precedenti derivati ormai slegati dai rischi connessi all'attività commerciale in ragione di una loro evoluzione. Il comma 11-bis, dell'articolo 2426, cod. civ., è stato introdotto dal D.lgs. 139 del 18 agosto 2015. Il decreto ha adeguato il nostro ordinamento alla direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci di esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese. In questi termini il Considerando n. 18 e n. 19 del regolamento delegato (UE) n. 149/2013. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 11, 112 ss.

Anche la legge inglese non regola espressamente il problema di stabilire a monte quando uno strumento derivato si possa dire o no di copertura. Nel contempo, i giudici inglesi, riconoscendo dei limiti alla capacità di sottoscrivere derivati speculativi da parte di determinati soggetti – enti locali o anche *corporation* –, si sono trovati a dover fissare dei criteri per distinguere questi ultimi dai derivati di copertura. Un primo dato comune, che ricorre nelle loro pronunce, è riconducibile alla capacità del derivato di eliminare o ridurre l'esposizione di una determinata parte da un rischio di mercato o dai rischi legati al sottostante e questa funzione del contratto deve essere quella prevalente. L'assenza di tale caratteristica porta il giudice a considerare speculativo il derivato in questione e questo anche quando potrebbe ritenersi di copertura solo in certe limitate circostanze<sup>26</sup>. Altre pronunce concludono per la speculatività di un contratto derivato ogni qual volta esso: *i*) generi un nuovo rischio prima inesistente; *ii*) sia funzionale alla raccolta di nuove risorse finanziarie per far fronte a variazioni di prezzi di mercato già avvenuti; e *iii*) produca degli effetti tali da generare un flusso positivo molto contenuto per l'acquirente la protezione solo nel caso di collasso dei mercati, situazione che avrebbe comportato delle perdite invece enormi per lo stesso<sup>27</sup>. Anche qui emerge la rilevanza della correlazione tra i rischi e il contratto e la sua capacità di eliminarli o quanto meno attenuarli in favore della controparte che acquista la copertura.

---

<sup>26</sup> Cfr. High Court of Justice, 2014 EWHC 3103 (Comm), del 3 ottobre 2014. Il caso fa riferimento ad una società di diritto olandese che ha sottoscritto un derivato con *Credit Suisse* regolato dal Master agreement ISDA governato dalla legge inglese. Il giudice ha osservato che, sebbene le disposizioni contrattuali fossero disciplinate dal diritto inglese, le questioni relative alla capacità erano regolate dall'atto costitutivo delle società e dalla legge del paese di incorporazione. Secondo il diritto olandese, una società ha la capacità di concludere transazioni che costituiscono effettivamente una copertura dai rischi collegati alla sua esposizione finanziaria. Nel caso di specie, poiché alcuni dei contratti stipulati avevano uno scopo speculativo, la loro sottoscrizione ha costituito una decisione *ultra vires*.

<sup>27</sup> Detti criteri sono stati individuati da *Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corp* (2012) EWCA Civ 1094.

Alla luce di queste determinazioni e sul presupposto che le parti in giudizio erano entrambe di diritto italiano, l'High Court con il *Judgement* del 14 ottobre stabilisce un collegamento tra i criteri individuati dalla giurisprudenza inglese e quella domestica, in particolare negli arresti della Corte di Cassazione. Abbandonando, dunque, l'idea di costruire un *hedging test* applicabile ad ogni transazione oggetto di controversia, il giudice inglese conferma la necessità di procedere ad una valutazione della speculatività caso per caso e, nel farlo, occorre procedere considerando i criteri individuati anche dalla nostra giurisprudenza, condivisi dalla Consob nella Determinazione e altresì presenti nella regolamentazione europea. In altri termini, questi criteri possono essere considerati dei principi generalmente condivisibili e possono assumere una valenza generale.

#### 4. Conclusioni

La disciplina applicabile ad uno strumento derivato dipende dalla sua classificazione come strumento speculativo o di copertura. Il contratto speculativo può essere nullo per difetto di capacità di sottoscriverlo di uno dei contraenti – il caso degli enti locali – o può essere altresì giudicato nullo per difetto di causa meritevole di tutela. Queste ragioni hanno determinato la necessità di individuare dei criteri per stabilire quando il derivato si possa definire speculativo piuttosto che di copertura. Mentre il legislatore europeo, nel regolare le fasi di *trading* e di *post-trading* dei derivati (come stabilito in sede MiFIR/MiFID ed EMIR), si preoccupa di individuare criteri precisi per valutarne la capacità di copertura dei rischi, la legge domestica presenta una lacuna e pertanto spetta agli interpreti individuare gli indici di speculatività degli strumenti finanziari in parola. All'esito di una lunga evoluzione si è pervenuti a definire dei criteri generali utili ai fini del giudizio caso per caso sulla speculatività del derivato. Una volta giunti a queste conclusioni si è posto l'ulteriore problema dell'effettività di tali arresti quando, come spesso accade, oggetto di contestazione è un derivato regolato da un *master agreement* ISDA che rinvia la competenza alla legge e alle corti inglesi. Qui si inseriscono le conclusioni raggiunte con la

recente sentenza dell'High Court of Justice del 14 Ottobre che si rivelano importanti per due ordini di ragioni. In primo luogo e nella prospettiva di un mercato dominato dalla presenza dei contratti standard ISDA, vista la loro funzione, il *judgment* in parola contribuisce alla stabilità delle regole che definiscono la speculatività o meno di questi strumenti finanziari. Per altro verso, la decisione del giudice inglese riconosce che i criteri individuati dalla giurisprudenza domestica per stabilire quando un derivato è speculativo si prestano ad una applicazione più ampia che non si limita al nostro ordinamento. Si tratta, infatti, di indici che richiamano i contenuti degli *hedging test* utilizzati sia dalla stessa giurisprudenza inglese, dalla regolamentazione europea e nei criteri contabili internazionali.

Trattandosi di principi che si prestano ad un riconoscimento generale e non limitato al singolo ordinamento, la sentenza di Londra apre una prospettiva di dialogo tra i due ordinamenti facendo continuo riferimento alla giurisprudenza italiana. Questo *modus operandi* è ritenuto dal giudice la risposta più efficace all'esigenza di definire la disciplina di un contratto soggetto alla legge inglese con controparti di diritto italiano.

In conclusione, dal punto di vista interno, la pronuncia dell'High Court of Justice del 14 Ottobre 2022 consolida gli arresti della Corte di Cassazione e nel contempo contribuisce positivamente, almeno per quanto riguarda l'aspetto della speculatività, a definire i contorni della disciplina dei contratti derivati.