

TEORIA E PRATICA DEL DIRITTO

Sez. II - 24. DIRITTO COMMERCIALE

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI
GIOVANNI CARPENZANO
GENNARO GIORDANO

I DERIVATI DI CREDITO

ASPETTI CIVILISTICI, CONTABILI E FISCALI

GIUFFRÈ EDITORE

TEORIA E PRATICA DEL DIRITTO

SEZIONE II: DIRITTO COMMERCIALE

24

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

GIOVANNI CARPENZANO

GENNARO GIORDANO

I DERIVATI DI CREDITO

ASPETTI CIVILISTICI, CONTABILI E FISCALI



GIUFFRÈ EDITORE

MILANO • 2001

INDICE

<i>Prefazione</i>	XIII
-----------------------------	------

Parte I

DEFINIZIONE DELLE PRINCIPALI FATTISPECIE CONTRATTUALI

CAPITOLO I

CREDIT DEFAULT SWAP SEMPLICE

1.1. Descrizione della fattispecie	3
1.2. Atipicità della fattispecie	6
1.3. Definizione del contratto	16

CAPITOLO II

CREDIT DEFAULT SWAP COMPLESSO

2.1. Descrizione della fattispecie	29
2.2. Tecniche di trasferimento del credito: la <i>sub-participation</i>	32
2.3. Atipicità della fattispecie	38
2.4. <i>Credit default swap</i> con surrogazione o con <i>sub-participation</i>	45

CAPITOLO III

CREDIT DEFAULT OPTION

3.1. Descrizione della fattispecie	47
3.2. Tipicità della fattispecie in esame	48
3.3. Definizione del contratto	50

CAPITOLO IV

CREDIT SPREAD SWAP

4.1.	Descrizione della fattispecie	55
4.2.	Riconducibilità della fattispecie in esame al contratto differenziale semplice ed eccezione di gioco	56
4.3.	Definizione del contratto.	63

CAPITOLO V

CREDIT SPREAD OPTION

5.1.	Descrizione della fattispecie	69
------	---	----

CAPITOLO VI

OPZIONE SU ASSET SWAP

6.1.	Descrizione della fattispecie	73
------	---	----

CAPITOLO VII

TOTAL RATE OF RETURN SWAP

7.1.	Descrizione della fattispecie	81
7.2.	Atipicità del contratto in esame.	85
7.3.	Definizione del contratto.	93

CAPITOLO VIII

CREDIT-LINKED NOTE

8.1.	Descrizione della fattispecie	97
------	---	----

Parte II**PROFILI CONTABILI**

CAPITOLO I

L'ANALISI CONTABILE DEI DERIVATI CREDITIZI

1.1.	Premessa	107
------	--------------------	-----

1.2.	Campo di indagine e strumenti d'analisi	109
1.3.	Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma	111
1.4.	Il principio della destinazione funzionale	113
1.5.	Il principio della scomposizione dei prodotti strutturati	116
1.6.	L'inquadramento contabile dei derivati su crediti	118

CAPITOLO II

CREDIT DEFAULT SWAP

2.1.	Premessa	127
2.2.	<i>Banking book</i>	129
2.2.1.	Acquisto di protezione con regolamento monetario variabile (<i>cash settlement</i>)	129
2.2.2.	Vendita di protezione con regolamento monetario variabile (<i>cash settlement</i>)	139
2.2.3.	Acquisto di protezione con regolamento monetario fisso (<i>binary payout</i>)	142
2.2.4.	Vendita di protezione con regolamento monetario fisso (<i>binary payout</i>)	144
2.2.5.	Acquisto di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	144
2.2.6.	Vendita di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	146
2.3.	<i>Trading book</i>	147
2.3.1.	Acquisto di protezione con regolamento monetario variabile (<i>cash settlement</i>)	148
2.3.2.	Vendita di protezione con regolamento monetario variabile (<i>cash settlement</i>)	154
2.3.3.	Acquisto di protezione con regolamento monetario fisso (<i>binary payout</i>)	158
2.3.4.	Vendita di protezione con regolamento monetario fisso (<i>binary payout</i>)	159
2.3.5.	Acquisto di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	160
2.3.6.	Vendita di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	162

CAPITOLO III

TOTAL RATE OF RETURN SWAP

3.1.	Premessa	163
------	--------------------	-----

3.2.	<i>Banking book</i>	165
3.2.1.	Acquisto di protezione (<i>total return payer</i>)	165
3.2.2.	Vendita di protezione (<i>total return receiver</i>)	182
3.3.	<i>Trading book</i>	191
3.3.1.	Acquisto di protezione (<i>total return payer</i>)	192
3.3.2.	Vendita di protezione (<i>total return receiver</i>)	207

CAPITOLO IV

CREDIT SPREAD OPTION

4.1.	Premessa	213
4.2.	<i>Banking book</i>	215
4.2.1.	Acquisto di protezione con regolamento monetario (<i>cash settlement</i>)	216
4.2.2.	Acquisto di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	223
4.2.3.	Vendita di protezione con regolamento monetario (<i>cash settlement</i>)	225
4.2.4.	Vendita di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	229
4.3.	<i>Trading book</i>	229
4.3.1.	Acquisto di protezione con regolamento monetario (<i>cash settlement</i>)	230
4.3.2.	Acquisto di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	234
4.3.3.	Vendita di protezione con regolamento monetario (<i>cash settlement</i>)	236
4.3.4.	Vendita di protezione con consegna fisica (<i>physical settlement</i>) del titolo (<i>deliverable obligation</i>)	240

CAPITOLO V

CREDIT SPREAD SWAP

5.1.	Premessa	241
5.2.	Trattamento contabile	242

CAPITOLO VI

CREDIT-LINKED NOTE

6.1.	Premessa	245
6.2.	Emissione di <i>credit-linked notes</i>	247

6.3.	Acquisto di <i>credit-linked notes</i>	248
6.3.1.	<i>Banking book</i>	248
6.3.2.	<i>Trading book</i>	258

CAPITOLO VII

INFORMATIVE DI BILANCIO E SEGNALAZIONI DI VIGILANZA

7.1.	Premessa	267
7.2.	Le informative di bilancio	268
7.3.	Le segnalazioni di vigilanza	275

Parte III

PROFILI TRIBUTARI

CAPITOLO I

PREMESSA	285
--------------------	-----

CAPITOLO II

I DERIVATI DI CREDITO

NELLA DETERMINAZIONE DEL REDDITO D'IMPRESA

2.1.	I derivati di credito e la valutazione dei crediti	289
2.1.1.	Cenni sulla valutazione dei crediti	289
2.1.2.	I derivati di credito appartenenti al <i>banking book</i> del <i>protection seller</i>	292
2.1.3.	I derivati di credito appartenenti al <i>banking book</i> del <i>protection buyer</i>	293
2.1.4.	La rivalutazione dei derivati di credito	302
2.2.	I derivati di credito e l'art. 103- <i>bis</i> del TUIR	303
2.2.1.	Ambito soggettivo	304
2.2.2.	Ambito oggettivo	305
2.2.3.	Criteri di valutazione	312
2.2.4.	Il principio di coerente valutazione	319
2.3.	Le <i>credit-linked notes</i>	322

CAPITOLO III

I DERIVATI DI CREDITO
NELL'IVA E NELL'IMPOSTA DI REGISTRO

3.1.	L'imposta sul valore aggiunto	331
3.2.	L'imposta di registro	338

ALLEGATO

TRADUZIONE ITALIANA DELLE 1999 ISDA
CREDIT DERIVATIVES

1.1.	Introduzione alle « Definizioni » dei Contratti Derivati di Credito ISDA 1999.	343
1.2.	1999 ISDA Contratti Derivati di Credito. Definizioni	355
	<i>Indice dei termini</i>	443

La Parte I e la prefazione sono state curate dall'Avv. Francesco Caputo Nasseti, Condirettore Centrale della Banca Commerciale Italiana, Milano e Vice direttore generale di Banca Intesa, Milano. L'Avv. Caputo Nasseti è membro della *Joint Task Force* creata dalla *British Bankers' Association*, dalla *Swaps and Derivatives Association (ISDA)* e dalla *London Investment Bankers' Association* con lo scopo di collaborare con le autorità di vigilanza dei principali paesi per definire il trattamento regolamentare dei credit derivatives. È, inoltre, docente a contratto di Istituzioni di Diritto Privato presso la Università Commerciale L. Bocconi, Milano.

La Parte II è stata curata dal Dott. Gennaro Giordano, Direttore Responsabile della Divisione Bilanci e Segnalazioni di Vigilanza del Servizio Vigilanza sugli Enti Creditizi della Banca d'Italia, Roma.

La Parte III è stata curata dal Dott. Giovanni Carpenzano, Responsabile della Direzione Consulenza Fiscale di Banca Intesa e Direttore responsabile dell'Ufficio Tributario della Banca Commerciale Italiana, Milano. Il Dott. Carpenzano è membro della Commissione Tecnica Tributaria dell'Associazione Bancaria Italiana e del Comitato di Fiscalità Finanziaria costituito presso il CERTI - Università L. Bocconi.

Le opinioni espresse dagli autori non coinvolgono e non impegnano in alcun modo le Istituzioni di appartenenza.

RINGRAZIAMENTI

L'Avv. Francesco Caputo Nasseti desidera ringraziare il Dott. Antonello Pezzopane per la collaborazione prestata durante la stesura del proprio lavoro e per la traduzione italiana delle *1999 ISDA Credit Derivatives Definitions*.

Il Dott. Gennaro Giordano desidera ringraziare il Dott. Carlo Calandrini ed il Dott. Antonio Renzi per le utili osservazioni formulate nella stesura del lavoro.

Naturalmente gli autori restano responsabili di ogni eventuale errore contenuto nel lavoro.

PREFAZIONE

I contratti derivati di credito (*credit derivatives*) rappresentano l'ultima generazione di derivati finanziari. Sebbene i primi *credit derivatives* siano stati finalizzati già negli anni ottanta, è solamente a partire dalla metà degli anni novanta che tali strumenti hanno avuto uno sviluppo esponenziale, passando da volumi di contratti in essere nel 1997 pari a \$ 70 miliardi, a stime per fine 2000 di circa \$ 1.000 miliardi.

L'utilizzo crescente di tali nuovi derivati è dovuto al fatto che essi consentono di isolare il rischio di credito dall'attività sottostante e di trattarlo a tutti gli effetti come una *commodity*, alla stessa stregua delle valute, dei tassi di interesse, dei metalli preziosi, dei cereali, ecc.

Il rischio di credito rappresenta la maggiore componente di incertezza dei mercati finanziari, di gran lunga superiore rispetto al rischio di tasso o di cambio, e l'aver individuato uno strumento che ne consenta una gestione efficace fa capire l'enorme potenzialità di tale categoria di derivati.

In estrema sintesi, attraverso tali contratti è possibile trasferire il rischio di credito senza effettuare materialmente il trasferimento dell'attivo sottostante (che può essere rappresentato da un prestito, da un titolo obbligazionario, da un'esposizione derivante da altri contratti derivati quali un *interest rate swap* o un'opzione, dall'emissione di garanzie e da qualsiasi altro tipo di esposizione creditizia quale, ad esempio, un contratto di fornitura di merce o di locazione di immobili).

Mediante tale strumento si evitano le a volte complesse procedure di cessione (basti pensare, per la cessione del credito, alla necessità di ottenere il consenso dal debitore

ceduto oppure di notificare allo stesso l'avvenuta cessione). Inoltre, con i derivati di credito è possibile coprire, allo stesso tempo, differenti esposizioni creditizie, senza doverle esplicitamente indicare nel contratto (vengono, infatti, indicate classi di attivo, ad esempio, finanziamenti, titoli obbligazionari oppure qualsiasi esposizione creditizia che presenti determinate caratteristiche), aspetto, questo, che dimostra l'elevata elasticità dello strumento, che può, pertanto, essere utilizzato a fronte di differenti classi di attivo. Questo non è possibile con una normale garanzia bancaria o contratto assicurativo dove, in genere, viene coperta un'esposizione specifica.

Quanto detto, indica come i principali operatori in questo mercato siano i più diversi: dalle banche commerciali (i principali utilizzatori), alle banche di investimento, alle società assicurative, ai fondi, alle società industriali e commerciali, ognuno con motivazioni differenti, ma con un fine comune, e cioè, la copertura o l'assunzione di un rischio di credito.

Per le banche i derivati di credito rappresentano un importante strumento per gestire il rischio di credito in modo efficiente ed ottimale, consentendo di coprire posizioni di rischio non gradite e/o di ridurre esposizioni verso nominativi con i quali queste hanno raggiunto dimensioni troppo elevate, permettendo di migliorare la relazione diretta con il cliente.

Inoltre, la conclusione di un contratto derivato di credito non comporta la violazione della clausola di *confidentiality* presente, di norma, nei contratti di finanziamento, che prevede un obbligo di riservatezza per il creditore circa gli elementi del finanziamento stesso.

È probabile che tali necessità di copertura si accentuino sempre di più in futuro, a causa dei processi di consolidamento bancario ed industriale che fanno sì che le esposizioni su di un singolo nominativo o gruppo possano raggiungere, in alcuni casi, dimensioni eccessive, sia per quanto riguarda il rischio massimo ragionevolmente assumibile, sia per quanto riguarda i limiti imposti dalle autorità di vigilanza bancaria, volti a contenere i rischi di instabilità delle banche relativi alla

concessione di finanziamenti rilevanti su di un singolo nominativo in rapporto al patrimonio di vigilanza.

Mediante i derivati di credito è, anche, possibile diversificare il portafoglio rischi attraverso l'assunzione di esposizioni nei confronti di nominativi o paesi nei cui confronti non è facile avere una relazione diretta oppure dove non si è presenti geograficamente. Tale diversificazione è realizzabile anche con strumenti tradizionali, come, ad esempio, l'acquisto di titoli obbligazionari, ma comporta l'assunzione di costi inscindibili e di rischi di diversa natura (rischi sui tassi, sui cambi, sulla custodia dei titoli, sul costo della raccolta e altri simili). Inoltre, gli strumenti tradizionali hanno un limitato utilizzo a causa sia della segmentazione dei mercati, nel senso del limitato accesso a certe controparti e per la presenza di ritenute alla fonte o di vincoli valutari, sia per le inefficienze che comportano certi strumenti, come, ad esempio, i prestiti illiquidi o i titoli con basso flottante, in termini di prezzo, rendimento e liquidabilità.

Altro fondamentale utilizzo dei derivati di credito, da parte delle banche, è legato ad un'attiva ed efficiente gestione del capitale regolamentare. Come noto le autorità di vigilanza bancaria hanno stabilito che le banche devono mantenere un capitale regolamentare minimo, a fronte della propria attività, che viene calcolato in base alle differenti tipologie di operazioni in essere. L'uso dei derivati di credito consente di liberare capitale regolamentare in quanto il rischio di credito è traslato sul venditore di protezione che si assume il rischio finale. Ad esempio, nel caso in cui il venditore di protezione sia un soggetto bancario appartenente ad uno stato membro dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), il capitale regolamentare imposto alla banca compratrice di protezione che detiene l'attivo garantito è ridotto in maniera considerevole (in genere ad un quinto).

Su quest'ultimo aspetto è necessario rilevare che a partire dal 1998 l'utilizzo dei derivati di credito ha permesso la strutturazione e la realizzazione di operazioni di cartolarizza-

zione sintetica da parte di numerose tra le principali banche internazionali grazie ai diversi vantaggi che queste strutture offrono. Tra essi è utile menzionare la mancata cessione degli attivi, che consente una più rapida negoziazione ed un contenimento dei costi amministrativi e legali, un minore costo della struttura, soprattutto per quelle banche che possono ottenere la raccolta sul mercato a condizioni vantaggiose e che effettuano operazioni di cartolarizzazione per motivi regolamentari o per l'ottimizzazione del rischio di credito, ed, infine, una maggiore elasticità della struttura.

È ragionevole prevedere che in futuro si assisterà sempre di più ad una migrazione delle operazioni di cartolarizzazione dalle strutture classiche, che prevedono l'effettiva cessione dell'attivo, a quelle sintetiche, come dimostrano le seguenti cifre. Nei primi sei mesi del 2000 le operazioni pubbliche di cartolarizzazione sintetica hanno avuto un volume complessivo di circa 20 miliardi di dollari, pari al volume di tutto il 1999.

Inoltre, proprio grazie alla particolare natura di questi strumenti, che consentono di isolare il rischio di credito dallo strumento giuridico che vi ha dato origine, il rischio di credito è trattato a tutti gli effetti come un bene fungibile ed è, quindi, oggetto di *trading*. Tale attività è stata supportata da una documentazione che è andata sempre di più standardizzandosi grazie anche all'intervento della *International Swaps and Derivatives Association* che, nel 1999, ha pubblicato definizioni standard dei derivati di credito (1999 *Credit Derivatives Definitions*) così com'era stato fatto in passato per altri strumenti derivati.

L'attività di *trading* viene, principalmente, svolta dalle banche commerciali e dalle banche d'investimento che, prendendo delle *view* sul rischio di credito, speculano sui movimenti degli *spread* (un miglioramento creditizio è sinonimo di restringimento dei margini, mentre un peggioramento creditizio causa un allargamento dei margini). Questa attività è coadiuvata dalla presenza, sul mercato, di *brokers* che mettono in contatto diverse controparti utilizzando anche *internet*.

Questo tipo di attività permette di rendere liquido il rischio di credito sottostante e, di riflesso, rende maggiormente liquidi i mercati finanziari.

Le società assicurative rappresentano un altro importante attore di questo mercato, in quanto i derivati di credito consentono ad esse di diversificare il proprio portafoglio rischi e di assumere esposizioni verso settori commerciali dove istituzionalmente tali società sono assenti.

Questi strumenti permettono, anche, di isolare diverse componenti di rischio: ad esempio, in un portafoglio di crediti è possibile creare una prima perdita (costituita dalle prime insolvenze del portafoglio di crediti), generalmente, assunta da fondi speculativi alla ricerca di elevati rendimenti, ed una seconda perdita (costituita dalle insolvenze successive di quel medesimo portafoglio). Queste strutture sono presenti, di solito, nelle operazioni di cartolarizzazione sintetica. Il rischio insito nella seconda perdita (chiamata, generalmente, *super senior* a sottolineare la sua bassa rischiosità) è anche definito come rischio a fronte di un evento « catastrofico », cioè altamente remoto. Tale tipologia di rischio è particolarmente gradita alle società assicurative che svolgono, pertanto, in questo settore, un ruolo importante.

I fondi di investimento hanno nei derivati di credito un importante strumento per modellare il profilo rischio/scadenza dei portafogli amministrati, ottenendo, anche, significativi miglioramenti di rendimento.

Infine, altri attori di questo mercato sono le società industriali e commerciali. Queste utilizzano i derivati di credito per differenti finalità, quali, ad esempio, la copertura di rischi paese derivanti da operazioni di esportazione, la copertura di rischi commerciali verso nominativi primari nei cui confronti l'esposizione è troppo elevata, le operazioni di cartolarizzazione sintetica sul portafoglio commerciale oppure come strumento di investimento, principalmente, per la liquidità a breve dell'azienda.

Da questa breve panoramica emerge come i derivati di

credito siano uno strumento estremamente flessibile ed indispensabile per un'attiva ed efficiente gestione del rischio di credito oltre che un importante strumento di investimento.

La presenza della componente « rischio di credito », in pressoché qualsiasi posizione creditoria, fa sì che i derivati di credito adempiano ad una funzione indispensabile per realizzare un'attenta gestione dei rischi oltre che consentirne una valutazione fino a qualche anno fa impensabile. Inoltre, la complessità dello strumento, abbinato alla differente natura degli attivi da cui trae origine il rischio di credito, fa sì che in questi anni abbiamo assistito ad una rapida e continua evoluzione di tali prodotti, evoluzione che ci si aspetta prosegua anche in futuro.

Concludendo, se si tiene in considerazione il fine istituzionale delle banche centrali, e cioè assicurare la stabilità degli intermediari finanziari, e si pone mente al fatto che una delle principali cause d'insolvenza di essi è costituita da situazioni di illiquidità, intese come una momentanea incapacità a convertire attività in mezzi liquidi, si comprende, immediatamente, come i derivati di credito, rendendo liquido, o più liquido, il portafoglio degli intermediari finanziari, contribuiscono, anche, al raggiungimento del fine istituzionale delle banche centrali. Questo è un aspetto che forse, prima e più degli altri sin qui esposti, deve far riflettere sulla portata innovativa di tali contratti e sulla meritevolezza di protezione giuridica degli interessi perseguiti attraverso essi.