

I derivati di credito e i gestori del risparmio: fondi comuni, fondi pensione, assicurazioni

Le norme che regolano gli investimenti dei fondi pensione, delle assicurazioni e dei fondi comuni non contemplano, per quanto siano di recente istituzione, espresse previsioni per i contratti derivati di credito. Peraltro, sotto l'egida di tale espressione si celano fattispecie tipiche e comuni ampiamente utilizzate, a volte semplicemente arricchite di condizioni sospensive. L'ammissibilità di investimenti in tali prodotti va, pertanto, verificata non in base al nomen dei contratti, bensì alla luce dell'analisi giuridica della fattispecie. Eseguito tale esame si tratta di applicare in maniera sistematica le norme che regolano gli investimenti.

Francesco Caputo Nasseti
Banca Commerciale Italiana

1 L'utilizzo di credit derivative da parte di fondi comuni

Il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, noto come Testo Unico della finanza, innova profondamente nel settore della gestione collettiva del risparmio. Gli interventi operati sono ispirati alla razionalizzazione e omogeneizzazione della previgente normativa e alla delegificazione della regolamentazione dell'attività delle società di gestione del risparmio¹.

La precedente normativa sui fondi comuni di investimento mobiliare risale alla legge 23 marzo 1983, n. 77. Data la rigidità del sistema, furono necessarie nuove leggi per consentire l'introduzione di altre forme di investimento collettivo. Il d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84 ha introdotto le società di investimento a capitale variabile (Sicav), le leggi 14 agosto 1993, n. 344 e 25 gennaio 1994, n. 86² hanno introdotto i fondi di tipo chiuso aventi ad oggetto, rispettivamente, valori mobiliari e beni immobili.

La precedente normativa era caratterizzata da un'elevata frammentazione e rigidità, in quanto disciplinava in modo puntuale non solo i soggetti, ma anche i prodotti in cui i soggetti potevano investire. Tale quadro normativo rendeva difficoltoso lo sviluppo di nuovi prodotti di gestione e, conseguentemente, diminuiva il grado di competitività del settore dei servizi finanziari domestici rispetto ai concorrenti esteri.

Il Testo Unico riscrive l'intera normativa dei fondi comuni di investimento – mobiliari aperti, mobiliari chiusi e immobiliari chiusi – con la creazione della società di gestione del risparmio, quale gestore unico, sia di risparmio collettivo sia individuale.

La nuova disciplina estende in misura rilevante le possibilità operative delle società di gestione e delle Sicav, essendo il loro campo di attività non più limitato all'investimento in valori mobiliari o immobiliari (attraverso i fondi chiusi), ma esteso anche ai crediti e a tutti i beni mobili e immobili (lettera n. 2, art. 1 del Testo Unico).

L'art. 37 attribuisce a un regolamento del ministero del Tesoro il compito di stabilire le modalità operative dei nuovi fondi e Sicav, nonché i beni e i valori in cui essi possono investire. La delegificazione, attuata dal Testo Unico con la mira di rendere più flessibile la normativa, scaturisce dalla affermazione del generale principio di libertà operativa nell'attività di investimento³.

Il regolamento, non ancora emanato, ha una importanza determinante nel nuovo sistema normativo, dipendendo da esso la determinazione dei nuovi confini di investimento.

Al contrario, in base alla attuale normativa⁴, i fondi comuni possono investire, entro limiti stabiliti in percentuale sul totale delle attività del fondo, in diversi valori mobiliari, tra i quali: a) obbligazioni che non siano ammesse alla quotazione uf-

¹ A. Cinque, *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 283 ss.

² Modificata con l. 29 novembre 1995, n. 503, di conversione del d.l. 26 settembre 1995, n. 406, e dalla l. 23 dicembre 1996, n. 662.

³ F. Recine, «La gestione collettiva del risparmio», in L. Lacaita, V. Napoleoni, (a cura di), *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, p. 41.

⁴ Banca d'Italia, Circolare 21 ottobre 1993, n. 188, *Istruzioni di vigilanza per gli organismi di investimento collettivo del risparmio* (regolamentazione degli investimenti del fondo comune, capitoli XIII e XIV). Cfr. Appendice normativa n. 5.

ficiale di una borsa valori o alla negoziazione nei mercati regolamentati, e b) valori mobiliari aventi requisiti di trasferibilità, liquidità, ed esatta valutabilità, quali, ad esempio, certificati di deposito emessi da enti creditizi, accettazioni bancarie, commercial paper e polizze di credito commerciale.

Inoltre, possono acquistare e vendere su mercati non regolamentati (Over the counter) opzioni put su titoli obbligazionari quotati, con il limite che le vendite di opzioni possono effettuarsi soltanto al fine di chiudere posizioni di segno opposto in essere.

In tale ambito, appare possibile al fondo investire in credit-linked note⁵, le quali possono presentarsi sia nella forma di obbligazione quotata sui mercati ufficiali, sia come obbligazione non quotata, sia come certificato di deposito emesso da ente creditizio, sia come note. Devono, ovviamente, essere rispettati i citati requisiti di trasferibilità, liquidità ed esatta valutabilità. La credit-linked note è, di norma, liberamente trasferibile e la liquidità dello strumento è offerta in primis dal soggetto emittente (nel caso sia una banca) o dal soggetto che ne cura l'emissione (nel caso si utilizzi uno special purpose vehicle). L'esatta valutabilità è rappresentata dalla valutabilità dell'obbligazione di riferimento (che non necessariamente coincide con il fatto che il titolo sia quotato⁶). L'esatta valutabilità non deve essere ristretta al solo titolo quotato ma si deve ritenere che sia presente quando esiste una metodologia oggettiva di valutazione dell'investimento. Certamente per un titolo quotato la valutabilità è più facilmente individuabile, mentre può essere più complessa la metodologia di valutazione di titoli non quotati (ma non per questo non «esattamente valutabili»).

I fondi dovrebbero considerarsi autorizzati a entrare in credit default swap complessi⁷ – nella qualità di venditori di protezione – che abbiano quale deliverable obligation un titolo quotato (e anche non quotato, entro il limite del 10% del totale delle attività). Se, infatti, i fondi possono acquistare a termine titoli (quotati e non) non si comprenderebbe un divieto ad acquistare a termine subordinatamente al verificarsi di una condizione (il credit event).

Similarmente, i fondi dovrebbero considerarsi autorizzati a entrare in credit default swap complessi – nella qualità di ac-

quirenti di protezione – che abbiano quale deliverable obligation un titolo come sopra descritto.

Appare altrettanto possibile, con il citato limite, acquistare o vendere credit default put option su titoli obbligazionari quotati. Infatti, essendo autorizzati a acquistare o vendere – su mercati non regolamentati – opzioni put su titoli obbligazionari quotati, possono negoziare opzioni che si distinguono da quelle autorizzate soltanto per il fatto che l'esercizio è subordinato al verificarsi di un credit event. Tale opzione risulta, ovviamente, meno rischiosa rispetto a quella autorizzata.

2 L'utilizzo da parte di fondi pensione

L'attività dei fondi pensione è regolata dal d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124⁸ e dal decreto del ministro del Lavoro n. 703 del 21 novembre 1996. Con l'introduzione del Testo Unico della finanza, l'istituzione e la gestione dei fondi pensione è anche demandata alle società di gestione del risparmio⁹.

Le disponibilità dei fondi possono essere investite: a) in titoli di debito, b) in titoli di capitale, c) in parti di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm), d) in quote di fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari chiusi, e) in liquidità¹⁰.

Per «titoli di debito» si intendono «1) i titoli emessi da Stati o da organismi internazionali; 2) le obbligazioni, anche convertibili in azioni; 3) i certificati di deposito; 4) i certificati di investimento; 5) le cambiali finanziarie, 6) altri strumenti finanziari, diversi da quelli assicurativi, che prevedono a scadenza la restituzione del capitale»¹¹.

La «liquidità» è definita come «i titoli del mercato monetario ovvero altri titoli di debito con vita residua non superiore a sei mesi, aventi requisiti di trasferibilità ed esatta valutabilità, ivi compresi i depositi bancari a breve»¹².

I fondi pensione, inoltre, possono effettuare operazioni in contratti derivati¹³. «Ai fini del regolamento», per contratti derivati si intendono «1) i contratti future su strumenti finanziari, tassi di interesse, valute e relativi indici; 2) i contratti di scambio a pronti e a termine (swap) su tassi di interesse, valute e indici; 3) i contratti di opzione per acquistare

5 F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati di credito – Profili civilistici e regolamentari*, Milano, 1998, p. 77.

6 Esistono, infatti, titoli quotati per i quali non sono disponibili elementi per la loro valutazione a causa, ad esempio, della loro totale illiquidità e titoli non quotati che possono essere facilmente valutabili.

7 F. Caputo Nasseti, op. cit., p. 37.

8 Il decreto è intitolato «Disciplina delle forme pensionistiche complementari, a norma dell'art. 3, comma 1, lettera v, della legge 23 ottobre 1992, n. 421». Il decreto è stato sostanzialmente modificato con la legge 8 agosto 1995, n. 335. Per una prima analisi della disciplina v. A.D. Candian, *I fondi pensione*, Milano, 1998; AA.VV., *La gestione dei fondi pensione*, Bancaria Editrice, Roma, 1998.

9 Art. 33, secondo comma, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

10 Art. 3, primo comma e secondo comma, lett. b, Reg. cit.

11 Art. 1, primo comma, lett. a, Reg. cit.

12 Art. 1, primo comma, lett. f, Reg. cit.

13 Art. 3, secondo comma, lett. c, Reg. cit.

o vendere titoli di debito, titoli di capitale e altri strumenti finanziari, contratti future o swap, indici, valute e tassi di interesse»¹⁴.

La normativa pone criteri generali di gestione e limiti alla attività di investimento¹⁵. I criteri stabiliscono che il fondo pensione operi in modo che le proprie disponibilità siano gestite in maniera sana e prudente avendo riguardo agli obiettivi di: a) diversificazione degli investimenti; b) efficiente gestione del portafoglio; c) diversificazione dei rischi, anche di controparte; d) contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo; e) massimizzazione dei rendimenti netti¹⁶.

In particolare, le operazioni in contratti derivati possono essere effettuate nel rispetto dei principi sopra indicati, purché siano riconducibili a una delle seguenti tipologie: a) operazioni che generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato; b) operazioni che eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato; c) operazioni che assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi; d) operazioni che assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti¹⁷.

Quanto sopra rappresenta il quadro normativo rilevante per i fondi pensione in materia di contratti derivati.

Orbene, i contratti derivati di credito¹⁸ non solo soddisfano in pieno i citati criteri di gestione ma rappresentano i migliori strumenti per il loro soddisfacimento. Infatti:

- essi costituiscono la forma più efficiente di diversificazione esistente;
- hanno costi di transazione e di gestione inferiori ad ogni altro tradizionale strumento finanziario;
- consentono di massimizzare i rendimenti netti, offrendo spesso un rendimento maggiore rispetto ad altri strumenti finanziari che comportano gli stessi rischi.

Inoltre, i contratti derivati di credito rispettano gli specifici limiti posti in relazione ai contratti derivati: a) generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella ri-

sultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato; b) eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato; c) assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi; d) assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti¹⁹.

Peraltro, appaiono evidenti le discrasie tra la normativa dettata per i fondi comuni e le definizioni contenute nel regolamento in esame per i fondi pensione.

Ad esempio, la presente definizione di titoli di debito differisce dalla lista delle posizioni che la Banca di Italia considera – per le banche – «ai fini del calcolo del rischio di posizione dei titoli di debito»²⁰ e dalla definizione estrapolabile da tale lista.

In particolare, la definizione di «contratti derivati» appare più ristretta rispetto a quella fornita dalla Banca d'Italia²¹ e a quella di «strumenti finanziari derivati» presente nel Testo Unico della finanza²². Ad esempio, la normativa sui fondi pensione si presenta con un *numerus clausus* di contratti derivati, mentre quella bancaria appare chiaramente aperta²³; non menziona – e, quindi, esclude – i future su merci; sembra escludere, a meno di considerare il termine «contratti future» come «contratti a termine», i contratti a termine collegati a tassi di interesse, a valute e ai relativi indici²⁴.

Le difformità sopra evidenziate non sono di ostacolo all'interprete, in quanto è necessario prescindere dal *nomen* delle categorie degli strumenti finanziari, le quali sono formate tenendo in considerazione essenzialmente elementi o caratteristiche economiche e finanziarie e non giuridiche.

Oltre al *nomen* delle categorie, anche quello dei contratti risulta spesso fuorviante. È noto che esistono diverse fattispecie contrattuali, tutte note con il termine swap, che rappresentano contratti giuridicamente diversi, alcuni tipici e altri atipici. L'analisi ermeneutica si basa sulla natura giuridica del contratto, prescindendo dal suo *nomen*.

Così operando, le credit default option, le credit spread option, e le opzioni su asset swap possono rientrare letteralmente nel novero dei contratti derivati così come definiti «ai fini

¹⁴ Art. 1, primo comma, lett. c, Reg. cit.

¹⁵ Art. 2 – 6, Reg. cit.

¹⁶ Art. 2, primo comma, Reg. cit.

¹⁷ Art. 5, primo comma, Reg. cit.

¹⁸ F. Caputo Nassetti, op. cit.

¹⁹ Art. 5, primo comma, Reg. cit.

²⁰ Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo LXI.8, Sezione I e III.

²¹ La definizione di contratti derivati prevista per il portafoglio immobilizzato (Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo XII, Parte Seconda, Sezione I, punto 3) differisce leggermente da quella fornita per il portafoglio non immobilizzato (Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza

per gli enti creditizi, Capitolo LXI, Sezione I, punto 3).

²² Cfr. art. 1, terzo comma.

²³ Le definizioni di «contratti derivati» fornite dalla Banca di Italia, ad esempio, contengono un «eccetera» alla fine della elencazione non esaustiva delle fattispecie (Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo XII, Parte Seconda, Sezione I, punto 3; Capitolo LXI, Sezione I, punto 3).

²⁴ La definizione di contratti derivati ai fini del regolamento dei fondi pensione comprende tre gruppi di contratti riconducibili rispettivamente ai contratti future, ai contratti di scambio a pronti e a termine (swap) e contratti di opzione. Il contratto a termine non è un contratto di opzione, né un contratto di scambio a pronti e a termine (swap). Il contratto future rientra tra i contratti a termine, ma non è vero il contrario, cioè che i contratti a termine rientrano nel contratto future.

del regolamento» sui fondi pensione. Le opzioni su asset swap e le credit default option rientrano nella nozione di cui al punto 3 della lettera c), comma 1 dell'art. 1, Regolamento, essendo «contratti di opzione per acquistare o vendere titoli di debito». Le credit spread option rientrano nella stessa nozione essendo «contratti di opzione su indici» (cioè i margini che esprimono la qualità creditizia di un ente di riferimento).

I credit default swap complessi, qualora siano contratti di compravendita la cui esecuzione è condizionata a un credit event²⁵ e abbiano come deliverable obligation un titolo di debito, possono essere ricompresi nelle attività ammesse di acquisto di titoli di debito.

Per quanto riguarda le credit-linked note, sono comprese soltanto quelle cosiddette «a capitale garantito», che prevedono a scadenza la restituzione del capitale. L'esclusione delle credit-linked note che non siano a capitale garantito, probabilmente, non è voluta (fosse soltanto perché le note *de qua* non erano diffuse al momento della redazione della norma) ma è una conseguenza del tenore della norma, in realtà scritta per prevenire investimenti in forme atipiche di investimento. Peraltro, se il fondo pensione può investire in un titolo di debito, non si comprende perché non possa investire in una credit-linked note che rappresenti tale titolo.

Rimarrebbero esclusi i credit default swap semplici. Tale esclusione, peraltro, non appare casuale, in quanto la fattispecie rappresenta quella più rischiosa, dal punto di vista economico, tra i contratti derivati di credito. Al verificarsi del credit event, infatti, il promittente esegue il pagamento senza aver alcuna forma di ricorso o regresso o possibilità di ottenere un recovery value.

3 L'utilizzo da parte delle assicurazioni

I contratti derivati di credito rappresentano uno strumento ideale per la gestione del portafoglio delle imprese di assicurazione, essendo il migliore strumento di diversificazione disponibile.

Il quadro normativo di riferimento va ricercato nell'art. 26, comma 2, lettera a), punto 1 del d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174 e nell'art. 27, comma 2, lettera a), punto 1, del d.lgs. 17 mar-

zo 1995, n. 175, che, rispettivamente per l'assicurazione diretta sulla vita e per l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita, attribuiscono all'Isvap il potere di identificare altri strumenti del mercato monetario e dei capitali ai fini della copertura delle riserve tecniche nonché di indicare i criteri per l'utilizzazione e la valutazione di strumenti derivati, quali option, future, swap in relazione agli attivi che coprono le riserve tecniche.

L'Isvap ha emesso il provvedimento n. 297 del 19 luglio 1996 recante le disposizioni in materia di utilizzo di strumenti finanziari derivati. La portata del provvedimento in realtà è più ampia rispetto a quanto previsto nei citati decreti legislativi, in quanto si applica a tutta l'attività in strumenti derivati e non solo a quella effettuata in relazione agli attivi che coprono le riserve tecniche (art. 1, provvedimento citato).

L'Isvap fornisce una definizione di strumenti finanziari nell'art. 2 dello stesso provvedimento secondo il quale per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti finanziari il cui prezzo dipende dal valore di una o più attività o indici sottostanti. In tale categoria rientrano:

- a** i contratti derivati con titolo sottostante (future e option con titolo sottostante, ecc.);
- b** i contratti derivati su valute (domestic currency swap, currency option, ecc.);
- c** i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività (future senza titolo sottostante, interest rate option, forward rate agreement, interest rate swap, ecc.).

Sono assimilati agli strumenti finanziari i contratti che, a prescindere dalla terminologia adottata, presentino caratteristiche tecnico-finanziarie assimilabili a quelle di alcuno dei contratti precedentemente indicati, quali, ad esempio, i contratti di compravendita di valuta a termine.

L'utilizzo degli strumenti derivati da parte delle imprese di assicurazione presuppone, quali requisiti essenziali:

- a** la fissazione di una strategia, tramite apposita deliberazione dell'organo amministrativo competente, relativa all'utilizzo di tali strumenti nell'ambito della complessiva gestione del portafoglio di strumenti finanziari. La deliberazione deve indicare le finalità perseguite con l'utilizzo degli strumenti deri-

²⁵ Con il termine credit default swap complesso si identificano anche altre forme giuridiche, quali il contratto di cessione di credito condizionata a un credit event.

vati, le modalità operative e i limiti di utilizzazione. La predetta deliberazione deve altresì individuare il livello di tolleranza relativo ai rischi gravanti sulle posizioni in strumenti derivati e sul complessivo portafoglio gestito, tenendo conto delle correlazioni esistenti tra gli strumenti medesimi e le attività/passività detenute nonché della complessiva situazione economica, patrimoniale e finanziaria, attuale e prospettica, dell'impresa. Le linee di indirizzo fissate nella deliberazione devono essere scritte e rese note a tutti coloro che operano nell'area degli strumenti derivati.

b L'impiego di persone dotate di una adeguata esperienza e conoscenza nel campo dell'operatività in strumenti derivati.

c La chiara delimitazione delle competenze e delle responsabilità in ordine alla gestione delle operazioni in argomento e dei rischi connessi.

d L'esistenza di un adeguato sistema di misurazione e gestione dei rischi gravanti sul portafoglio, tenuto conto delle passività detenute. In particolare, deve essere previsto lo svolgimento di analisi periodiche di sensibilità al fine di verificare la reattività del portafoglio di fronte a modifiche delle variabili fondamentali di mercato nonché l'affidabilità delle tecniche di copertura. È inoltre necessario che l'organo amministrativo competente venga informato, secondo cadenze fissate in base alla complessità della gestione del portafoglio, dell'esposizione individuale di importo rilevante, tenuto conto delle correlazioni con gli altri strumenti finanziari in portafoglio.

e L'adozione di un adeguato sistema di registrazioni giornaliere che consenta la continua misurazione delle posizioni.

f L'esistenza di un adeguato sistema di controllo interno atto a permettere la verifica della coerenza fra le operazioni effettuate e la strategia prefissata. A tal fine, è essenziale la presenza di un accurato, esauriente e tempestivo flusso di informazioni alla direzione generale.

g L'indipendenza degli incaricati del controllo sull'utilizzo degli strumenti derivati rispetto ai soggetti preposti alla funzione finanziaria.

La deliberazione di cui al punto a) deve formare oggetto di comunicazione al collegio sindacale, il quale, nell'ambito della propria attività di controllo, deve verificare la coerenza del

complesso delle operazioni effettuate su strumenti derivati con le linee di indirizzo fissate dall'impresa di assicurazioni in ottemperanza con il provvedimento in esame.

L'Isvap stabilisce anche i criteri generali per l'utilizzo degli strumenti derivati (art. 4, provv. cit) e le condizioni per il loro utilizzo a copertura delle riserve tecniche (art. 5, provv. cit.).

L'utilizzo degli strumenti derivati deve essere coerente con i principi di sana e prudente gestione. In via generale, l'esposizione ai rischi di mercato ottenuta con l'utilizzo di strumenti derivati, pur configurandosi secondo profili differenziati, deve essere equivalente a quella raggiungibile operando su strumenti finanziari non derivati secondo modalità e ammontari in linea con una equilibrata e prudente gestione patrimoniale. In ogni caso, le operazioni su strumenti derivati sono ammesse quando:

1 siano effettuate secondo modalità e ammontari coerenti con la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa;

2 non comportino un rischio di investimento nelle sue diverse configurazioni di entità rilevante e comunque l'impresa sia in possesso di un'eccedenza di margine di solvibilità di ammontare prudenzialmente adeguato rispetto al rischio medesimo;

3 il valore complessivo degli impegni e, nel caso di opzioni acquistate, dei premi pagati riconducibili a operazioni non aventi finalità di riduzione del rischio di investimento sia contenuto entro una aliquota non rilevante del totale degli investimenti in strumenti finanziari dell'impresa.

Nel caso in cui gli strumenti derivati non siano negoziati su mercati regolamentati, essi devono essere:

a conclusi con controparti abilitate a effettuare professionalmente tali operazioni e soggette a vigilanza prudenziale a fini di stabilità, ai sensi della normativa nazionale vigente o dell'equivalente regolamentazione dello Stato estero, nonché di sicura affidabilità;

b negoziati su mercati che, pur non regolamentati, offrano adeguate garanzie di liquidazione delle posizioni assunte.

Gli strumenti derivati devono essere «coperti»: l'impresa deve possedere attivi idonei e sufficienti per soddisfare gli impegni nascenti dai contratti. L'utilizzo degli strumenti derivati in relazione agli attivi a copertura delle riserve tecniche è

subordinato a ulteriori condizioni:

a devono essere utilizzati con lo scopo di ridurre il rischio di investimento o di pervenire a una gestione efficace del portafoglio. In particolare:

■ le operazioni di riduzione del rischio di investimento sono quelle effettuate allo scopo di proteggere il valore di singole attività o passività o di insiemi di attività o passività, anche mediante la loro correlazione, da avverse variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato. L'intento di «copertura» deve essere documentato da evidenze interne all'impresa e riscontrabile tecnicamente in virtù di una elevata correlazione tra le caratteristiche finanziarie delle attività/passività coperte e quelle degli strumenti derivati;

■ le operazioni finalizzate a una gestione efficace del portafoglio sono quelle che, nel quadro della gestione degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, sono effettuate allo scopo di raggiungere prefissati obiettivi di investimento in maniera più veloce, più agevole, più economica o più flessibile rispetto a quanto sia possibile operando sugli attivi sottostanti. Tali operazioni non devono generare un incremento significativo del rischio di investimento e, in ogni caso, l'incremento medesimo deve essere equivalente a quello ottenibile operando direttamente sugli attivi sottostanti secondo una equilibrata e prudente gestione del portafoglio. L'intento di «gestione efficace» deve essere documentato da evidenze interne all'impresa e riscontrabile tecnicamente, in virtù di una evidente connessione con gli strumenti finanziari in portafoglio. Rientrano in tale categoria anche le operazioni effettuate esclusivamente per acquisire strumenti finanziari. Le caratteristiche finanziarie di queste ultime operazioni devono evidenziare chiaramente l'intento perseguito.

b Devono mostrare una evidente connessione tecnico-finanziaria con attivi destinati a copertura delle riserve tecniche ovvero da destinare a tale scopo nell'ipotesi di operazioni effettuate per acquisire strumenti finanziari.

c Devono avere valori «sottostanti» costituiti da attivi ammissibili ai fini della copertura delle riserve tecniche in base alla vigente normativa o da indici basati su tale tipologia di attivi.

Le modalità di utilizzo. Il quadro normativo sopra riporta-

to rappresenta il terreno di indagine per verificare in quale misura le imprese di assicurazione possono utilizzare i contratti derivati di credito.

Procederemo confrontando le principali fattispecie di credit derivative con la normativa *de qua* e l'analisi, prescindendo dal *nomen* del contratto, che abbiamo visto essere spesso fuorviante, si baserà sulla natura giuridica dello stesso.

a Sebbene il credit default swap semplice appaia rientrare nella categoria di cui alla lettera c) del comma 1 dell'art. 2 citato (o nel comma 2 dell'art. 2), in quanto è un contratto senza titolo sottostante collegato a un indice (la solvibilità di una reference entity), l'utilizzo dello stesso da parte delle imprese di assicurazione, qualora queste si pongano come venditrici di protezione, non sembra possibile.

Infatti, la promessa di pagamento condizionata al verificarsi del credit event (cioè il credit default swap semplice) crea una esposizione di rischio maggiore rispetto a quella raggiungibile operando su uno strumento finanziario emesso dalla reference entity, in quanto, in caso di insolvenza di quest'ultima, l'impresa di assicurazione si troverebbe priva del recovery value, che, per quanto contenuto, è sempre presente in ogni tradizionale investimento. Ciò sembrerebbe non essere coerente con i principi di sana e prudente gestione, data l'elevata rischiosità del contratto.

Al contrario, l'ammissibilità dell'utilizzo del credit default swap semplice quale strumento per l'acquisto di protezione sembra certa, in quanto crea una posizione – dal punto di vista dell'esposizione al rischio – migliore rispetto a quella ottenibile con una tradizionale garanzia fideiussoria. Infatti, la fideiussione, di norma, prevede il diritto di surrogazione e di regresso, entrambi assenti nel credit default swap semplice, ed è specifica (cioè è necessariamente legata a una specifica obbligazione), mentre il contratto in esame offre una maggiore flessibilità essendo utilizzabile come strumento di protezione per qualsiasi esposizione l'impresa assicurativa abbia nei confronti di una reference entity.

b Per quanto riguarda il credit default swap complesso è necessario distinguere le diverse fattispecie riconducibili a questo *nomen*.

Qualora si tratti di una vendita a termine (acquisto di pro-

tezione) di un titolo obbligazionario, o similare, condizionata a un credit event (negozio indiretto), non sembra possano esistere dubbi circa la sua ammissibilità.

La fattispecie potrebbe rientrare tra i contratti derivati con titolo sottostante di cui alla lettera a) del comma 1 dell'art. 2 cit. o tra i contratti assimilati agli strumenti derivati. Trattandosi di un contratto a termine, il credit default swap complesso potrebbe essere accostato a un future con titolo sottostante – anch'esso contratto a termine – e, quindi, rientrare nell'eccezione di cui alla lettera a) dell'art. 2, oppure essere assimilato agli strumenti derivati con caratteristiche tecnico-finanziarie simili.

Il contratto soddisfa, inoltre, le condizioni poste dalla lettera a.1, b) e c) dell'art. 5 cit.²⁶ per l'utilizzo in relazione alle riserve tecniche. Trattasi, infatti, di un'operazione di riduzione del rischio di investimento in grado di proteggere il valore di singole attività da avverse variazioni dei prezzi di mercato (lettera a.1). Il contratto mostra una evidente connessione tecnico-finanziaria con l'attività protetta (lettera b) e ha un valore sottostante (la deliverable obligation) costituita da un attivo ammesso ai fini della copertura delle riserve tecniche (lettera c).

Parimenti, qualora si tratti di un acquisto a termine (vendita di protezione) di un titolo obbligazionario, o similare, condizionato a un credit event (negozio indiretto), non sembra possano esistere dubbi circa la sua ammissibilità.

Il contratto crea una esposizione ai rischi di mercato tutt'al più equivalente (in realtà minore) a quella raggiungibile operando sul titolo sottostante (art. 4 cit.). Se, infatti, l'impresa di assicurazione acquista a termine un titolo obbligazionario, è tenuta a eseguire il pagamento anche nel caso in cui l'emittente del titolo sia divenuto insolvente prima del termine. Con il credit default swap complesso l'esposizione al rischio di credito è uguale, quella al rischio di interessi è più contenuta, sussistendo soltanto al verificarsi del credit event, e l'impresa di assicurazione incassa un premio, che di norma non incasserebbe in un acquisto a termine.

Inoltre, il contratto *de quo* è annoverabile tra le operazioni finalizzate a una gestione efficace del portafoglio, in quanto consente di raggiungere prefissati obiettivi di investimen-

to in maniera più economica (grazie al premio) rispetto a quanto sia possibile operando con un acquisto non condizionato a termine del sottostante (art. 5, lettera a.2).

Qualora il credit default swap complesso sia una cessione di credito condizionata al verificarsi del credit event, esso può rientrare tra i contratti derivati con titolo sottostante di cui alla lettera a) del comma 1 dell'art. 2 cit. o tra i contratti assimilati agli strumenti derivati. Pur non essendo il prestito, da cui trae origine il cedendo credito, uno strumento finanziario, il contratto derivato sullo stesso appare rientrare in tale concetto. Infatti, non è necessario che l'attività sottostante sia qualificabile come strumento finanziario affinché il contratto, il cui valore deriva da detta attività, sia definito come contratto derivato. Si pensi, ad esempio, ai contratti future su materie prime e prodotti agricoli, i quali non sono strumenti finanziari.

L'acquisto di protezione (l'assicurazione cede il credito in caso di credit event) può attuarsi in tutti i casi in cui l'impresa di assicurazione vanta un credito (si pensi ai crediti derivanti da mutui o prestiti fruttiferi garantiti da ipoteca o da garanzie bancarie o assicurative o da altre idonee garanzie prestate da enti locali territoriali, oppure ai crediti derivanti da cambiali finanziarie, da accettazioni bancarie, da leasing immobiliare, da operazioni pronti contro termine, da depositi bancari, oppure ai crediti verso riassicuratori, intermediari, ecc.)²⁷.

La vendita di protezione attraverso il credit default swap complesso (l'assicurazione è cessionaria in caso di credit event) può attuarsi per quei crediti ammessi tra gli investimenti delle imprese di assicurazione. Se questa è autorizzata a effettuare investimenti rappresentati da crediti di varia natura (e, quindi, ad essere esposta al rischio di insolvenza del debitore), non si vede perché non possa acquistare tale credito attraverso la cessione dello stesso, anche se condizionata a un credit event.

Qualora, invece, il credito che viene ceduto in caso di credit event sia, ad esempio, un prestito bancario, l'ammissibilità del contratto risulta più complessa. Il limite è dato dal fatto che il valore sottostante deve essere costituito da attivi ammissibili ai fini della copertura delle riserve tecniche o da in-

²⁶ La condizione posta dalla lettera a.2 dell'art. 5 in esame si riferisce agli investimenti e non alla riduzione del rischio attinente a un investimento.

²⁷ Isvap, Provvedimento 30 gennaio 1996, *Disposizioni in materia di copertura delle riserve tecniche dell'assicurazione diretta sulla vita*.

dici basati su tale tipologia di attivi (lettera c), art. 5, cit.).

¶ Le considerazioni sopra svolte con riferimento al credit default swap complesso possono ritenersi *mutatis mutandis* per la credit default option. Più in generale, le imprese di assicurazione possono negoziare credit default option nella stessa misura in cui possono negoziare opzioni su titoli o su indici. In definitiva, vendere una credit default put option (vendere protezione) è meno rischioso rispetto alla vendita di una normale opzione, la quale può essere esercitata non solo in caso di insolvenza dell'emittente e del titolo oggetto dell'opzione, ma per qualsiasi altro motivo. D'altra parte, acquistare una credit default put option (acquistare protezione) può rappresentare una efficiente riduzione del rischio di investimento.

¶ Per quanto riguarda i credit spread product (l'opzione su asset swap, il credit spread swap e la credit spread option) è necessario procedere separando le fattispecie.

Il credit spread swap e la credit spread option rientrano nella categoria di cui alla lettera c) dell'art. 2 cit., essendo contratti derivati senza titolo sottostante collegati a indici (il margine che esprime la qualità creditizia di un reference entity).

L'indice consiste, di norma, nella differenza (appunto, il margine) tra il rendimento di titoli sovrani (o il tasso swap) e il rendimento di un determinato titolo obbligazionario emesso da una reference entity.

Nel caso in cui l'impresa di assicurazione si ponga come venditrice di protezione attraverso questi contratti, l'esposizione ai rischi di mercato appare equivalente (in realtà minore) a quella raggiungibile operando su strumenti finanziari non derivati (art. 4, comma 1, cit.). Avendo una aspettativa sui margini di credito, appare senz'altro più agevole e più economico utilizzare un contratto derivato della specie, piuttosto che investire nei titoli sottostanti, con conseguente – e imprescindibile – aumento di rischio (rischio di interessi, rischio di custodia, rischio di consegna, ecc.) e di costi (di custodia, settlement, di capitale economico, ecc.) (art. 5, lett. a.2).

Nel caso contrario in cui l'impresa di assicurazione si ponga come compratrice di protezione, lo scopo di proteggere il valore di singole attività è senz'altro raggiunto e la connessione tecnico-finanziaria con gli attivi è presente.

L'ammissibilità delle opzioni su asset swap tra gli strumen-

ti utilizzabili dalle imprese di assicurazione non presenta difficoltà interpretative. Esse potranno utilizzare tali strumenti nella stessa misura in cui possono negoziare asset swap e opzioni su titoli. Il profilo del rischio economico che sorge con le opzioni su asset swap non è diverso da quello che sorge operando sulla attività sottostante.

¶ Il total rate of return swap rientra nella definizione di cui alla lettera c) dell'art. 2, cit., in quanto è un contratto derivato senza titolo sottostante collegato a un indice (il rendimento di un titolo).

Nel caso in cui l'impresa di assicurazione si ponga come venditrice di protezione attraverso questo contratto, l'esposizione ai rischi di mercato appare equivalente a quella raggiungibile operando su strumenti finanziari non derivati (art. 4, primo comma, cit.). Infatti, il contratto in esame consente di creare in maniera sintetica o derivata l'esposizione verso un determinato investimento, senza, peraltro, effettuare l'investimento cartolare. L'investitore che può acquistare un determinato titolo utilizzando la propria raccolta può ottenere, attraverso un total return swap, il rendimento dello stesso titolo senza utilizzare la propria raccolta, risparmiando nel contempo le spese di custodia e di settlement altrimenti a suo carico.

Il contratto comporta, in aggiunta al rischio specifico sull'emittente dell'obbligazione di riferimento, anche un rischio di sostituzione (o di controparte) nei confronti della controparte dello swap. Al fine di soddisfare i criteri generali posti dal citato art. 4, la controparte deve essere un soggetto abilitato a effettuare professionalmente tali operazioni e soggetto a vigilanza prudenziale ai fini di stabilità, nonché di sicura affidabilità. Tale aumento di rischio non appare significativo ed è in parte compensato dalla assenza del rischio di consegna e di custodia del titolo.

Nel caso in cui l'impresa di assicurazione si ponga come compratrice di protezione attraverso un total return swap, si trova in una situazione non dissimile da quella in cui si troverebbe se avesse venduto il titolo e depositato il ricavato presso una banca. Infatti, il compratore di protezione (la parte che è tenuta a pagare i flussi dell'obbligazione di riferimento e le eventuali plusvalenze) riceve dalla controparte (oltre alle eventuali minusvalenze) un ammontare di interessi di merca-

to (solitamente calcolati con riferimento al Libor). Anche in questo caso, il contratto comporta, in aggiunta al rischio specifico sull'emittente dell'obbligazione di riferimento, anche un rischio di sostituzione (o di controparte) nei confronti della controparte dello swap. Tale aumento non appare significativo per i motivi sopra accennati.

f La credit-linked note, essendo un titolo di credito, potrebbe rientrare nella categoria dei titoli di debito e non tra i contratti derivati. Peraltro, avendo caratteristiche tecniche che legano l'entità delle cedole e del capitale rimborsabile a scadenza all'andamento di particolari indici (il valore di una obbligazione di riferimento), sembrerebbe in linea con la ratio della norma comprendere i titoli in esame tra i contratti assimilabili agli strumenti derivati (art. 2, comma 2, cit.)²⁸.

Anche in questo caso l'esposizione al rischio appare sostanzialmente equivalente a quella raggiungibile investendo nell'obbligazione di riferimento e il rischio aggiuntivo nei con-

fronti dell'emittente della note (o dei titoli posti a garanzia, nel caso in cui l'emittente sia uno special purpose vehicle) non può considerarsi significativo (trattandosi, tra l'altro, di norma, di una banca di elevata qualità creditizia o di titoli – nel caso di emissione dello special purpose vehicle garantita da titoli – di elevata qualità creditizia).

L'acquisto di protezione attraverso credit-linked note deve ritenersi escluso, in quanto questo strumento dovrebbe essere emesso dalle stesse imprese di assicurazione.

L'art. 4 del provvedimento in esame stabilisce che, se i contratti derivati sono negoziati su mercati non regolamentati, vi siano adeguate garanzie di liquidazione delle posizioni assunte. Orbene, la presenza del requisito può essere verificata soltanto con una indagine empirica, che nella generalità dei casi tenderà ad essere positiva, in quanto è noto che il mercato dei credit derivatives risulta, in condizioni di normalità, più liquido di quello delle obbligazioni di riferimento²⁹. ■

²⁸ Nello stesso senso v. Associazione Nazionale fra le imprese Assicuratrici, *Utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle imprese di assicurazione*, Circ. n. 154/1996 S.G. 18 Bil. 5, Milano, 26 luglio 1996.

²⁹ La liquidità del mercato dei credit derivatives non va confusa con le situazioni di illiquidità che si creano in presenza di insolvenze degli emittenti. In tali eventi la liquidità tende a ridursi sensibilmente e il mercato diviene essenzialmente privo di acquirenti.