

La natura dei derivati di credito alla luce del Testo Unico della finanza

I contratti derivati di credito che separano il rischio di credito dal prestito sottostante, ampliando le possibilità operative degli investitori e delle banche, hanno la natura di strumenti finanziari così come definiti dal TU della finanza. Ne consegue che la creazione o l'emissione di tali contratti non è riservata alle banche e alle imprese di investimento, al contrario della negoziazione.

Francesco Caputo Nassetti
Banca Commerciale Italiana

1 Introduzione

I contratti derivati di credito (credit derivatives) sono negozi che si situano sulla nuova frontiera dell'innovazione finanziaria¹.

In sintesi si tratta di contratti che realizzano l'assunzione del rischio di credito, senza il trasferimento del credito sottostante e senza il ricorso a tradizionali garanzie reali e personali.

Tali contratti, separando il rischio di credito dallo strumento giuridico che lo rappresenta e da cui trae origine (prestito obbligazionario, mutuo, ecc.), lo trasformano in una commodity (merce) facilmente trasferibile. Un gestore può, attraverso un credit derivative, assumere un rischio di credito nei confronti di una società senza sostenere i costi della raccolta, i costi connessi alla compravendita del titolo o della concessione del credito, i costi della custodia del titolo e senza sopportare, inoltre, i rischi inerenti alla custodia dei titoli, quelli di consegna, di cambio e di mercato presenti in un investimento tradizionale. In altre parole, estrapolando il rischio di credito dagli strumenti che lo rappresentano, si ottengono alcuni utili risultati:

- si facilita la diversificazione dei rischi da parte degli investitori, rendendo accessibili mercati e rischi di credito a un numero maggiore di soggetti;
- si può superare la segmentazione dei mercati, riducendo le inefficienze nei prez-

zi della raccolta finanziaria;

- si aumenta la liquidità dei mercati, in particolare di quelli che, per gli strumenti tipicamente utilizzati, mal si prestano ad una attività di mercato secondario;
- si riducono – o addirittura si eliminano – i rischi presenti di norma nelle forme tradizionali per l'assunzione di rischi di credito;
- si possono realizzare speculazioni e arbitraggi sul profilo creditizio di terzi;
- presentano una soluzione ottimale ai limiti operativi posti dalla normativa sui grandi fidi stabilita dalle banche centrali e diretta a contenere le concentrazioni di rischio verso la clientela.

Le forme contrattuali dei credit derivatives, nonché la loro natura giuridica sono assai articolate²; basti accennare che le principali forme in cui si presentano sono: a) la compravendita a termine di un titolo obbligazionario condizionata al verificarsi dell'insolvenza dell'emittente del titolo (credit default swap complesso), b) il contratto di opzione anch'esso condizionato allo stesso evento (credit default option), c) il contratto atipico di swap di pagamenti (total rate of return swap), d) il contratto differenziale (credit spread swap o credit spread forward), e) il titolo di debito (credit-linked note).

2 Natura dei derivati di credito

Problema di non immediata soluzione è l'inquadramento dei credit derivatives tra

¹ A. Fabbri, «La gestione del rischio di credito nelle banche: le opportunità derivanti dall'utilizzo dei credit derivatives», in *Bancaria*, n. 12/77, p. 72.

² Si veda anche F. Caputo Nassetti, *I contratti derivati di credito – Profili civilistici e regolamentari*, Milano, 1998.

gli «strumenti finanziari» di cui all'art. 1 del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)³.

Se da un lato, infatti, alcuni contratti derivati di credito appaiono facilmente collocabili tra le numerose fattispecie comprese nella definizione di strumenti finanziari (ad esempio le credit linked notes e i credit linked warrants possono considerarsi «altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali» (art. 1, lett. b)), dall'altro risulta problematica la qualificazione dei contratti che «derivano» il proprio valore da un prestito bancario o, più semplicemente, da un indice che esprime la qualità di credito (creditworthiness) di un terzo (ovvero il margine di credito). Si pensi, ad esempio, a un credit default swap semplice che è legato alla solvenza di un terzo, senza necessariamente contenere un riferimento ad uno specifico titolo emesso dallo stesso: se si verifica il credit event, il venditore di protezione deve effettuare un pagamento che – in certe fattispecie – è predeterminato. Si pensi anche a un credit default swap complesso che comporti la cessione di un credito nascente da un prestito bancario così come a un total return swap o a una credit spread option, il cui valore può essere determinato con riferimento a un prestito.

Oltre alle credit linked notes e ai credit linked warrant, sono riconducibili alla nozione di strumento finanziario anche i credit derivatives che hanno un preciso legame con uno strumento finanziario, quale, ad esempio, un titolo obbligazionario. Ad esempio, un credit default swap complesso che prevede la vendita di un titolo obbligazionario individuato *ab origine*, rientra nella lettera h) del secondo comma dell'art. 1 del d. lgs. n. 58, che definisce «strumenti finanziari», tra gli altri, i «contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci, e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti».

Per quanto riguarda i contratti derivati di credito che non sono credit linked notes o warrant o fattispecie riconducibili a contratti a termine su titoli o di opzione su titoli, l'inserimento tra gli strumenti finanziari potrebbe avvenire attraverso l'inclusione degli stessi tra i «titoli di debito».

La norma citata, infatti, distingue tra i titoli di capitale (lettera a), i titoli di debito (lettera b) le quote di fondi comuni di investimento (lettera c), i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario (lettera d) e qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici (lettera e).

Appare chiaro che un prestito bancario (o un credit default swap complesso che prevede la cessione di detto prestito) non è un titolo di capitale, né una quota di fondo comune, né un titolo normalmente negoziato sul mercato monetario. Non rimane che provare l'inquadramento tra i «titoli di debito». Non avendo il «titolo di debito» un significato tecnico proprio, esiste un certo spazio interpretativo.

Il termine titolo di debito, pur essendo utilizzato dalla Banca d'Italia nella normativa di vigilanza⁴, non viene definito, ma uno spunto interpretativo può ricavarsi dal Paragrafo 2, Sezione III, Capitolo LXI.8, della Circolare 29 marzo 1988, n.4, della Banca d'Italia, che recita: «Ai fini del calcolo del rischio di posizione dei titoli di debito vanno considerate le posizioni del portafoglio non immobilizzato relative a:

- 1** titoli di debito rappresentati da attività in bilancio e contratti derivati sui titoli di debito;
- 2** contratti derivati su tassi di interesse;
- 3** azioni privilegiate non convertibili a dividendo fisso;
- 4** altri strumenti il cui valore presenta un andamento analogo ai titoli di debito».

Il termine titolo di debito non ha, come detto, un significato tecnico-giuridico, ma, alla luce della citata elencazione, potrebbe essere inteso come negozio che – contrapposto ai titoli di capitale e ai certificati di partecipazione – comporta il pagamento di una somma di denaro non a titolo di partecipazione ad una impresa. Infatti, tutte le cinque fattispecie elencate implicano tale concetto, incluse le azioni privilegiate non convertibili a dividendo fisso. Tali azioni, note con il termine preference securities, rappresentano uno strumento finanziario ibrido che si pone tra le azioni privilegiate nel dividendo (il cui ammontare è sempre incerto) e le obbligazioni subordinate (il cui pagamento è postergato rispetto ai creditori chirografari). Infatti, le preference securities pagano un dividendo certo (al pari delle obbligazioni subordinate) e so-

³ Aavv, *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

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

no postergate nel diritto al pagamento ai creditori chirografari e subordinati.

Qualora il credit derivative prevedesse il trasferimento di un titolo obbligazionario o di un prestito (entrambi rappresentano una «attività in bilancio») potrebbe essere riconducibile ai «contratti derivati sui titoli di debito» (sopra sub 1)).

Qualora il credit derivative non prevedesse il trasferimento di una attività (in caso, ad esempio, di cash settlement), ma fosse valutato in base ad una attività di riferimento (un prestito o un titolo), sarebbe riconducibile alla fattispecie «altri strumenti il cui valore presenta un andamento analogo ai titoli di debito» (sopra sub 4)).

Qualora l'interpretazione sopra descritta, che si basa, in definitiva, sul concetto che un prestito sia un titolo di debito, non fosse condivisa, esisterebbe una più lineare e solida alternativa.

La definizione di contratto derivato, fornita dalla Banca d'Italia⁵, infatti, è tale da poter ricomprendere anche i credit derivatives. Essa recita che sono contratti derivati «i contratti con titolo sottostante e gli altri contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. (futures senza titolo sottostante, interest rate options, forward rate agreements, interest rate swaps, ecc.). Il loro valore deriva da quello del titolo sottostante o degli altri elementi di riferimento».

Diversi credit derivatives sono «contratti con titolo sottostante», in quanto il loro valore deriva da quello di un titolo (obbligazionario, azionario o simile). Pochi dubbi, pertanto, sussistono circa la natura di «contratti derivati» per i credit derivatives che hanno un titolo come Deliverable Obligation (physical settlement) o Reference Asset (cash settlement).

Altri credit derivative non hanno, invece, un titolo sottostante, in quanto il loro valore è determinato in base al valore di un prestito o, più in generale, in base al margine di credito relativo ad una entità di riferimento, senza, quindi, collegamento ad alcun titolo o prestito (contratti con cash settlement il cui ammontare è determinato⁶ in funzione del margine di credito applicabile al debito – espresso in qualsiasi forma – della entità di riferimento).

Essi rientrano tra «gli altri contratti che insistono su ele-

menti di altri schemi negoziali», e il cui valore «deriva da quello degli elementi di riferimento».

Pur non esistendo una definizione di «schema negoziale», la normativa ne offre una lista: «valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc.»⁷.

A parte il caso delle valute, gli altri esempi rappresentano elementi numerici di riferimento che esprimono tassi di interesse, di cambio, di borsa, ecc. L'indice di borsa, ad esempio, rappresenta il complesso del valore dei titoli azionari, i quali a loro volta rappresentano il valore della società che li ha emessi.

Il credit derivative è un contratto che si basa su un indice (ovvero il margine) che esprime la creditworthiness di un soggetto e, come tale, rientra nella definizione sopra descritta di «contratto derivato».

Giunti a questo punto dell'analisi interpretativa i passi successivi sono semplici.

I contratti derivati rientrano nella definizione, fornita da Banca d'Italia, di «operazioni fuori bilancio»⁸. Le operazioni fuori bilancio rientrano nella definizione, fornita da Banca d'Italia, di «valore mobiliare»⁹. Ergo, i credit derivatives sono valori mobiliari.

Per giungere a questa affermazione non è, pertanto, necessario risolvere il problema della qualificazione dei prestiti e cioè se essi siano o meno valori mobiliari o, più in generale, titoli di debito. Il contratto di credit derivative legato a un prestito o all'indice che esprime la creditworthiness di una entità di riferimento (margine di credito) rimane, comunque, distinto dal prestito (o dall'indice) e non appaiono motivi ostativi a trattare il contratto il cui valore deriva dal prestito (o dall'indice) in maniera diversa dal prestito stesso (o dall'indice). Basti pensare al trattamento delle merci reali sottostanti a un commodity swap o future rispetto al trattamento del contratto derivato sulle stesse.

Infine – e quale punto di approdo del ragionamento ermeneutico – l'equivoca locuzione «valore mobiliare»¹⁰ è stata sostituita da quella di «strumento finanziario» introdotta con il recepimento della direttiva comunitaria 93/22 avvenuto con il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, ripreso nel d. lgs. n. 58 del 1998 (Testo Unico della finanza).

⁵ Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo LXI.8, Sezione I, Paragrafo 3. La Banca d'Italia fornisce anche un'altra definizione di contratti derivati sostanzialmente simile nel Capitolo XII.24, Parte seconda, Sezione I, Paragrafo 3: «I contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti (sic!) derivati ad esempio i futures, le options, gli swaps, i forward rate agreements.»

⁶ Si utilizzano le quotazioni di alcuni operatori professionali.

⁷ La presenza dell'«ecc.» conferma la non esaustività della elencazione.

⁸ Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo LXI.8, Sezione I, Paragrafo 3.

⁹ Banca d'Italia, Circolare 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo LXI.8, Sezione I, Paragrafo 3.

¹⁰ La nozione di valore mobiliare, che deriva dal diritto francese per designare i titoli di massa – valeur mobilière – ha avuto una evoluzione in direzioni diverse, piegandosi a differenti esigenze ed assumendo significati non sempre omogenei (basti pensare all'uso del termine nelle seguenti normative: legge bancaria del 1936 (art. 2, quarto comma), legge n. 216 del 1974, legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento (art. 11), d. lgs. 385 del 1993 – il Testo Unico bancario – legge n. 289 del 1996 sulla Monte Titoli Spa, legge n. 157 del 1991 in materia di insider trading, legge n. 142 del 1992, sulle offerte pubbliche di vendita, legge n. 1 del 1991 sulla attività di intermediazione mobiliare. Sul tema F. Carbonetti, «Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"», in Riv. Soc., 1996, p. 1105.

Peraltro, maggiore certezza in questa materia potrebbe aversi attraverso il procedimento indicato nel quinto comma dell'art. 18 del citato d.lgs. n. 58 in base al quale il ministro del Tesoro può individuare, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, nuove categorie di strumenti finanziari.

3 La riserva di attività

Dalla qualificazione dei contratti in esame dipende la riserva di attività prevista dall'art. 18 del decreto legislativo n. 58, il quale stabilisce che è riservato alle banche e alle imprese di investimento l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento.

Per «servizi di investimento» si intendono «le seguenti attività quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione» (art. 1, quinto comma, del d.lgs. n. 58).

Sintetizzando le norme in relazione ai credit derivatives riconducibili alla definizione di strumenti finanziari (ad esempio credit linked notes, credit linked warrant, credit default swap complesso che ha per oggetto titoli, ecc.), emerge che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico di attività di negoziazione, per conto proprio o per conto terzi, avente per oggetto credit derivatives – qualificabili come strumenti finanziari – è riservato alle imprese di investimento e alle banche.

Sembra chiaro a questo punto che la «creazione» o l'«emissione» di credit derivatives non rientra nella riserva di atti-

vità di cui all'art. 18 del citato decreto legislativo, poiché è la negoziazione professionale e al pubblico che risulta oggetto di riserva. Pertanto, se l'emissione (e la relativa offerta al pubblico) di obbligazioni ed azioni, che sono senz'altro strumenti finanziari, non è riservata alle banche e alle imprese di investimento, non si vede perché ciò non debba valere per altri strumenti finanziari, quali i credit derivatives. E che l'emissione di strumenti finanziari sia considerata diversamente dal legislatore emerge *a contrariis* anche dalla lettera c) del quinto comma dell'art. 1 del decreto in esame. Ovviamente se detta emissione è offerta al pubblico, varrà la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio.

Se una o più fattispecie di credit derivatives non fosse annoverata tra gli strumenti finanziari, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico di attività di negoziazione avente per oggetto tali credit derivatives (non qualificabili come strumenti finanziari) sarebbe libero, salva sempre l'applicazione di diverse discipline¹¹. Più precisamente, la promozione e il collocamento di credit derivatives diversi dagli strumenti finanziari non sono attività riservate alle imprese di investimento, né a qualunque altro soggetto.

BIBLIOGRAFIA

- AAVV**, *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedagni, Milano, 1998.
- AAVV**, «Credit derivatives – Applications for risk management», *Euramoney Books*, Londra, 1998.
- Caputo Nasseti F.**, *I contratti derivati di credito – Profili civilistici e regolamentari*, Milano, 1998.
- *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, Milano, 1997.
- Carbonetti F.**, «Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"», in *Riv. Soc.*, 1996, p. 1105.
- Das S.**, *Credit derivatives – Trading and management of credit and default risk*, John Wiley and Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore, 1998.
- Fabbri A.**, «La gestione del rischio di credito nelle banche: le opportunità derivanti dall'utilizzo dei credit derivatives», in *Bancaria*, n. 12/77, p. 72.
- Tavakoli J. M.**, *Credit derivatives – A guide to instruments and applications*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998.

¹¹ In questo senso, sebbene con riferimento più ampio, cfr. F. Carbonetti, *ult. cit.*, p. 1115 ss.