

# I CONTRATTI DERIVATI FINANZIARI



**Prof. Avv. Francesco Caputo Nasseti**  
**Corso di *Diritto Bancario***  
**Facoltà di Giurisprudenza - Università di Ferrara**

# Indice

1. Il mercato dei derivati OTC
2. Le origini degli interest rate and currency swap e degli interest rate swap
3. Le definizioni delle diverse fattispecie di contratti derivati
4. Corrispettività ed alea nei contratti derivati
5. La funzione dei contratti derivati di credito
6. Profili civilistici dei contratti derivati di credito
7. Reductio ad unitatem: i 5 prototipi
8. La definizione di strumenti finanziari derivati
9. La grande attrazione per le banche

# **IL MERCATO DEI DERIVATI OTC**

# IL MERCATO DEI DERIVATI OTC

## Valore nominale dei contratti aperti\*

### Il mercato dei derivati OTC

	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>dic-09</b>	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>
Contratti sui cambi	40,271	56,238	44,200	49,181	57,769	63,349
→ di cui currency swaps	10,792	14,347	13,322	16,509	19,271	22,791
Contratti sui tassi di interesse	291,582	393,138	385,896	449,875	465,260	504,117
→ di cui interest rate swaps	229,693	309,588	309,760	349,288	364,377	402,611
Contratti Equity-linked	7,488	8,469	6,159	5,937	5,635	5,892
Contratti su Commodity	7,115	8,455	3,820	2,944	2,922	3,091
Credit Default Swaps	28,650	57,894	41,883	32,693	29,898	28,626
Altri Derivati	39,740	71,146	65,413	63,270	39,536	42,610
<b>TOTALE</b>	<b>414,845</b>	<b>595,341</b>	<b>547,371</b>	<b>603,900</b>	<b>601,046</b>	<b>647,777</b>

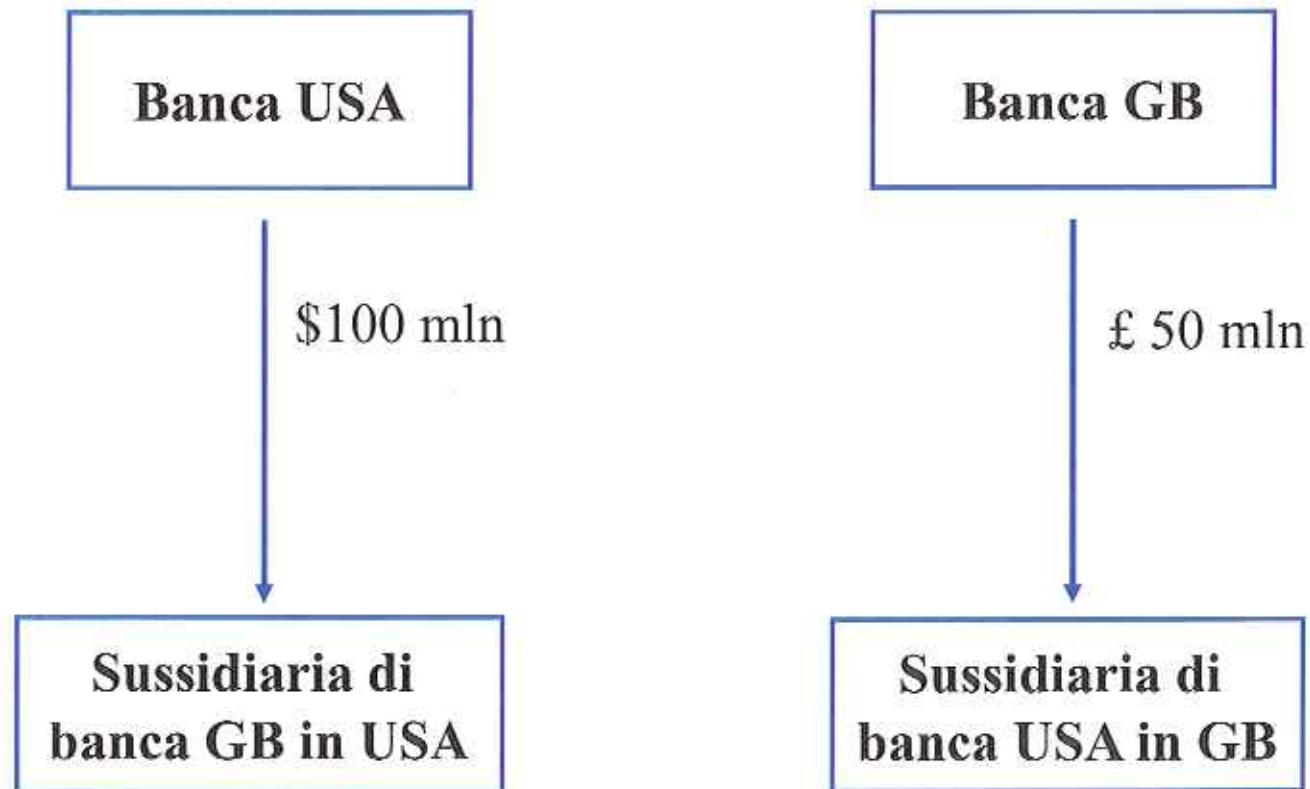
\*Dati in miliardi \$

Fonte: BIS Quarterly Review, Dicembre 2007 - 2011

**LE ORIGINI DEGLI  
INTEREST RATE  
AND CURRENCY SWAPS  
E  
DEGLI INTEREST  
RATE SWAPS**

# PARALLEL LOANS

---



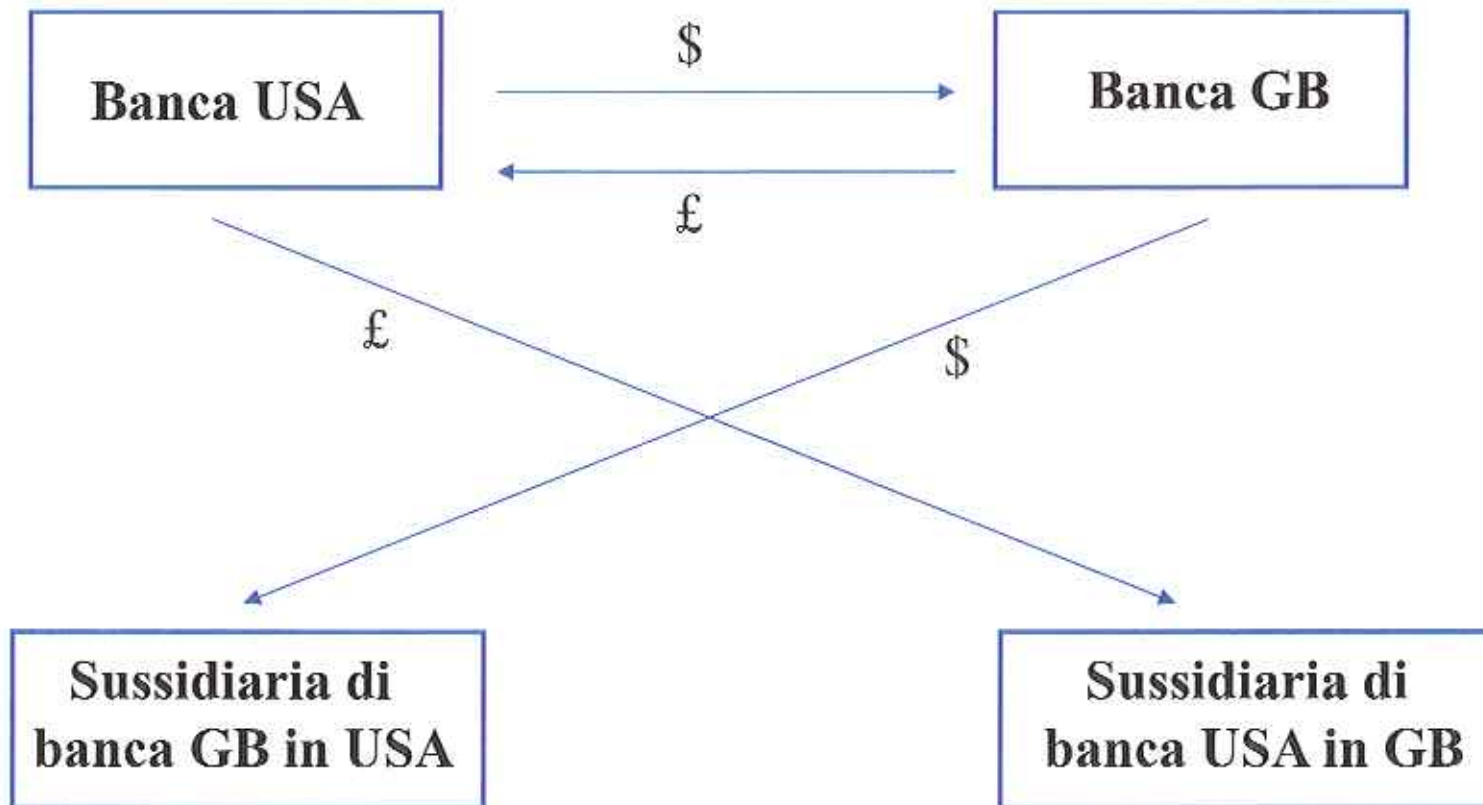
## PARALLEL LOANS CASH FLOW

---

anno	dollari	sterline
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

# BACK-TO-BACK LOANS

---





## BACK-TO-BACK LOANS CASH FLOW

---

anno	dollari	sterline
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

## SERIE DI CONTRATTI DI CAMBIO A TERMINE

---

anno	dollari	sterline
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

## COMPARAZIONE CASH FLOW

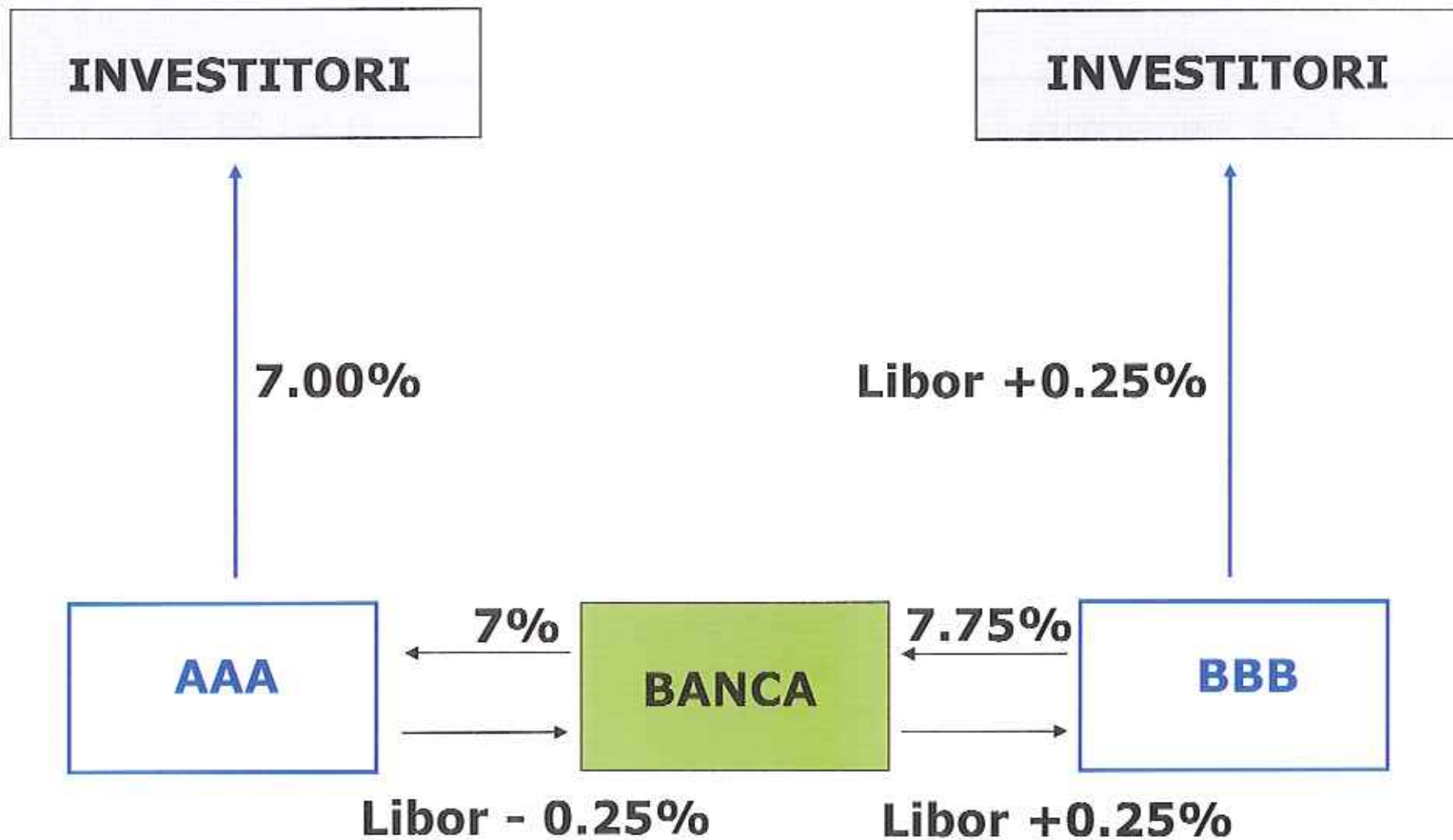
---

anno	<i>parallel loans</i>		<i>back-to-back loans</i>		serie operazioni in cambi		Ircs	
	dollari	sterline	dollari	sterline	dollari	sterline	dollari	sterline
0	(100)	50	(100)	50	(100)	50	(100)	50
1	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
2	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
3	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
4	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
5	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
6	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
7	110	(54)	110	(54)	110	(54)	110	(54)

## CONDIZIONI DI MERCATO

---

	Tasso fisso	Tasso variabile
AAA	7%	Libor+0,0625%
BBB	8%	Libor+0,2500%
differenza	1%	0,1875%



## RISULTATO

---

AAA risparmio (da + 0,0625 a - 0,25) = 0,3125 %

BBB risparmio (da 8 a 7,75) = 0,25 %

Banca guadagna = 0,25 %

---

Totale = 0,8125 %

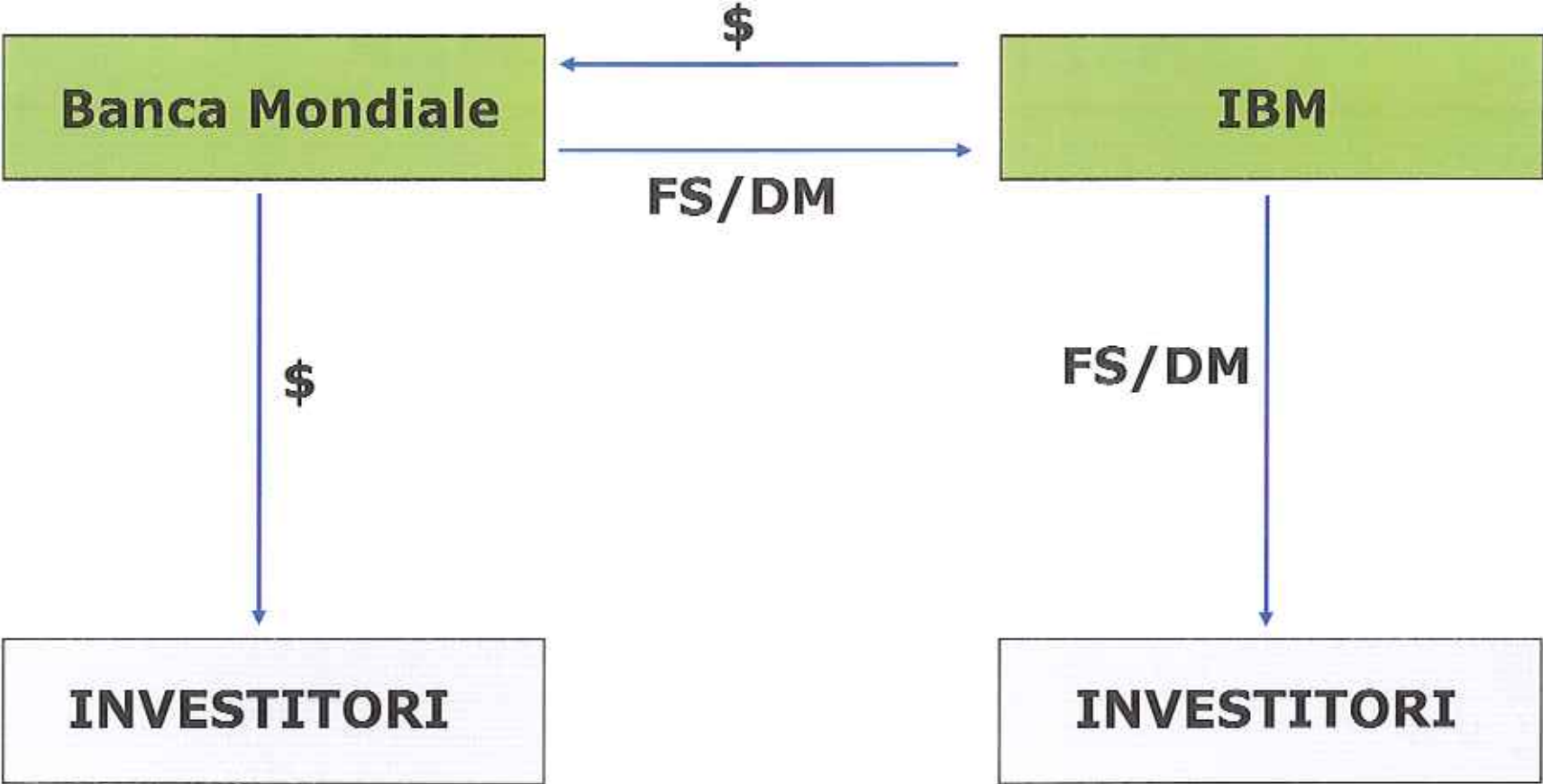
\*\*\*

Scarto tra le differenze (1-0,1875) = 0,8125%

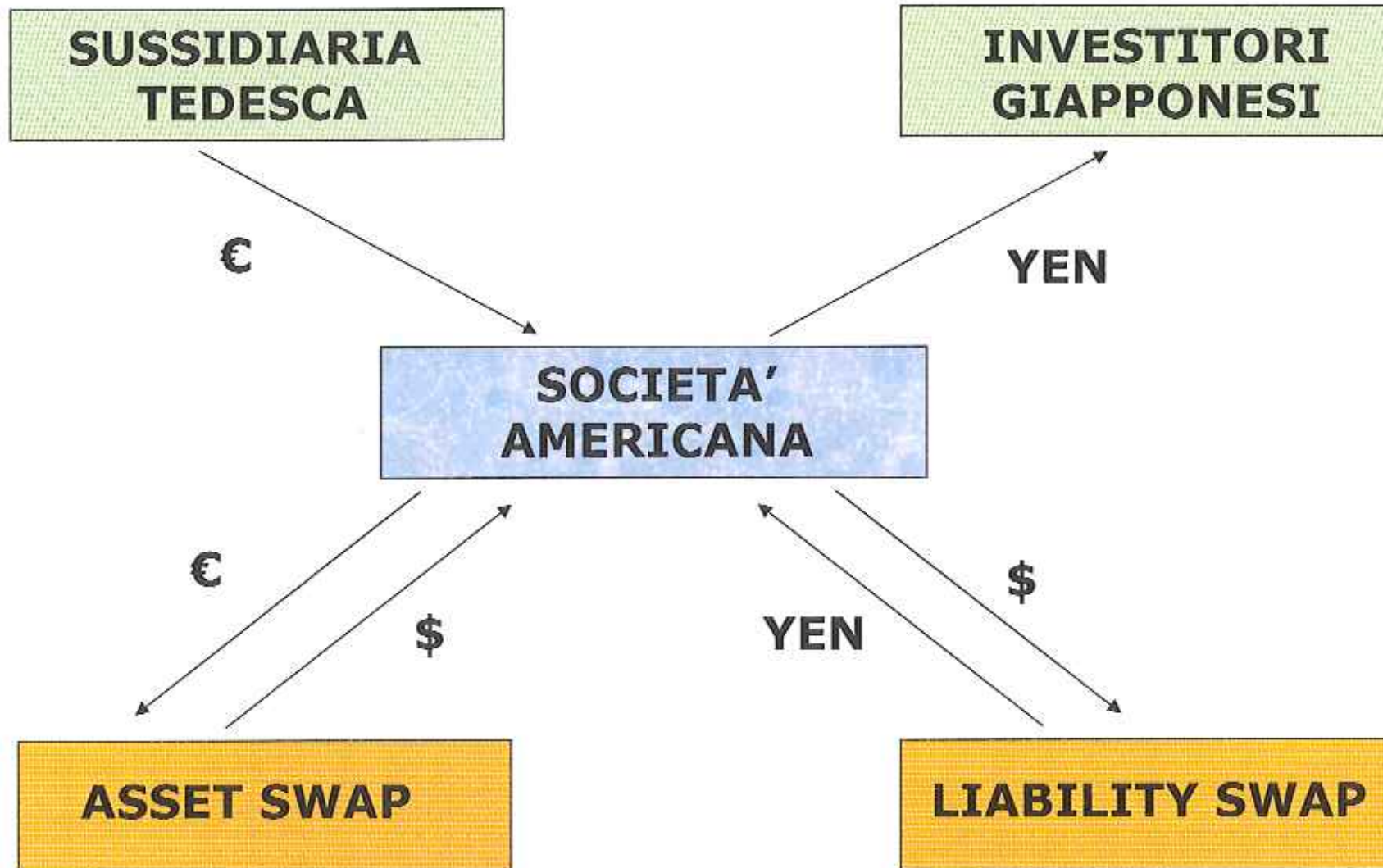
# INTEREST RATE SWAP

---

*Lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.*







# **LE DEFINIZIONI DELLE DIVERSE FATTISPECIE DI CONTRATTI DERIVATI**

# INTEREST RATE SWAP E INTEREST RATE AND CURRENCY SWAP

---

*Lo **swap** è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.*

# SWAP DOMESTICO

---

Lo **swap domestico** può essere definito come *il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra a) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e, contestualmente, l'altra parte si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.*

# FRA - FUTURE (FORWARD) RATE AGREEMENT

---

Il *fra* può essere definito come *il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere un importo calcolato moltiplicando a) un ammontare nominale per b) la differenza positiva tra il tasso di interesse per il periodo di riferimento concordato in vigore alla data futura stabilita e quello pattuito al tempo della conclusione del contratto e per c) il numero dei giorni compresi nel periodo di riferimento e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Contestualmente l'altra parte si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo calcolato come sopra utilizzando la differenza negativa tra gli stessi valori.*

# FINANCIAL FUTURE

---

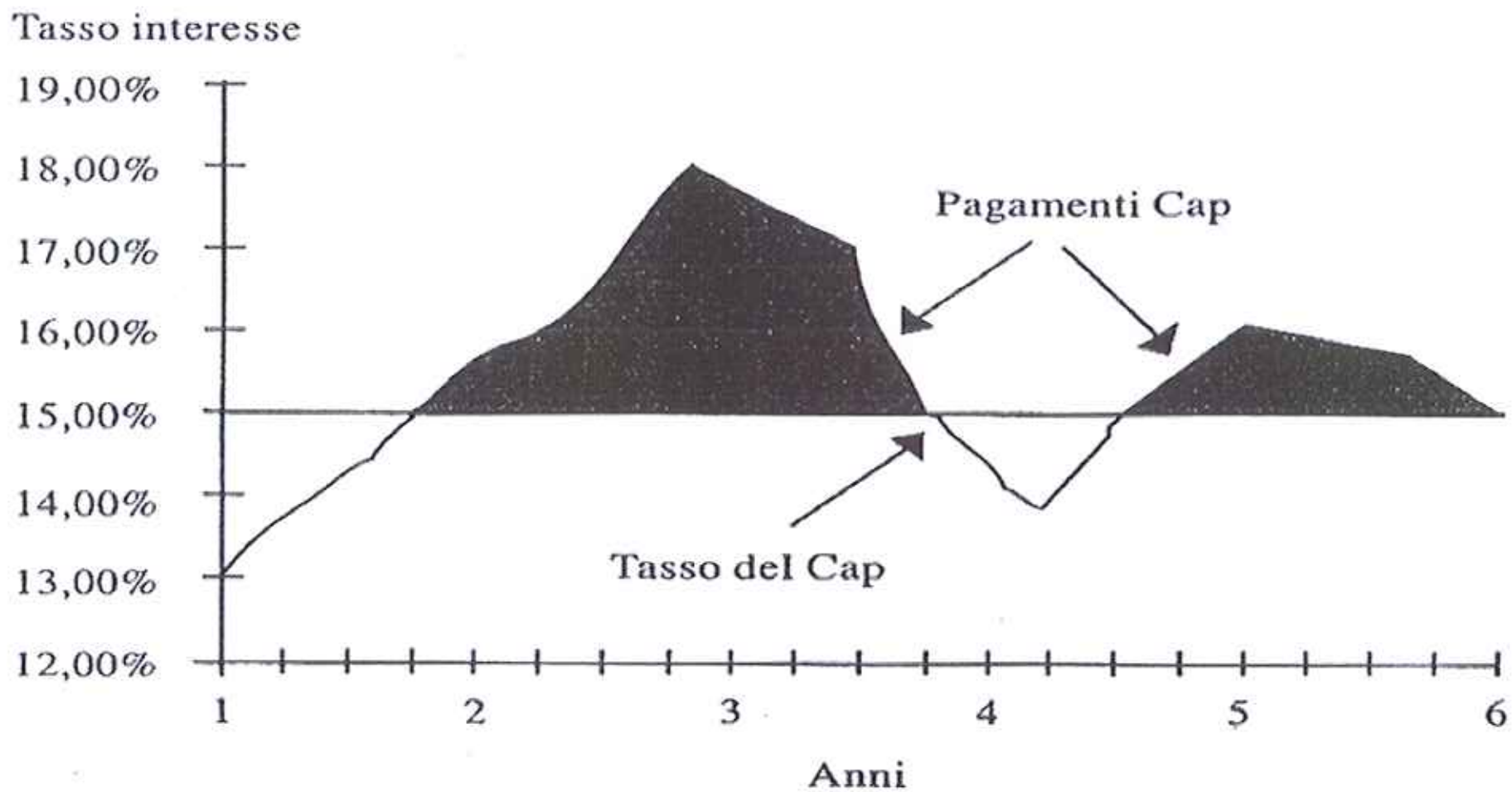
Il **financial future** è un contratto differenziale semplice, cioè un contratto unitario – diverso dalla compravendita – con il quale le parti convengono *con una sola manifestazione di volontà, al momento della stipula che non vi sarà alla scadenza la consegna della cosa* (i titoli che compongono l'indice) *ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto* (il livello dell'indice a suo tempo stabilito) *ed il prezzo della cosa al momento della scadenza* (il livello dell'indice alla scadenza).

# OPZIONE SUL TASSO DI INTERESSE

---

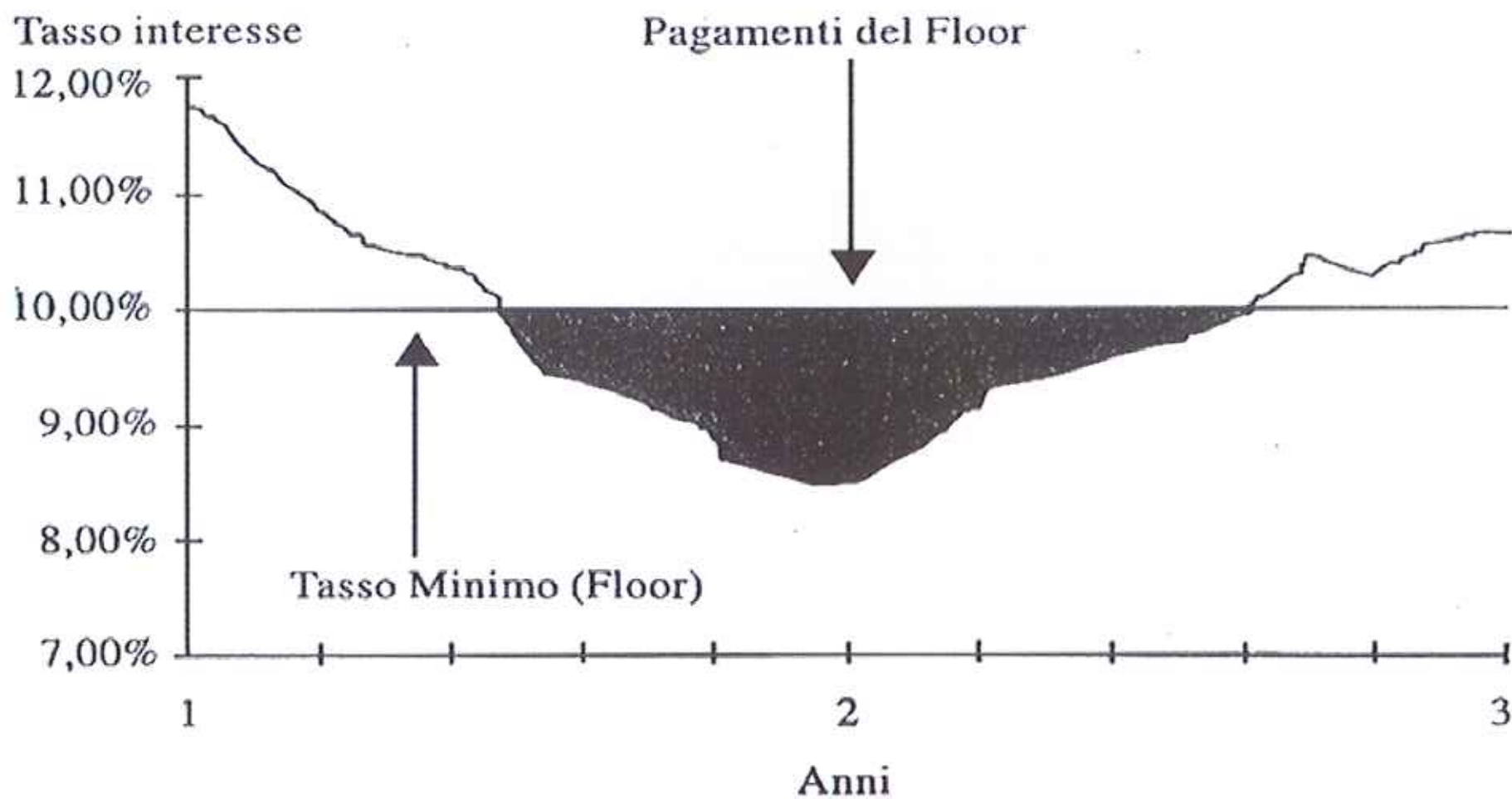
*L'opzione sul tasso di interesse è il contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una o più somme di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni del tasso d'interesse.*

La figura n. 1 illustra graficamente un *cap*.

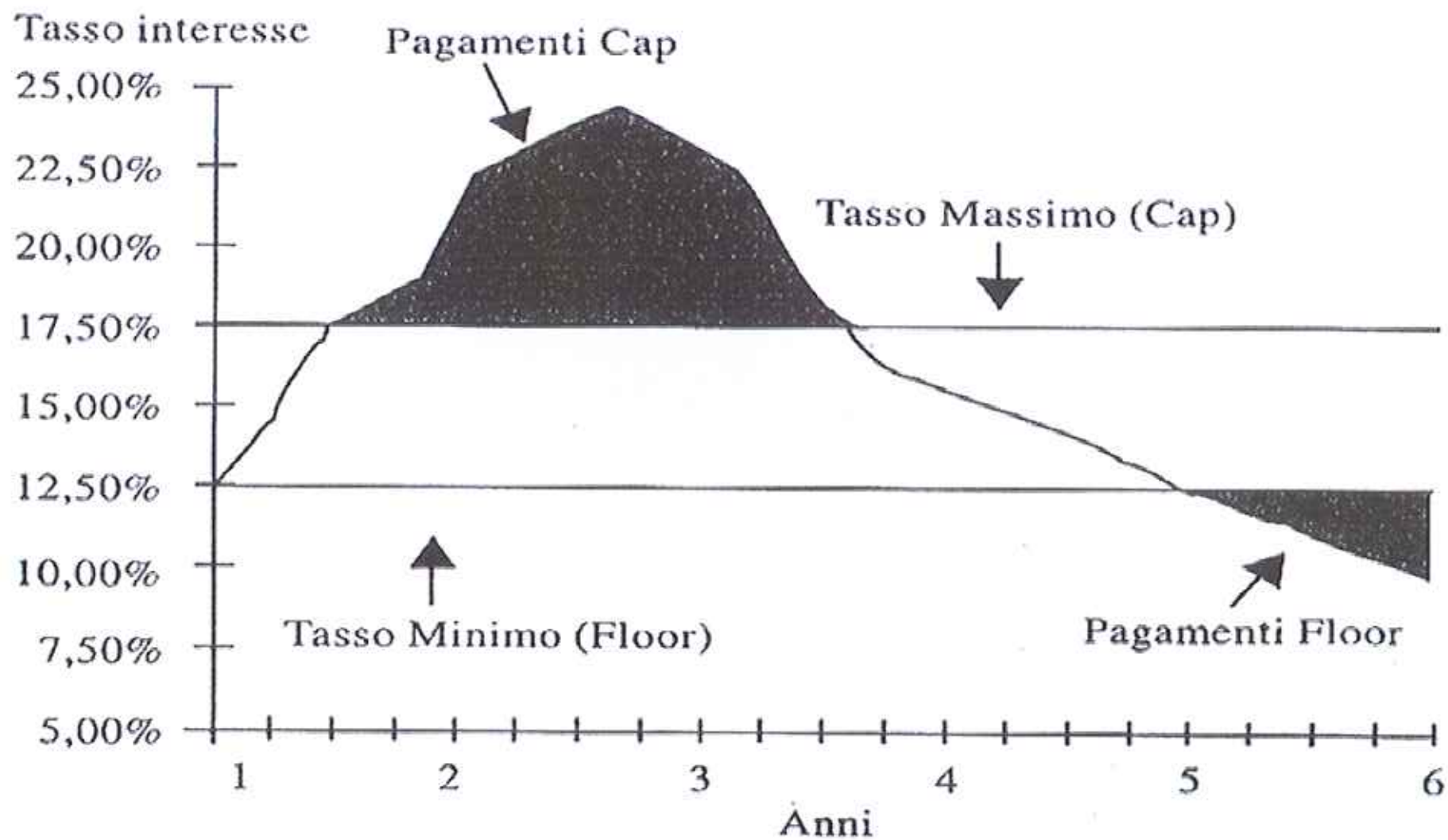




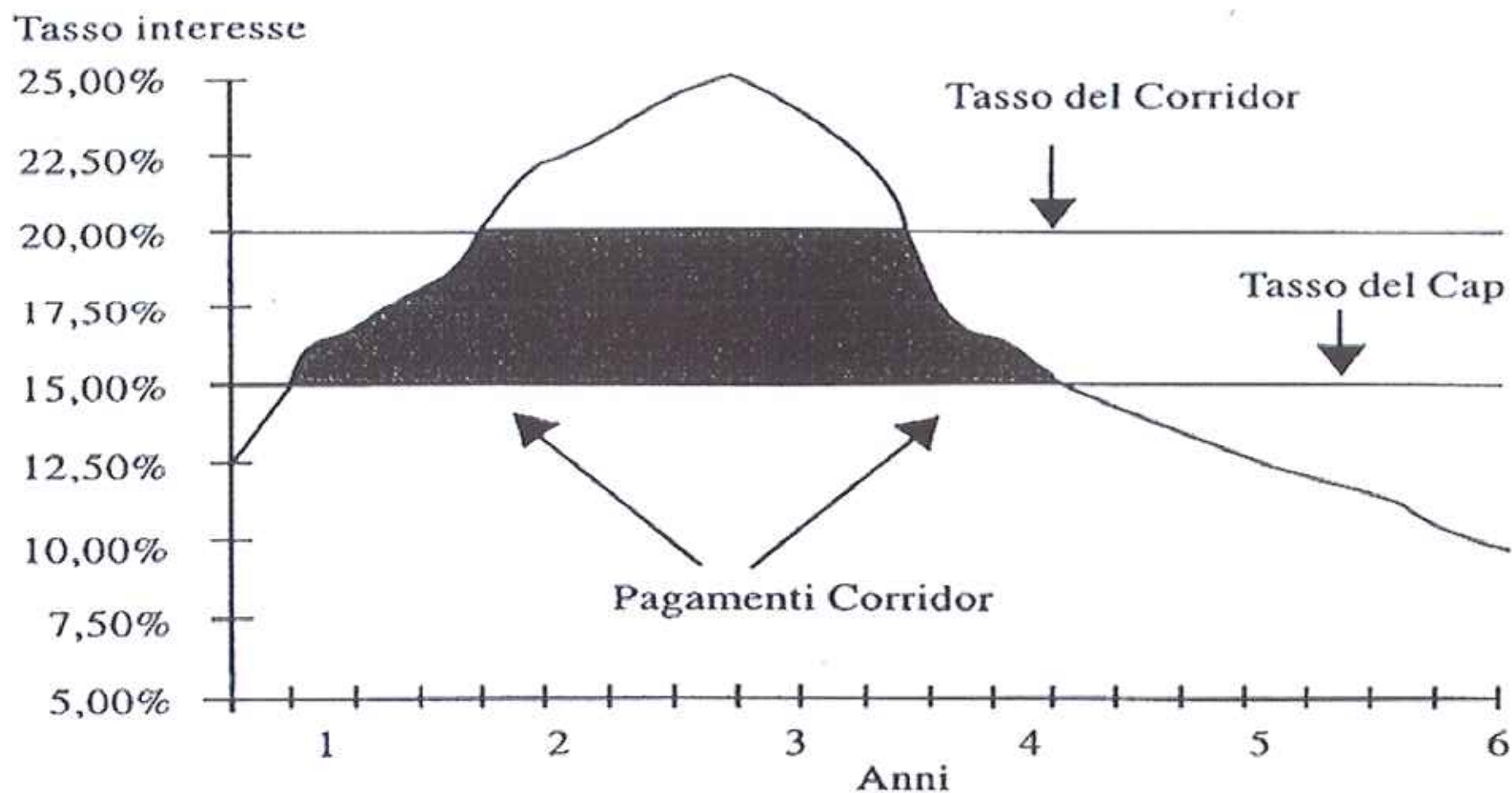
La figura n. 2 illustra graficamente un *floor*.



La figura n. 4 illustra graficamente un *collar*.



La figura n. 3 illustra graficamente un *cap-corridor*.



## OPZIONI SU SWAPS, FINANCIAL FUTURES, TITOLI, DIVISE E INDICI

---

Dalla analisi della documentazione utilizzata nei mercati internazionali, sia per le *exchange traded options* sia per le *OTC options*, emerge in modo abbastanza chiaro che ***il compratore dell'opzione su swap o financial future o titoli o divise o indici acquista il diritto di concludere un contratto*** (di compravendita, o un contratto differenziale, o un contratto atipico quale uno swap, ecc.) ***a condizioni predeterminate, la cui perfezione dipende esclusivamente dalla scelta di quest'ultimo senza necessità di ulteriore intervento del venditore dell'opzione.*** Questa configurazione appare riconducibile alla fattispecie prevista dall'art. 1331 c.c. che rappresenta un contratto con cui le parti rendono irrevocabile la proposta del contraente vincolato.

## ..... segue

---

Si è precisato che, con l'opzione, le parti predispongono l'assetto dei propri interessi in vista di un contratto che potrebbero stipulare in un secondo momento a scelta di una parte.

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

# CREDIT DEFAULT SWAP SEMPLICE

---

**Il *credit default swap semplice*** è il contratto in forza del quale il venditore di protezione, verso pagamento di un premio, si obbliga ad eseguire un pagamento, determinato o determinabile in favore del compratore di protezione, al verificarsi di un evento futuro ed incerto, che esprime il deterioramento del profilo creditizio di un Ente di riferimento.

# CREDIT DEFAULT SWAP COMPLESSO

---

**Il *credit default swap complesso*** rappresenta una variante strutturale del cds semplice. Tale variante consiste nella ulteriore obbligazione in capo al compratore di protezione, il quale si obbliga a “trasferire” alla controparte un credito pecuniario il cui debitore è l’Ente di Riferimento (*Deliverable Obligation*), per un ammontare pari alla somma ricevuta in esecuzione del contratto di credit default swap complesso.

# CREDIT SPREAD SWAP

---

**Il *credit spread swap*** è il contratto in forza del quale il venditore di protezione si obbliga ad effettuare il pagamento di una somma di denaro, qualora aumenti il differenziale tra il valore di una Obbligazione di Riferimento ed un indice che rappresenta il profilo creditizio di un Ente di Riferimento che ha emesso l'Obbligazione di Riferimento, e il compratore di protezione si obbliga ad effettuare il pagamento di una somma di denaro, qualora detto differenziale diminuisca.



# TOTAL RETURN SWAP

---

**Il *total rate of return swap*** è il contratto in forza del quale il compratore di protezione (total return payer) si obbliga ad effettuare dei pagamenti in cui ammontare equivale a) ai pagamenti eseguiti da un Ente di Riferimento in relazione ad una Obbligazione di Riferimento e b) alle variazioni del valore di mercato di tale Obbligazione di Riferimento in aumento rispetto al valore che essa aveva al momento della conclusione del *tror swap* e, in cambio, il venditore di protezione (total return receiver) si obbliga ad effettuare dei pagamenti il cui ammontare consiste a) in una somma periodica calcolata moltiplicando un capitale nozionale, pari all'ammontare dell'Obbligazione di Riferimento, per un tasso di interesse variabile e b) nelle variazioni del valore di mercato della Obbligazione di Riferimento in diminuzione rispetto al valore che essa aveva al momento della conclusione del contratto di *tror swap*.

# EQUITY FORWARD TRANSACTION

---

**Le *equity forward transactions*** si presentano sia nella forma tipica della compravendita a termine di azioni il cui prezzo è determinato al momento della conclusione del contratto (*physical settlement*), che nella forma atipica (*cash settlement*).

Il contratto derivato a termine su titoli azionari è il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un quantitativo determinato di titoli azionari al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

## FUND DERIVATIVES

---

I ***fund derivatives*** si presentano sia nella forma tipica della compravendita a termine di fondi il cui prezzo è determinato al momento della conclusione del contratto (*physical settlement*), che nella forma atipica (*cash settlement*).

Il contratto derivato a termine su fondi è il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un fondo (o di un quantitativo determinato di quote, azioni o unità dello stesso) al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

# COMMODITY SWAP

---

Il *commodity swap* è il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere un importo calcolato moltiplicando a) un ammontare nominale per b) la differenza positiva tra il prezzo di una merce di riferimento in vigore alla data futura stabilita e quello inizialmente pattuito al tempo della conclusione del contratto. Contestualmente l'altra parte si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo calcolato come sopra utilizzando la differenza negativa tra gli stessi valori.

# WEATHER DERIVATIVES

---

Il **contratto derivato meteorologico** basato sulla temperatura del tipo *cap* e *floor* è il contratto con il quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra parte una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni della temperatura misurata con riferimento ad un determinato luogo.

# ECONOMIC DERIVATIVES

## Economic option

---

Il contratto di opzione su indice economico ***economic option*** è il contratto con il quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra parte una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un indice economico di riferimento.

# ECONOMIC DERIVATIVES

## Economic forward

---

Il contratto a termine su indice economico ***economic forward*** è il contratto con il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un indice economico al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.

# **CORRISPETTIVITA' ED ALEA NEI CONTRATTI DERIVATI**



# ITER LOGICO-GIURIDICO

---

- Premessa terminologica sull'espressione "contratti derivati"
- Premessa terminologica sul termine *swap*
- Definizione del contratto di *swap* di interessi e divise
- Necessità di equivalenza economica tra le prestazioni?
- Natura aleatoria o commutativa del contratto di *swap*?
- Eccezione di gioco e art. 23 T.U.F.

## **CONTRATTI DERIVATI: TERMINE NUOVO O NUOVO SIGNIFICATO DI UN TERMINE NOTO?**

---

- Tradizione civilistica: contratto derivato è quel contratto che discende e dipende da un altro contratto concluso separatamente (contratto principale) ed è accessorio al principale. Accessorietà opera a senso unico: il c. principale ha riflessi sull'accessorio e non viceversa. Il c. derivato fa sorgere un diritto nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto analogo a quello del c. principale. Vizi, limiti efficacia, risoluzione principale si comunicano al c. derivato.
- Linguaggio finanziario: contratti derivati sono quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di una attività finanziaria sottostante ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento. Categoria di diversi negozi giuridici – tipici ed atipici- non accomunati in un genus giuridico, ma che ha assunto dignità normativa.

# PREMESSA TERMINOLOGICA SUL TERMINE *SWAP*

---

Il termine "swap" viene utilizzato per indicare fattispecie tra loro giuridicamente assai diverse. Le principali sono:

## **Lo *swap* del mercato dei cambi**

- Consiste in una vendita a pronti di una divisa con contestuale riacquisto a termine della stessa controparte. Una divisa si pone come merce e l'altra come prezzo
- Questa fattispecie di swap viene tuttora utilizzata, ma la tecnica è stata mutuata dagli operatori del mercato dei cambi ed è estremamente diffusa sia in termini di volumi che di soggetti utilizzatori

## **Lo *swap* di interessi e di divise**

- Raggruppa quelle operazioni conosciute come *interest rate swap* (IRS) e *interest rate and currency swap* (IRCS)
- All'interno di tale gruppo fiorisce una colorita terminologia che indica tipologie diverse della stessa forma contrattuale, la quale si adatta a numerose applicazioni pratiche, come ad esempio: gli *asset swap*, i *liability swap*, gli *amortizing swap*, gli *step-up swap*, gli *zero coupon swap*, gli *annuity swap*, i *basis swap*,...

# (segue): premessa terminologica

---

## **Il Domestic currency swap**

- In forza di questo contratto le parti si obbligano a corrispondere l'una all'altra, al termine tra loro stabilito un importo in "lire" pari alla differenza tra a) il valore in "lire" di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in "lire" della stessa somma di valuta estera al termine stabilito
- Questa fattispecie è nata nel vigore delle restrizioni valutarie italiane in essere negli anni ottanta con lo scopo di raggiungere lecitamente il risultato di operazioni in cambi a termine senza incorrere nei divieti allora esistenti.

## **Il debt-equity swap**

- Questa fattispecie è utilizzata nel mercato del debito sovrano. In questo mercato, che ha per oggetto la trattazione del debito dei paesi latino-americani, africani, lacuni paesi dell'Asia e dell'Europa dell'Est, i paesi debitori "ricomprano" il proprio debito in cambio di investimenti nazionali
- Queste operazioni possono avvenire con tecniche giuridiche diverse, che vanno dalla remissione del debito insoluto a fronte del trasferimento di azioni, alla datio in solutum di azioni per estinguere un debito insoluto, alla cessione del credito insoluto, al conferimento azionario del debito insoluto, ecc.

## (segue): premessa terminologica

---

Lo swap nel mercato del **countertrade**: si intende in senso lato un baratto tra merci. In estrema semplificazione, un paese in via di sviluppo e con scarse riserve valutarie cede ad un paese industrializzato materie prime in cambio di prodotti finiti che hanno un valore uguale a quello delle materie prime cedute. Anche in questo caso le operazioni sono assai complesse, spesso plurilaterali e possono concretarsi in una normale permuta o in più contratti tipici tra parti diverse legati tra loro.

Lo swap del mercato dei derivati di credito: il "**credit default swap**" è assimilabile ad una promessa di pagamento sospensivamente condizionata alla solvenza di un terzo debitore. Da citare il **total rate of return swap**.

# DEFINIZIONE DEL CONTRATTO DI SWAP DI INTERESSI E CAMBI

---

Lo *swap* è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato in base a parametri di riferimento diversi

- "reciprocamente": necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale (sinallagma)
- pluralità di pagamenti (almeno una parte deve all'altra due )
- "parametro" va in senso lato, incluso elemento temporale del pagamento. Determinato e determinabile
- causa: scambio di pagamenti, il cui ammontare è determinato in base a parametri di riferimento diversi. Funzione economico sociale meritevole tutela (favorisce liquidità mercati finanziari e lo sviluppo dei commerci)

## .... CONTINUA

---

Contratto di swap considerato atipico

- consensuale
- ad effetti obbligatori
- a prestazioni corrispettive (opponibilità clausola risolutiva espressa 1456, opponibilità eccezione inadempimento 1460, e clausola solve et repete 1463, sospensione prestazione in caso di mutamento delle condizioni patrimoniali 1461, risoluzione per impossibilità *sopravvenuta* 1463)
- ab intuitu personae (non cedibilità, disciplina fallimentare)
- di durata o ad esecuzione periodica (irretroattività effetti condizione risolutiva 1360, inapplicabilità recesso unilaterale per prestazioni eseguite 1373, risoluzione per inadempimento 1458)
- forma libera

# NECESSITA' DI EQUIVALENZA ECONOMICA DELLE PRESTAZIONI?

---

- Al momento della conclusione e successivamente
- Prassi finanziaria e analisi giuridica
- Ammissibilità sproporzione non significa irrilevanza tra il valore delle prestazioni

Vendita: prezzo elemento essenziale, ma è indifferente sotto il profilo dell'essenzialità, l'ammontare, che può essere rilevante ai fini della rescissione (o eccessiva tenuità rilevante ai fini simulazione vendita mista con donazione).

Sproporzione trova limite nella simbolicità o irrisorietà del prezzo: viene meno la causa di scambio di bene contro prezzo. Apprezzamento del giudice. (Rubino, Bianca, Ferri)

- Il valore tra le prestazioni è irrilevante nella causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso



## .... CONTINUA

---

- Nei contratti (la cui causa è) di scambio assume rilievo giuridico la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio
- La valutazione di questa maggiore utilità è meramente psicologica e soggettiva (scambi antieconomici hanno pari dignità giuridica rispetto a quelli economici)
- Irrilevanza equivalenza economica delle prestazioni dello *swap*

# NATURA ALEATORIA O COMMUTATIVA DEL CONTRATTO DI SWAP?

- 
- Importanza distinzione: se aleatorio evita risoluzione per eccessiva onerosità (1467), ma rischio eccezione di gioco (1933); se commutativo si applica – salvo patto contrario -1467, e si evita 1933
  - Incertezze sulla definizione del contratto aleatorio
  - Alea come oggetto del contratto; obbligazione di *pati* (Boselli)
  - Rischio incide direttamente sull'oggetto del contratto nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi se non in funzione del rischio (Messineo)
  - Non è noto nè certo il rapporto tra l'entità del vantaggio e quella del rischio
  - Incertezza non sul valore economico delle prestazioni ma sull'esistenza o sull'entità di una o tutte le prestazioni (Rotondi)
  - Quando la misura della prestazione si richiama ad un evento futuro ed incerto (Ascarelli)
  - Elemento centrale è la previsione di un evento che agisce sulle reciproche posizioni giuridiche in maniera non reciproca (Gambino)
  - Disconoscimento categoria. Termine metagiuridico (Pino)

## .... CONTINUA

---

In generale i contratti (a causa) di scambio si specificano ulteriormente in causa commutativa e aleatoria.

- Per i primi non vi è bisogno di equivalenza economica, ma ciascuna prestazione deve mantenere un valore positivo per ogni contraente. La possibilità di assumere un valore negativo è propria del rischio che è oggetto del contratto aleatorio. Perché ciò avvenga in un c. commutativo necessita volontà esplicita delle parti. Al di fuori di questa volontà, se per eventi straordinari la prestazione assume valore negativo, il c. assume una funzione diversa da quella propria concretando un vizio funzionale della causa commutativa, il cui rimedio è l'art. 1467.
- Per i secondi tale risultato negativo è accettato *ab origine*.

## .... CONTINUA

---

- Nel contratto di swap non è affatto incerta l'esistenza di una o entrambe le prestazioni, nè il loro ammontare
- Il rischio di variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio, nè si pone come causa dello scambio: il rapporto tra entità del vantaggio (scambio) e il rischio è noto
- Fattore incertezza comune ai contratti a termine (Gabrielli, Bianchi D'Espinosa, Ascarelli, Auletta, Dalmartello e giurisprudenza)
- Valore positivo emerge dallo scambio in sè, o meglio lo scambio è il valore positivo. Lo scopo viene soddisfatto con lo scambio. Considerare motivi o farli permeare fino alla causa porta a situazioni paradossali.
- Lo swap esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa immanente che caratterizza il contratto di scambio (Ferrarini, Chiomenti, Mori, F. Rossi)
- Alea normale è quel rischio che il contratto comporta ed al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto.
- Art. 1467 inapplicabile per accordi tra le parti (le parti vogliono coprire proprio le variazioni di mercato non prevedibili)

## ECCEZIONE DI GIOCO ex ART.1933

---

- Giurisprudenza ha applicato 1933 agli *swaps* (Trib. Milano)
- Art.23 T.U. "nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati non si applica l'art. 1933"
- Critica alla interpretazione costitutiva dell'art.23 T.U.
- Precedenti della norma:
- Art.2, l.3326/1876 "per i contratti di borsa è consentita azione in giudizio anche quando abbiano per oggetto il solo pagamento delle differenze"
- art.43, l. 272/1913 riconosce in Italia il contratto di borsa stipulato all'estero "quand'anche sia stato convenuto di risolverlo col pagamento della sola differenza dei prezzi di borsa" (art.8, l. 3278/1923 riporta art. 43 cit.)
- Art. 5, r.d.l. 601/1925 "ai contratti di borsa, anche se conclusi fuori borsa e senza l'intervento di agenti di cambio, non può essere opposta l'eccezione di gioco"
- Art.23, l. 1/1991" contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati su mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi come oggetto indici su tali valori mobiliari tassi di interesse e valute"
- Art. 18, d.lgs. 415/1996 "contratti a termine su indici....stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento"

## .... CONTINUA

---

- Falso problema che nasce da *vexata quaestio* su contratti differenziali
- Affari differenziali impropri (diversi contraenti in tempi diversi)
- Affari differenziali propri (diversi contratti con stessa controparte)
- Contratti differenziali (una sola manifestazione di volontà al momento della conclusione del contratto che non vi sarà alla scadenza la consegna dei titoli ed il pagamento del prezzo, ma soltanto l'obbligo del pagamento da parte del soccombente della differenza tra il prezzo dedotto in contratto ed il prezzo dei titoli al momento della scadenza)
- Nella pratica borsistica esistevano soltanto i primi due, mentre i contratti differenziali erano sconosciuti. La dottrina di 50 anni fa liquidò la questione sui c. differenziali definendoli aleatori, assimilabili alla scommessa e non risolvibili per eccessiva onerosità
- Il legislatore passato ha ritenuto di dover intervenire per escludere espressamente l'applicabilità eccezione gioco ai differenziali di borsa.
- Il legislatore odierno si è inserito su tale solco, tenendo anche presente che tra i contratti derivati vi sono contratti differenziali (futures, opzioni su indici)

## .... CONTINUA

---

- Natura dichiarativa dell'art. 23 T.U.F.
- Si riferisce anche a contratti tipici commutativi per i quali la non applicabilità dell'eccezione de qua deriva dalla natura del contratto
- Non applicabilità ai contratti derivati stipulati nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento non significa a contrariis che gli stessi contratti stipulati al di fuori di tali servizi siano soggetti al 1933 (se così fosse, contratti commutativi sarebbero soggetti all'eccezione di gioco)
- L'applicazione della eccezione va determinata in base alla natura del contratto (aleatorio e non meritevole di tutela)
- Al contratto di *swap*, anche concluso al di fuori dei servizi di investimento, non si applica l'art. 1933.

# **LA FUNZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI DI CREDITO**



# PUNTI CHIAVE

---



**NATURA DEL RISCHIO DI CREDITO**



**PRINCIPALI APPLICAZIONI**

# CREDITO COME COMMODITY

---

- Il "credito" è una *commodity* che consiste nella capacità di un determinato soggetto di soddisfare una obbligazione di pagamento ....è irrilevante la forma in cui esso si manifesta
- La segmentazione del mercato del credito fa sì che esistano prezzi differenti sulla stessa *commodity*, ovvero la capacità di soddisfare una obbligazione di pagamento

## ..... CONTINUA

---

- Ad esempio, il prestito di una banca ad 1 anno, la fornitura di merce con pagamento dilazionato ad 1 anno, la locazione di un immobile con affitto annuale posticipato, l'obbligazione di pagamento derivante da un contratto di assicurazione ecc..., tutte queste operazioni hanno lo stesso rischio di credito, ma sono prezzate diversamente!
- ....eppure la *commodity* è uguale!

## ..... CONTINUA

---

- I credit derivatives sono strumenti *over-the-counter* che consentono di isolare, prezzare e trasferire il rischio di credito indipendentemente dalla "forma" specifica che esso assume.

# PRINCIPALI APPLICAZIONI

---

1. Efficace diversificazione degli investimenti
2. Ottimizzazione capacità di credito inutilizzata
3. Ottimizzazione capitale regolamentare
4. Ottimizzazione limiti di credito e grandi fidi
5. Mantenimento/accrescimento relazione banca-cliente
6. Trading di credito
7. Riduzione dipendenza dal costo del funding
8. Possibilità di creare strutture *tailor-made*

# 1. EFFICACE DIVERSIFICAZIONE DEGLI INVESTIMENTI

---

- Diversificazione del portafoglio crediti non più "optional"
- Maggiore diversificazione comporta minore volatilità con conseguente miglioramento del profilo di rischio del portafoglio
- Crescente sofisticazione nella gestione globale dei rischi, incentivata anche dalle banche centrali che consentono riduzioni di capitale regolamentare se esistono "validi" modelli interni per la gestione del rischio di credito

## .... CONTINUA

---

- La diversificazione si può attuare senza credit derivatives, ma ovviamente comporta:
  - Costi e rischi di custodia
  - Costi di *clearing*
  - Eventuale necessità di porre in essere uno *swap* per coprire rischi di cambi e tassi
    - >> ed in questo caso....rischio controparte *swap* e capitale assorbito per controparte *swap*

# EFFICACE DIVERSIFICAZIONE DEGLI INVESTIMENTI

---

- Possibilità di diversificare attraverso strumenti non disponibili sul mercato:
  - Riduzione/aumento livello di concentrazione verso un determinato paese e/o settore
    - >> Esempio: Banca giapponese che riduce esposizione verso nominativi sud - coreani acquistando protezione da una banca USA (sostituisce rischio paese Corea del Sud con rischio USA)
  - Creazione di " nuova" esposizione creditizia
    - >> Banca cinese che vende protezione su rischio Nuova Zelanda (su cui non aveva in precedenza alcuna esposizione)



## .... CONTINUA

---

- Sono, quindi, utilizzati per:
  - Assumere rischio su mercati dove la banca non è presente
  - Ridurre naturali concentrazioni di rischi per industrie e o paesi (es. riduzione esposizione asiatica e latino-americana)

## .... CONTINUA

---

- I credit derivatives rappresentano la soluzione ai citati problemi di diversificazione:
  - Riducono i costi ed i rischi della diversificazione,
  - Superano la segmentazione dei mercati
  - Separano il rischio di credito dallo strumento da cui trae origine e lo trasformano in una *commodity* facilmente trasferibile

## 2. OTTIMIZZAZIONE CAPACITA' DI CREDITO INUTILIZZATA

---

- Avere capacità di credito inutilizzata è costoso e inefficiente
- I credit derivatives consentono una assunzione di **rischi a breve termine** a valere su limiti paese e linee di credito verso clientela oppure di **rischi a medio termine** verso aree del mondo o aziende dove la banca non è presente o non ha possibilità di instaurare rapporti di affari

### 3. OTTIMIZZAZIONE CAPITALE REGOLAMENTARE

---

- Il capitale serve alla banca per supportare la crescita (interna o per acquisizioni domestiche o internazionali), ma fintanto che ciò non avviene si crea facilmente eccesso di capitale. Tale esubero non è sempre un aspetto positivo per le banche.
- L'ottimizzazione si può ottenere tramite credit derivatives vendendo protezione su rischi *investment grade* e per brevi durate.
- Nel caso opposto, di scarsità di capitale, i credit derivatives consentono di liberare capitale regolamentare comprando protezione

## 4. OTTIMIZZAZIONE LIMITI DI CREDITO E GRANDI FIDI

---

- *Credit paradox*: proprio con la migliore clientela il (giusto) limite di esposizione, sia esso interno o dettato dalla Banca Centrale, impedisce la crescita del rapporto
- Grazie ai credit derivatives, il raggiungimento del limite di credito non è più un ostacolo che limita la crescita del rapporto con il cliente; la banca può effettuare operazioni di acquisto protezione sui nominativi con ottimo profilo di credito a basso costo.

## 5. MANTENIMENTO/ACCRESIMENTO RELAZIONE BANCA-CLIENTE

---

- La separazione del rischio di credito dall'asset di riferimento permette alle banche di "cedere" questo tipo di rischio a terze parti interessate senza dovere interrompere la relazione con il proprio cliente
- Al contrario, invece, i credit derivatives vengono sempre più utilizzati al fine di liberare linee di credito a favore di determinate controparti per potere, poi, accordare loro nuovi finanziamenti: possono, quindi, "migliorare" la relazione creditizia tra banca e cliente

## .... CONTINUA

---

- Le alternative a disposizione delle banche per "liberarsi" dal rischio di credito relativo alle proprie esposizioni potrebbero essere costituite dalla loro vendita sul mercato secondario ("loan sale") o dalla securitization (a seconda del tipo di reference asset): le due soluzioni potrebbero, però, minare alla base la relazione banca-cliente

## 6. TRADING DI CREDITO

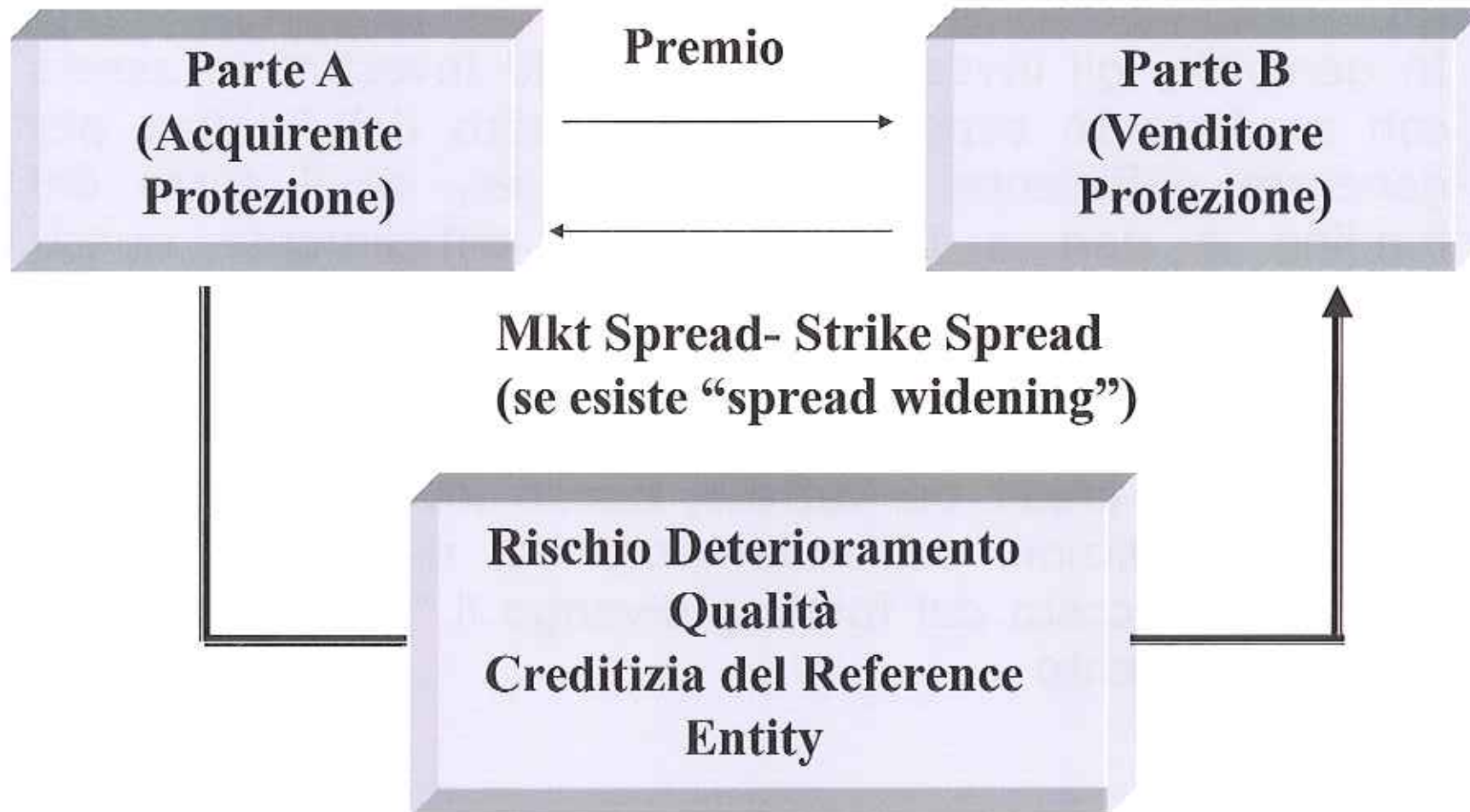
---

- I credit derivatives sono strumenti per implementare strategie di *credit spread tightening/widening views* senza incorrere nei consueti – e fino ad ora imprenscondibili – rischi di tasso e cambio o sostenendo dei costi aggiuntivi per eliminare tali rischi



## .... CONTINUA

---



## 7. RIDUZIONE DIPENDENZA DAL COSTO DEL FUNDING

---

- In generale, gli investitori tendono ad investire in assets con rendimento superiore al loro costo del funding per generare sufficiente redditività (ad es. se il costo del funding è pari a Libor +10 bp, difficilmente questi investiranno in titoli AAA con rendimento pari a Libor -20 bp)
- Utilizzando i credit derivatives, questi investitori possono prendere posizioni sull'andamento del rischio di credito senza che il costo del funding divenga il "benchmark" del loro investimento

## **8. POSSIBILITA' DI CREARE STRUTTURE *TAILOR-MADE***

---

- Il mercato obbligazionario "costringe" l'investitore ad adottare un "approccio catalogo"
- L'investitore è obbligato a scegliere il suo investimento all'interno di una "lista" di obbligazioni offerte dal mercato
- La scelta è, pertanto, limitata a titoli le cui caratteristiche sono già determinate (scadenza, rischio emittente, divisa, ecc.) e che possono non incontrare l'esatto profilo rischio-rendimento desiderato dall'investitore stesso

## .... CONTINUA: CREDIT LINKED-NOTE

---

- La CLN è un titolo di credito, il cui pagamento degli interessi e del capitale a scadenza è legato al rischio di credito "terzo", ossia di insolvenza (*default*) di un Rischio di Riferimento (*Reference Entity*), o di un paniere di Rischi di Riferimento, così come scelto dall'investitore

## .... CONTINUA: CREDIT LINKED-NOTE

---

- Con la CLN è l'investitore che costruisce il proprio investimento in base a precise scelte di rischio-rendimento
- L'investitore, infatti, sceglie in quali tipologie di rischio investire: rischio sovrano, società (*corporate*) o intermediari finanziari, con la possibilità di effettuare una combinazione tra più rischi in base a scelte precise di investimento (durata, importo, divisa)

## .... CONTINUA: CREDIT LINKED-NOTE

---

- La CLN può essere legata (*linked*) a qualsiasi tipologia di rischio di credito:
  - Rischi su società o banche, residenti in qualsiasi paese e che possono avere o meno un *rating*
  - L'investitore potrà, quindi, investire su qualità di credito che meglio incontrano il profilo rischio-rendimento dell'investimento desiderato
  - Rischi sui paesi emergenti come l'India, il Messico, il Sud Africa, l'Ungheria, ecc.

# **PROFILI CIVILISTICI DEI DERIVATI DI CREDITO**

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I. *Credit default swap* semplice**

1. Descrizione della fattispecie
2. Atipicità della fattispecie
3. Definizione del contratto

### **II. *Credit default swap* complesso**

1. Descrizione della fattispecie
2. Tecniche di trasferimento del credito
3. Atipicità della fattispecie



# DESCRIZIONE DELLA FATTISPECIE

---

Il **credit default swap** (rectius: credit event – dependent swap) è quel contratto in forza del quale il venditore di protezione, verso il pagamento di un premio, si obbliga ad eseguire un pagamento, determinato o determinabile, in favore del compratore di protezione, al verificarsi di un evento futuro ed incerto, che esprime il deterioramento del profitto creditizio di un Ente di Riferimento

# GLI ELEMENTI DELLA FATTISPECIE : II

## *Credit Event*

---

L'evento o credit event , da cui dipende il credit default swap può consistere in:

- bankruptcy event (dichiarazione giudiziale di insolvenza, instaurazione di una procedura concorsuale , liquidazione, ecc)
- failure to pay (mancato pagamento di un'obbligazione pecuniaria)
- repudiation (disconoscimento della validità di una o più obbligazioni)

### Credit event # Event of default

L'**event of default** ha lo scopo di far decadere il debitore dal beneficio del termine al verificarsi dei primi segnali che possono preludere ad un suo futuro stato di insolvenza e, quindi, tende ad essere il più ampio possibile a tutela e vantaggio del creditore. Il credit event ha lo scopo di rilevare nel modo più oggettivo possibile le situazioni che rappresentano un tangibile ed inequivocabile segno di insolvenza del debitore

Inoltre, tale evento si considera avvenuto soltanto quando esistono informazioni pubbliche

**(publicly available information)**

## GLI ELEMENTI DELLA FATTISPECIE: *l'Importo Nozionale, la determinazione del Quantum e del Premio*

---

- **L'importo nozionale** (dell'esposizione verso l'Ente di Riferimento) è l'imprescindibile parametro di riferimento per la determinazione dell'importo dovuto dal venditore di protezione al verificarsi del *credit event*
- La determinazione del **quantum** dovuto dal venditore di protezione può essere effettuata facendo riferimento a tre metodi di pagamento sulla cui base sarà tenuto a corrispondere alternativamente:
  - A. La differenza tra l'importo nozionale (o una percentuale dello stesso) ed un importo che rappresenta il valore di mercato di un determinato credito pecuniario nei confronti dell'Ente di Riferimento dopo il verificarsi del *credit event* (Reference Obligation)
  - B. Una percentuale predefinita dell'importo nozionale
  - C. (L'importo nozionale)
- Il compratore di protezione si obbliga a corrispondere un **premio** il cui ammontare è una funzione della probabilità del verificarsi dell'evento, del quantum dovuto dal venditore di protezione e delle condizioni di mercato.<sup>83</sup>

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I.** *Credit default swap* semplice

1. Descrizione della fattispecie

2. Atipicità della fattispecie

3. Definizione del contratto

### **II.** *Credit default swap* complesso

1. Descrizione della fattispecie

2. Tecniche di trasferimento del credito

3. Atipicità della fattispecie

# FIDEUSSIONE ED ESPROMISSIONE

---

**Il *credit default swap* non appare riconducibile alla fattispecie contrattuale di:**

## Fideiussione

- Mentre la caratteristica principale della fideiussione è l'accessorietà tra l'obbligazione del fideiussore e l'obbligazione garantita, nel *credit default swap* l'obbligazione del venditore di protezione è del tutto autonoma rispetto alla obbligazione dell'Ente di Riferimento. Pertanto, mentre la validità della fideiussione dipende dalla validità dell'obbligazione principale (art. 1939 c.c.), nel *credit default swap* tale profilo è irrilevante
- Il fideiussore può opporre al creditore tutte le eccezioni che spettano al debitore principale (art.1945 c.c.), il venditore di protezione, invece, non può opporre alcuna eccezione
- La fideiussione non può essere prestata a condizioni più onerose del credito garantito (art. 1941 c.c.), invece il venditore di protezione, di norma, assume un'obbligazione a condizioni più onerose
- Nella fideiussione è prevista la surrogazione del fideiussore che ha pagato il debito nei diritti che il creditore aveva verso il debitore (art. 1949 c.c.), nel *credit default swap*, invece, tale surrogazione non è possibile in virtù dell'autonomia dell'obbligazione del venditore di protezione rispetto a quella dell'Ente di Riferimento

## Espromissione

- Nell'espromissione un terzo rispetto al rapporto tra debitore e creditore si obbliga verso il creditore, in via autonoma e non accessoria a pagare un debito altrui
- Nel *credit default swap* il venditore di protezione si obbliga, in via autonoma e non accessoria, a pagare al compratore non un debito altrui, ma un debito nuovo e proprio, e al solo verificarsi di un *credit event*, che non necessariamente dovrà consistere in un adempimento dell'Ente di Riferimento

# ASSICURAZIONE E SCOMMESSA

---

**Il *credit default swap* non appare riconducibile neanche a:**

## **Contratto di assicurazione:**

- Il contratto di assicurazione è nullo per difetto di causa sia se al momento della conclusione del contratto, non esista alcun rischio da trasferire in capo all'assicuratore, o tale rischio abbia cessato di esistere (art. 1895 c.c.)
- Mentre la causa dell'assicurazione contro i danni risiede nel trasferimento del rischio, dietro corrispettivo di un premio, la causa del *credit default swap* risiede nell'assunzione del rischio, verso corrispettivo di un premio
- La diminuzione o l'aggravamento del rischio assicurato sono causa di mutamenti nell'entità del premio dovuto dall'assicurato e possono condurre persino alla scelta dell'assicuratore di recedere dal contratto. Nel *credit default swap*, al contrario, una qualsiasi variazione nel grado di rischio non produce alcun effetto sulle obbligazioni delle parti contraenti

## **Contratto di scommessa:**

- L'esito della scommessa può dipendere, oltre che da un evento futuro e incerto, anche da un evento passato, mentre il *credit default swap* non può che dipendere da un evento futuro ed incerto
- Il contratto di scommessa può anche avere ad oggetto una unica posta che le parti si obbligano reciprocamente a pagare all'esito della sfida, invece, nel *credit default swap* le obbligazioni di pagamento che le parti assumono sono sempre di entità differente ed è solo quella di uno dei contraenti ad essere condizionata
- La scommessa è fondata su una causa di sfida in base alla sorte e, quindi, è considerata come atto socialmente ed economicamente improduttivo, come tale, meritevole soltanto di una limitata tutela giuridica. Nel *credit default swap* manca la leggerezza tipica della scommessa pertanto l'art. 1933 c.c. non è applicabile

# NEGOZIO CONDIZIONATO ED *EMPTIO SPEI*

---

L'atipicità del *credit default swap* vale anche nei confronti di:

## Negozio condizionato:

- l'efficacia del negozio condizionato è subordinata all'avverarsi o meno dell'evento previsto in condizione, invece, nel *credit default swap*, il contratto è pienamente efficace sin dal momento della sua conclusione, ma è la prestazione del venditore di protezione a dipendere dal verificarsi del *credit event*

## Emptio Spei:

- Mentre l'oggetto dell'*emptio spei* è la *spes*, oggetto del *credit default swap* è l'assunzione del rischio di deterioramento del profilo creditizio di un Ente di Riferimento
- Nell'*emptio spei* il venditore è obbligato a trasferire la proprietà (o altro diritto), dei beni che verranno ad esistenza, mentre, nel *credit default swap* il venditore di protezione è obbligato ad effettuare uno o più pagamenti di denaro al verificarsi del *credit event*
- La causa tipica dell'*emptio spei* è quella della compravendita, invece, la causa del *credit default swap* consiste nello scambio di un premio contro l'obbligo di dover effettuare dei pagamenti, predeterminati o predeterminabili

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I. Credit default swap** semplice

1. Descrizione della fattispecie
2. Atipicità della fattispecie
3. Definizione del contratto

### **II. Credit default swap** complesso

1. Descrizione della fattispecie
2. Tecniche di trasferimento del credito
3. Atipicità della fattispecie



# LA LICEITA' DEL CONTRATTO E LA SUA UTILITA' SOCIALE

---

Alla luce di quanto sin qui detto appare chiaro che il *credit default swap* non sembra riconducibile ad alcuna fattispecie e, pertanto, sembra concretare un'ipotesi di **contratto innominato**

Occorre verificare non solo se esso sia **lecito** (valutazione in senso negativo), ma anche se sia **diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela** secondo l'ordinamento giuridico (valutazione in senso positivo):

- sembra potersi escludere che il *credit default swap* sia diretto a conseguire interessi contrari a specifici divieti di legge o a principi generali dell'ordinamento
- sembra potersi affermare che esso non realizzi interessi privi di rilevanza giuridica, quali quelli ludici, di sfida o di didattica:

L'utilità sociale di questo contratto, consiste nel **rendere più efficienti i mercati finanziari**, riducendone la segmentazione e i costi associati alla raccolta fondi, alla compravendita e alla custodia dei titoli, migliorandone la distribuzione dei rischi, e non solo dei rischi di credito, ma anche dei rischi di cambio e di quelli inerenti alla custodia dei titoli

# DEFINIZIONE DEL CONTRATTO

---

Il contratto può essere inquadrato nella categoria dei contratti aleatori:

- **L'oggetto** di tale contratto è il rischio di deterioramento del profilo creditizio di un Ente di Riferimento;
- **L'obbligazione fondamentale** del venditore di protezione sta in un *pati*, nel dover sopportare tale rischio;
- **Il premio** è elemento essenziale della fattispecie, costituendo la controprestazione, dovuta dal compratore di protezione, a fronte dell'assunzione del rischio da parte del venditore di protezione

## DEFINIZIONE DEL CONTRATTO (....segue)

---

Pertanto, il *credit default swap*:

- è assoggettato alla disciplina del art. 1469 c.c. che esclude la risoluzione del contratto per eccessiva onerosità
- è, al pari di altri contratti di credito, un contratto *ab intuitu personae*, proprio in virtù del rilievo in esso desunto dalla personale valutazione che ogni contraente fa della controparte, che rende, in concreto, essenziali le qualità personali dei soggetti stipulanti e che dà ragione della sua incredibilità a terzi, fatto salvo il patto contrario
- deve considerarsi un contratto consensuale, e quindi deve ritenersi concluso, secondo quanto stabilito in via generale dall'art. 1326 c.c., nel momento in cui colui che ha fatto la proposta ha conoscenza dell'altrui accettazione
- è un contratto a prestazioni corrispettive, con la conseguenza che, ad esempio, la mancanza dell'obbligazione di pagare il premio determina la nullità del contratto per vizio del sinallagma funzionale
- è un contratto ad effetti obbligatori
- è un contratto ad esecuzione differita

Non sono prescritti né vincoli di forma *ad substantiam* né *ad probationem*, e quindi la conclusione del contratto può essere provata con qualunque mezzo.

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I.** *Credit default swap* semplice

1. Descrizione della fattispecie
2. Atipicità della fattispecie
3. Definizione del contratto

### **II.** *Credit default swap* complesso

1. Descrizione della fattispecie
2. Tecniche di trasferimento del credito
3. Atipicità della fattispecie

# IL CREDIT DEFAULT SWAP NELLA PRASSI COMMERCIALE

Nella prassi commerciale di cui è oggetto il contratto di *credit default swap*, si registra una variante negoziale, di carattere strutturale:

Qualora il *quantum* dovuto dal venditore di protezione, al verificarsi del *Credit Event*, corrisponda all'importo nozionale dell'esposizione creditizia verso l'Ente di Riferimento, il compratore di protezione generalmente si obbliga, a sua volta, ed ulteriormente, a "trasferire" alla controparte un credito pecuniario (Credito da Trasferire o Deliverable Obligation), il cui debitore è l'Ente di Riferimento, per un ammontare pari alla somma ricevuta in esecuzione del contratto di *credit default swap*

La presente fattispecie viene definita ***credit default swap complesso***

Il **Credito da Trasferire** può essere rappresentato da un titolo obbligazionario, o può consistere in un credito pecuniario derivante da un contratto di mutuo, di leasing, di locazione, di vendita o altro

Nel *credit default swap* complesso, all'Obbligazione di Riferimento, presente nello schema negoziale del *credit default swap* semplice, si sostituisce la previsione del Credito da Trasferire da parte del compratore di protezione

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I.** *Credit default swap* semplice

1. Descrizione della fattispecie
2. Atipicità della fattispecie
3. Definizione del contratto

### **II.** *Credit default swap* complesso

1. Descrizione della fattispecie
2. Tecniche di trasferimento del credito
3. Atipicità della fattispecie

# LA SURROGAZIONE PER PAGAMENTO E LA CESSIONE DEL CREDITO

---

Le forme tecniche di trasferimento del credito dipendono, essenzialmente, dalla natura del Credito da Trasferire.

Nel caso in cui si tratti di un titolo obbligazionario, il compratore di protezione è obbligato a trasferire la proprietà del titolo consegnandolo al venditore della protezione

Nel caso in cui il Credito da Trasferire trovi la sua fonte in un contratto di mutuo, di leasing, di locazione, di vendita od altro, il trasferimento potrà avvenire in diversi modi:

## ➤ **La surrogazione per pagamento:**

- A seguito del pagamento ed in forza di una dichiarazione espressa dal creditore di surrogare il terzo nei propri diritti, questi subentra nella posizione giuridica del creditore soddisfatto, realizzandosi una successione a titolo particolare, *ope legis*, nel lato attivo del rapporto obbligatorio;
- Ha carattere negoziale, in quanto consiste in un atto di disposizione del creditore in ordine alla sorte del proprio credito;
- Deve essere contemporanea al pagamento

# LA SURROGAZIONE PER PAGAMENTO E LA CESSIONE DEL CREDITO (...segue)

---

## ➤ La cessione del credito:

- In base a tale meccanismo il creditore può trasferire a titolo oneroso o gratuito uno o più crediti verso uno o più debitori, anche senza il consenso di questi ultimi. La nozione di trasferimento, in tal caso, implica l'identità del diritto, nel senso che il diritto spettante al nuovo creditore è giuridicamente coincidente con quello spettante al creditore originario
- Si realizza attraverso un atto a struttura negoziale e specificamente contrattuale, tra cedente e cessionario, produttivo di effetti reali
- La cessione può aver luogo *pro solvendo* o *pro soluto*, cioè con o senza assunzione, da parte del creditore cedente, della garanzia negoziale della solvenza del debitore ceduto
- Il debitore è parte del rapporto obbligatorio ceduto, ma non è parte del contratto di cessione



# LA SUB- PARTICIPATION

---

Inoltre, il trasferimento può avvenire anche con:

## **La creazione di una sub-participation:**

➤ E' un contratto in cui sono presenti due parti, rispettivamente il "venditore di rischio" ed il "compratore di rischio", che non intendono trasferire diritti e obblighi relativi ad un determinato prestito, ma soltanto il rischio di credito ad esso inerente

➤\_Il compratore di rischio (Sub-partecipante o Depositante) esegue un deposito presso la banca venditrice di rischio (Sub-partecipata o Depositaria) per un ammontare pari al credito concesso da quest'ultima. La banca depositaria, da parte sua, si obbliga a restituire il deposito e a pagare gli interessi pattuiti al sub-partecipante , se ed in quanto riceverà dal mutuatario equivalenti somme di denaro

➤ Quello di sub-partecipazione è un contratto perfettamente autonomo rispetto al contratto che ha originato il prestito il cui rischio è stato trasferito

In tutte le ipotesi di trasferimento del rischio appena esposte, le parti possono concordare che il trasferimento stesso sia *undisclosed* al debitore e, cioè, che questo avvenga a sua insaputa.

Nella concreta prassi commerciale il metodo di trasferimento del credito più utilizzato è il trasferimento della proprietà del titolo obbligazionario o la cessione del credito. Anche il metodo della *sub-participation* viene ampiamente utilizzato, mentre la surrogazione per il pagamento viene utilizzata solo in via residuale.

# I DERIVATI DI CREDITO

---

## Sezioni

### **I. Credit default swap** semplice

1. Descrizione della fattispecie
2. Atipicità della fattispecie
3. Definizione del contratto

### **II. Credit default swap** complesso

1. Descrizione della fattispecie
2. Tecniche di trasferimento del credito
3. Atipicità della fattispecie

# ATIPIICITA' DELLA FATTISPECIE

---

**Il credit default swap complesso non appare riconducibile alla fattispecie contrattuale di:**

## Opzione:

- **Nel credit default swap complesso vi è un unico contratto**, mentre nell'opzione vi sono due distinti contratti: l'opzione in senso stretto, attuale e immediata e la compravendita eventuale e futura
- Il compratore dell'opzione può assumere, a seconda del diritto che acquista con l'opzione, la posizione di venditore o compratore della compravendita eventuale e futura, mentre, nel credit default swap complesso, il compratore di protezione è sempre, e necessariamente, l'eventuale venditore della compravendita

## ....CONTINUA

---

### Vendita sospensivamente condizionata:

- Nella vendita condizionata **rimangono sospesi tutti gli effetti definitivi del contratto**, rappresentati dal trasferimento del diritto, dall'obbligazione del prezzo e dall'obbligazione di consegna. Nel *credit default swap complesso*, invece, il premio, da parte del compratore di protezione, è comunque dovuto, mentre ad essere sospensivamente condizionate al verificarsi del Credit Event sono l'obbligazione di pagamento del venditore di protezione e la contestuale obbligazione di consegna dei titoli ad opera dell'altro contraente
- Nel *credit default swap* complesso il patto in base al quale viene trasferita la proprietà dei titoli è accessorio, mentre, nella vendita, il trasferimento della proprietà, o di altro diritto, rappresenta l'effetto tipico e, quindi, ineliminabile del contratto

**Il *credit default swap* complesso non altera la causa propria del *credit default swap* semplice, e, quindi, è da considerare come una *species* di quest'ultimo**

**REDUCTIO AD  
UNITATEM:  
I 5 PROTOTIPI**

# I contratti derivati finanziari

---

I contratti derivati finanziari possono essere tutti ricondotti a 5 prototipi.

Il primo prototipo è quello dello **swap di pagamenti**, cioè quel contratto in forza del quale **le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi**.

La causa è quella di scambio di obbligazioni di pagamento.

Il valore positivo emerge dallo scambio in sé o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto.

Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale.

Il contratto è, pertanto, commutativo ed i motivi per i quali le parti contraggono sono irrilevanti ai fini della determinazione della fattispecie. Trattasi di un contratto atipico.

# Il primo prototipo

---

A tale prototipo sono riconducibili:

- gli swap sugli interessi e sulle divise (**Irs** e **Ircs**),
- i **total rate of return swap** tra i derivati di credito,
- i **total return equity swap**, siano essi con cash o physical settlement.

Inoltre, possono essere ricondotti a tale prototipo anche i **commodity swap** ed i **weather index swap** con pluralità di pagamenti, entrambi contratti che prevedono il pagamento di più differenziali nel tempo.

## Il secondo prototipo

---

Il secondo prototipo è quello del contratto differenziale semplice che può essere definito come

**il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori.**

Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto.



## Il secondo prototipo:(segue)

---

Sono riconducibili a questo prototipo

- gli swap domestici (domestic currency swap),
- i fra o forward rate agreements,
- i financial futures su indici,
- i financial futures su tassi di interesse,
- i financial futures su azioni,
- gli equity forward con cash settlement,
- i fund forward con cash settlement,
- i commodity forward con cash settlement,
- i weather index swap con singolo pagamento,
- i forward su indici economici e
- i credit spread swap.

## **Il terzo prototipo**

---

Il terzo prototipo è quello del contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento.

Si tratta di un contratto atipico aleatorio.

## Il terzo prototipo:(segue)

---

Sono riconducibili a questo prototipo

- i contratti di opzione sui tassi di interesse (interest rate option),
- i commodity call, put e collar tra i contratti derivati su merci,
- i weather call, put e collar tra i contratti derivati metereologici,
- i credit default swap tra i contratti derivati di credito e le economic call o put option tra i derivati su indicatori economici.

# Il quarto prototipo

---

Il quarto prototipo è quello tipico della compravendita e cioè lo scambio di bene contro prezzo.

La causa è commutativa.

Sono riconducibili a questo prototipo:

- i financial futures su titoli di stato e su titoli obbligazionari,
- i financial futures su merci,
- gli equity forward con physical settlement
- i commodity forward con physical settlement, quali i contratti derivati sui metalli preziosi ed energie.

# Il quinto prototipo

---

Il quinto ed ultimo prototipo è quello tipico del contratto di opzione e cioè quel contratto in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta.

Alla controparte spetta il diritto di concludere, o meno, un secondo contratto che può essere uno dei contratti elencati in precedenza.

La causa è commutativa.

Sono riconducibili a questo prototipo

- le opzioni su swap, su titoli, su divise, su indici,
- le equity options,
- le fund options,
- le commodity options,
- i credit spread options
- le opzioni su asset swap.

# Le caratteristiche comuni ai 5 prototipi

---

Caratteristiche giuridiche comuni ai 5 prototipi:

- consensuali
- forma libera (salvo art. 23 tuf) che richiede forma scritta
- effetti obbligatori
- onerosi
- ab intuitu personae
- inapplicabilità art. 1933 c.c. (contratti aleatori)
- scioglimento in caso di fallimento (art. 203 tuf applicazione analogica dell'art. 76 l. fall.)

# I contratti derivati sono una categoria giuridica?

---

- 5 prototipi sono considerati contratti derivati dal punto di vista economico;
- questi costituiscono una categoria giuridica?
- definizioni normative offerte non sono adeguate (v. Banca d'Italia, Reg. 2.7.91, Tit. V, cap.I , art. 49 oppure Circ. 23.6.94, sez.I, secondo comma)
- "contratti derivati" da non confondersi con "strumenti finanziari derivati"
- Non tutti i contratti derivati sono strumenti finanziari derivati
- Non tutti gli strumenti finanziari derivati sono contratti derivati (es. Cambio a termine, lett. g, art. 1, tuf)

# **(segue): I contratti derivati sono una categoria giuridica?**

---

- Ricerca caratteristica comune ai contratti derivati:
  - non sembra possa essere di natura legale (mancanza di elementi strutturali comuni);
  - non può essere l'oggetto o il parametro di riferimento (troppo vasto: dal giorno di sole al cacao, dall'indice di borsa al PNL di uno Stato);
  - non è il differenziale, la leva o l'atipicità;



## **(segue): I contratti derivati sono una categoria giuridica?**

---

- La ricerca di un denominatore comune può avere successo, invece, se si approfondisce l'aspetto teleologico analizzando gli strumenti finanziari derivati dal punto di vista *funzionale*. Infatti, un contratto derivato rientra nella definizione di strumento finanziario derivato e, quindi, nell'ambito della riserva di attività, quando assume una rilevanza tale da fare sorgere l'esigenza di tutela nei confronti del pubblico che si ritiene contraente debole rispetto agli operatori finanziari professionali.
- Peraltro, nell'economia moderna sono numerosi i contratti nei confronti del pubblico o dei consumatori che non richiedono una riserva di attività ed un regime speciale.

## **(segue): I contratti derivati sono una categoria giuridica?**

L'esigenza di questa tutela specifica nasce dalla considerazione che molti – ma non tutti – contratti derivati rappresentano la monetizzazione di un rischio che è di norma estraneo alla sfera giuridica dei contraenti () e che viene regolato attraverso obbligazioni di pagamento (e non con lo scambio di beni materiali o servizi). Tale rischio ha caratteristiche essenzialmente finanziarie che in genere richiedono conoscenze tecniche e professionali elevate per essere adeguatamente comprese. Molti contratti derivati hanno per oggetto un rischio che viene tradotto in un valore monetario secondo i parametri tipici dei cinque prototipi sopra descritti. Per essere strumento finanziario derivato si deve trattare di un rischio finanziario tant'è che diversi contratti derivati su merci, ad esempio, non rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati. Infatti, i contratti derivati su merci rientrano tra gli strumenti finanziari derivati se soddisfano almeno una delle condizioni sparse nelle lettere *e*), *f*) e *g*) della definizione legislativa e cioè: *a*) la liquidazione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti, *b*) sono trattati in un mercato regolamentato o equipollente, *c*) sono compensati in una stanza di compensazione. In altre parole, la distinzione mira a separare il contratto derivato su merci di natura commerciale con consegna fisica delle merci da quello che presenta almeno una caratteristica di finanziarietà individuata dal legislatore.

## **(segue): I contratti derivati sono una categoria giuridica?**

- In conclusione, la disordinata definizione di strumenti finanziari derivati cerca di cogliere un fenomeno - quello dei contratti derivati finanziari - al fine di riservarne l'attività di negoziazione professionale nei confronti del pubblico a soggetti regolamentati in considerazione della loro elevata finanziarietà.
- Sebbene a "maglie strette" la definizione non comprende tutti i contratti derivati finanziari che si utilizzano nei mercati finanziari (ad esempio diversi contratti derivati su merci: v. sopra).
- Infine, si ricorda che la riserva di attività non riguarda tutti gli strumenti finanziari derivati in quanto tali. Infatti, non si applica a quelli a) negoziati occasionalmente nei confronti del pubblico, b) negoziati professionalmente non nei confronti del pubblico e c) negoziati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari. Lo strumento finanziario derivato negoziato tra soggetti privati diversi da quelli indicati e che non operano professionalmente nei confronti del pubblico non è soggetto a riserva di attività nè al regime speciale ed è regolato dalle norme pattizie e dalle norme generali del nostro diritto privato.

## 2. Regime giuridico applicato agli strumenti finanziari derivati

---

- Per i contratti che rientrano nella elencazione di strumenti finanziari derivati di cui all'art.1, tuf, il legislatore ha previsto una disciplina comune che consiste principalmente nei seguenti aspetti:
  - requisito della forma scritta dei contratti a pena di nullità relativa (art. 23, primo comma, tuf)
  - obbligo generale di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati;
  - obblighi generali di acquisire informazioni necessarie dai clienti e di operare in modo che siano sempre adeguatamente informati (art.21, tuf);
  - obbligo di utilizzare comunicazioni pubblicitarie esposizioni corrette, chiare e non fuorvianti;

## **(segue): Regime giuridico applicato agli strumenti finanziari derivati**

---

- obbligo generale di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, obbligo di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- obbligo generale di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- obbligo di informazione specifica sui contratti derivati che si concreta nell'obbligo di menzionare nel contratto la notevole variabilità del valore di mercato, l'assunzione di un elevato rischio di perdite quale conseguenza normale dell'investimento, la possibilità di perdite di dimensioni anche eccedenti l'esborso originario e, comunque, non quantificabili (art. 9, comma quarto e quinto, regolamento Consob 8850)

# **LA DEFINIZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI**

**DECRETO LEGISLATIVO  
24 FEBBRAIO 1998 N. 58:  
" TESTO UNICO DELLE  
DISPOSIZIONI IN MATERIA DI  
INTERMEDIAZIONE  
FINANZIARIA".**

## Art. 1 *(definizioni)*

---

1. Nel presente decreto legislativo si intendono per:

*a), b), c), d), ....omissis....*

e) **"società di intermediazione mobiliare"** (Sim): l'impresa, diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art 107 del T.U. bancario, autorizzata a svolgere servizi di investimento, avente sede legale e direzione generale in Italia;

f) **"impresa di investimento comunitaria"**: l'impresa, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi di investimento, avente sede legale e direzione generale in un medesimo Stato comunitario, diverso dall'Italia;

g) **"impresa di investimento extracomunitaria"**: l'impresa, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi di investimento, avente sede legale in uno stato extracomunitario;

h) **"imprese di investimento"**: le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie;



## .....definizione originale del 1998

---

.....*omissis*.....

2. Per “ **strumenti finanziari**” si intendono:

- a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- b-bis*) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile;
- c) le quote di fondi comuni di investimento;
- d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e relativi indici;
- f) i contratti “*futures*” su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

## .....(continua) definizione originale del 1998

---

- g) i contratti di cambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
  - h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
  - i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
  - j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere;
3. Per "**strumenti finanziari derivati**" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere *f)*, *g)*, *h)*, *i)* e *j)*.

# Nuova definizione del 2007

---

- 1-bis. Per “**valori mobiliari**” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:
  - a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;
  - b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;
  - c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere;
  - d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.
- 1-ter. Per “**strumenti del mercato monetario**” si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali.

## (segue) nuova definizione del 2007

---

- 2. Per "**strumenti finanziari**" si intendono:
  - a) valori mobiliari;
  - b) strumenti del mercato monetario;
  - c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;
  - d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
  - e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

## **(segue) nuova definizione del 2007**

---

- f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;
- g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

## (segue) nuova definizione del 2007

---

- h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;
- i) contratti finanziari differenziali;
- j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.

## (segue) nuova definizione del 2007

---

- 2-bis. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:
  - a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera *g*), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;
  - b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera *j*), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.
- 3. Per "**strumenti finanziari derivati**" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere *d*), *e*), *f*), *g*), *h*), *i*) e *j*), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera *d*).

## **(segue) nuova definizione del 2007**

---

.....*omissis*.....

5. Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:
- a) negoziazione per conto proprio;
  - b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;
  - c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
  - c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
  - d) gestione di portafogli;
  - e) ricezione e trasmissione di ordini;
  - f) consulenza in materia di investimenti;
  - g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.



## Art. 18 **(soggetti)**

---

1. **L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche.**
2. Le Sgr possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere *d)* ed *f)*. Le società di gestione armonizzate possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere *d)* ed *f)*, qualora autorizzate nello Stato membro d'origine.
3. Gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere *a)* e *b)*, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché il servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettere *c)* e *c-bis)*.
- 3-bis. Le società di gestione di mercati regolamentati possono essere abilitate a svolgere l'attività di cui all'articolo 1, comma 5, lettera *g)*.
4. Le Sim possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge.

## (segue) Soggetti

---

- 5. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob:
- a) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, **nuove categorie di strumenti finanziari**, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività;
- b) adotta le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo, nel rispetto delle disposizioni comunitarie.

# **LA GRANDE ATTRAZIONE PER LE BANCHE**

# **Il ruolo dei derivati nelle strategie delle banche**



**Modalità di utilizzo nel portafoglio immobilizzato e nel portafoglio di negoziazione;**



**Il "segreto" del successo dei derivati**

# Portafoglio immobilizzato e di negoziazione

- Strumenti finanziari detenuti per finalità di investimento, cioè con l'intenzione di tenerli fino alla loro scadenza ("banking book")
- Il portafoglio di negoziazione ("trading book") è costituito:
  - dalle posizioni detenute in vista di una loro cessione a breve termine e/o assunte nell'intento di lucrare a breve termine differenze effettive e/o attese fra prezzo di acquisto e di vendita o altre variazioni di prezzo o di tasso di interesse, nonché
  - dalle posizioni in strumenti finanziari relative a operazioni pareggiate, compiute a proprio nome in qualità di broker o di market-maker, o ancora
  - dalle posizioni assunte a copertura di altri elementi del portafoglio di negoziazione.

# Il "segreto" dei derivati

Il trattamento contabile nel portafoglio di negoziazione consente alle banche di poter portare a conto economico il valore attuale dei contratti derivati, nonostante il fatto che il relativo cashflow si materializzi nell'arco di esercizi futuri.