

I derivati

Una bussola per orientarsi
negli strumenti finanziari

a cura di Francesco Pau

1 CONTINUA

La seconda puntata sarà pubblicata su ItaliaOggi di martedì 1 febbraio

INDICE

1. I CONTRATTI DERIVATI: CLASSIFICAZIONI.....	2
1.1. I contratti derivati: negoziazione	
2. I CONTRATTI A TERMINE.....	4
3. LO SWAP.....	6
4. L'OPTION.....	8
5. I DERIVATI DI CREDITO.....	9
6. ALCUNE TIPOLOGIE DI CONTRATTI.....	10
6.1. Contratti a termine: il future	
6.2. Swap: interest rate swap	
6.3. Options: il cap	
6.3.1 Il floor	
6.3.2 Il collar	
6.4. Credit derivatives: il credit default swap	
6.5. I derivati complessi: swaption	

Riproduzione riservata

31 Gennaio 2005

1. I contratti derivati: classificazioni

I derivati sono strumenti finanziari il cui valore dipende (deriva) da un'attività sottostante rappresentata da un bene o da una grandezza finanziaria. Possono distinguersi per l'oggetto o la funzione. Con riguardo al sottostante i derivati che hanno per oggetto un bene sono definiti «commodities derivatives», mentre quelli che hanno per oggetto una grandezza finanziaria sono definiti «financial derivatives». L'oggetto della transazione nel derivato non si identifica direttamente con un'entità economica ma con il differenziale relativo alle valutazioni della stessa in momenti differenti. Il sottostante serve quindi come parametro di riferimento per la determinazione del differenziale. La relazione tra il valore del derivato e il sottostante è comunemente definita «pay-off» e rappresenta il risultato finanziario del derivato. In relazione alla funzione si distingue tra derivati con finalità:

- (I) di copertura (o «hedging»): sono utilizzati per tutelarsi contro le oscillazioni dei prezzi del sottostante (i.e. un brusco rialzo dei tassi di interesse può essere attenuato dalla sottoscrizione di un interest rate swap) o per garantire il rendimento atteso di un investimento;
- (II) speculativa: sono utilizzati per scommettere su variazioni dei prezzi di merci, valute, tassi d'interesse o altre attività finanziarie al fine di conseguire un profitto;
- (III) di arbitraggio: sono utilizzati per sfruttare, attraverso la contemporanea attuazione di due operazioni di segno opposto (acquisto e vendita) sulla stessa attività, differenze nei prezzi del sottostante.

La classificazione dei derivati operata dal dlgs 24 febbraio 1998, n. 58 «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» («Tuf») si basa sulla struttura economica degli stessi distinguendo all'art. 1 tra:

- (I) i contratti «futures» e i contratti a termine su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;
- (II) i contratti «swap» (cioè i contratti di scambio a pronti e a termine) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari («equity swaps»), anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;
- (III) i contratti di opzione su qualsiasi strumento finanziario o sui precedenti strumenti derivati, su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;
- (IV) le combinazioni di contratti o di titoli sopra indicati.

Un'ulteriore distinzione è possibile a seconda dell'estensione della vincolatività del contratto definendosi i derivati:

- simmetrici se vincolanti entrambi le parti, come accade per esempio nello swap, o nel future;
- asimmetrici se vincolano solo uno dei contraenti essendo rimessa all'altro contraente la facoltà di scelta come accade per esempio nell'option.

Tra i contratti tipici i derivati hanno caratteristiche comuni ai contratti a esecuzione differita e a quelli aleatori con riguardo rispettivamente all'esecuzione protratta nel tempo delle prestazioni da parte dei contraenti e al rischio che, salvo rari casi, è indeterminato essendo spesso collegato a eventi (i.e. le oscillazioni di un tasso di interesse) futuri e incerti.

Una componente comune alle diverse tipologie dei vari contratti derivati è quindi quella previsionale e si individua nel tentativo dei contraenti di cogliere in anticipo le fluttuazioni di prezzo o di valore del sottostante. Così, le operazioni sui tassi di interesse (i.e. interest rate swap, forward rate agreement) sono condotte con l'intenzione di proteggersi da rialzi ovvero di beneficiare di ribassi degli stessi, mentre quelle su commodities tendono a cristallizzare il prezzo al momento della stipula del contratto premunendosi contro successivi rialzi.

1.1. I contratti derivati: negoziazione

I contratti derivati vengono negoziati sia in borsa, che nei «fuori borsa». A seconda che siano o meno negoziati nei mercati regolamentati si distinguono tra derivati «exchange traded» e derivati «over the counter» («Otc»).

Gli exchange traded sono contratti:

- standardizzati e
 - negoziati in un mercato regolamentato.
- Nella negoziazione intervengono generalmente un intermediario autorizzato e la cosiddetta controparte centrale rappresentata in Italia dalla Cassa di compensazione e garanzia spa (o «clearing house»). La clearing house è controparte diretta di tutte le operazioni e assicura il buon fine delle transazioni garantendone altresì l'anonimato. Il versamento da parte degli operatori di margini iniziali e periodici permette alla clearing house di coprire le perdite sui derivati negoziati derivanti da inadempienze dei negozianti (sul punto si veda infra 6.1 «Contratti a termine il future»). I derivati negoziati over the counter (letteralmente «al banco») sono contratti non standardizzati il cui schema può essere adattato alle esigenze delle parti. Il rischio di controparte legato alla solvibilità della stessa è generalmente più elevato rispetto ai derivati exchange traded non essendo le parti tenute a prestare garanzie o versare dei margini per tutelarsi da eventuali inadempienze. La maggiore tutela che la negoziazione in un mercato regolamentato offre rispetto a un derivato scambiato over the counter si contrappone alla minore autonomia contrattuale delle parti che sottoscrivono exchange traded derivatives rispetto ai soggetti che svolgono le loro transazioni over the counter. Nella pratica i contratti a termine e le opzioni possono essere negoziati sia over the counter che nei mercati regio-

I DERIVATI

lamentati mentre gli swap sono generalmente oggetto di transazione over the counter. In particolare, tra quelli negoziati fuori borsa, come ricordato nell'«Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati» presentata nel corso dell'audizione alla VI commissione finanze della camera dei deputati del funzionario generale della Consob, dott. Antonio Rosati, il 12 gennaio 2005 (di seguito «Indagine conoscitiva»), gli strumenti maggiormente utilizzati sono gli swap seguiti dalle opzioni sui tassi di in-

teresse e di cambio.

Di seguito si riportano le tavole riepilogative contenute nell'Indagine conoscitiva della Consob in relazione:

- (I) al valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10;
- (II) alle posizioni in strumenti derivati dei soggetti residenti in Italia per settore istituzionale;
- (III) alle imprese non finanziarie italiane con posizioni in strumenti derivati al 30/6/2004.

Tav. 2 Valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10

(Dati di fine periodo; valori in miliardi di dollari Usa)

	2001	%	2003	%
DERIVATI OTC				
su tassi di interesse	77.568	69,8%	141.991	72,0%
su tassi di cambio	16.748	15,1%	24.475	12,4%
su azioni	1.881	1,7%	3.787	1,9%
su altri strumenti	14.981	13,5%	26.914	13,7%
TOTALE OTC (A)	111.178	100,0%	197.167	100,0%
<i>di cui in contropartita con enti non finanziari</i>	<i>10.704</i>		<i>23.714</i>	
DERIVATI EXCHANGE TRADED				
Futures				
su tassi di interesse	9.269	39,0%	13.123	35,7%
su tassi di cambio	66	0,3%	80	0,2%
su azioni	334	1,4%	502	1,4%
Opzioni				
su tassi di interesse	12.493	52,6%	20.793	56,6%
su tassi di cambio	27	0,1%	38	0,1%
su azioni	1.575	6,6%	2.197	6,0%
TOTALE EXCHANGE TRADED (B)	23.764	100,0%	36.733	100,0%
TOTALE DERIVATI (A + B)	134.942		233.900	

Fonte: Bri - Quarterly review, settembre 2004

Tav. 3 Posizioni in strumenti derivati dei soggetti residenti in Italia per settore istituzionale

(valutazione al valore di mercato - dati in milioni di euro)

	1999		2003	
	attività	passività	attività	passività
Società non finanziarie	1,362	1,357	4,602	6,565
Banche	29,093	28,568	78,459	67,934
Altri intermediari	3,049	3,100	4,603	5,399
Amministrazioni pubbliche	-	5,957	-	6,585
Famiglie	-	-	-	-
TOTALE RESIDENTI	33,504	38,982	87,664	86,483
Resto del mondo	25,062	19,585	43,302	44,484
TOTALE	58,566	58,567	130,966	130,967

Fonte: Banca d'Italia (per il 1999, «I conti finanziari dell'Italia», luglio 2003, e per il 2003, Relazione annuale 2003, tav. aD40)

I DERIVATI

Tav. 4 Imprese non finanziarie italiane con posizioni in strumenti derivati al 30/6/2004

	N. imprese	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere al 30/6/04 (mld €)	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere al 30/6/04 (mld €)	di cui Imprese con derivati con valore di mercato negativo		
				N. imprese	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere al 30/6/04 (mld €)	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere al 30/6/04 (mld €)
DERIVATI SU TASSI DI INTERESSE						
- imprese considerate operatori	34.279	106,6	-3,1	31.156	96,9	-3,2
- imprese considerate operatori non	7.901	4,4	-0,1	7.152	4,0	-0,1
TOTALE	42.180	111,0	-3,2	38.308	100,9	-3,3
DERIVATI SU TASSI DI CAMBIO						
- imprese considerate operatori	3.697	9,6	-0,5	2.724	7,1	-0,5
- imprese considerate operatori non	117	0,3	0,0	57	0,1	0,0
TOTALE	3.814	9,9	-0,5	2.781	7,3	-0,5

Fonte: Consob

4

Le principali categorie di prodotti derivati così come individuati dall'Indagine conoscitiva sono

- (I) i contratti a termine, o forwards;
- (II) le opzioni;
- (III) gli swap.

Di seguito si analizzeranno gli aspetti operativi di queste tre macrocategorie, dei derivati di credito e dei cosiddetti derivati complessi esaminando per ognuna di esse un contratto tra quelli più diffusi.

2. I contratti a termine

Con un contratto a termine due controparti (acquirente e venditore) si impegnano a scambiarsi, uno specifico bene (il sottostante) a un prezzo (prezzo di consegna) e a una data («maturity date») predefiniti. Si definiscono a termine, perché prevedono che lo scambio dell'attività sottostante (o «underlying asset») contro il prezzo sia prefissato al momento della stipula ed effettuato in una data futura anch'essa prestabilita. Il bene scambiato può essere rappresentato da un'attività finanziaria (i.e. azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati) o da un bene merce (i.e. petrolio, oro, grano) ecc. Nel contratto a termine l'acquirente si impegna a corrispondere il prezzo di consegna al venditore alla maturity date aprendo in tal modo quella che viene comunemente definita una posizione lunga («long position») mentre il venditore impegnandosi a consegnare il bene apre una posizione corta («short position»). Il prezzo di consegna (prezzo a termine) è normalmente pari al prezzo del sottostante al momento della stipula del contratto (prezzo a pronti), aumentato del valore finanziario del lasso temporale che intercorre tra

- la data di stipula e
- la data di scadenza.

In generale un soggetto che assume una posizione

lunga conseguirà un profitto qualora la differenza tra:

- il prezzo di consegna e
- il prezzo dell'attività sottostante alla maturity date sia positiva.

Al contrario un soggetto che assume una posizione corta in un forward, conseguirà un profitto qualora la differenza tra:

- il prezzo dell'attività sottostante alla maturity date e
- il prezzo di consegna sia positiva.

Il future si caratterizza quindi per le possibilità/rischio di guadagnare/perdere sulla differenza fra il valore del bene alla data di scadenza e il prezzo pattuito. Alla maturity date potrà aversi sia la materiale consegna («physical delivery») dell'attività sottostante sia la consegna del differenziale in denaro («cash settlement») tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di consegna. Come sopra evidenziato, la differenza sarà pagata, se positiva dal soggetto che ha la short position al soggetto che ha la long position e viceversa se negativa.

Il contratto a termine ben riassume le tre funzioni dei contratti di derivati in quanto può assolvere a una finalità:

- (I) di copertura: per tutelarsi contro il rischio di deprezzamento di un'attività che si intende vendere in futuro. La vendita a termine consente di rimandare la consegna dell'attività stabilendo però fin dalla stipula del contratto il prezzo di consegna evitando così di esporsi al rischio di deprezzamento;
- (II) speculativa: per guadagnare sulle future fluttuazioni di valore di un'attività finanziaria. L'acquisto di un contratto a termine presuppone che ci si attenda un aumento del valore dell'attività

I DERIVATI

mentre la vendita è determinata da previsioni la ribasso;

(III) arbitraggio: per guadagnare sulla differenza tra il prezzo di consegna e il prezzo a termine di un sottostante. L'acquisto del sottostante al prezzo corrente e la contestuale vendita del contratto a termine presuppone che il prezzo di consegna sia superiore al prezzo a termine poiché alla matu-

rity date il valore del sottostante (considerato il valore finanziario) sarà pari al prezzo a termine ma sarà venduto al prezzo di consegna generando per il venditore un profitto privo di rischio.

Si riporta di seguito un glossario dei termini più rilevanti in relazione ai contratti a termine contenuto nell'Allegato tecnico all'Indagine conoscitiva della Consob:

Broker	Intermediario aderente a una clearing house che consente a chi non è aderente di operare in futures
Cash settlement	Modalità di liquidazione del contratto a termine: alla scadenza del contratto, l'acquirente riceve una somma pari al prezzo corrente del sottostante corrispondendo al venditore il prezzo di consegna del medesimo. Nella pratica operativa le due parti si scambiano il saldo di questi due valori
Clearing house	Organismo che si pone come controparte diretta di tutte le transazioni eseguite sul mercato future, incaricato di assicurarne la compensazione e il buon fine e di contabilizzare e liquidare su base giornaliera i profitti e le perdite conseguiti da parte degli operatori a esso associati
Consegna fisica o physical delivery	Modalità di liquidazione del contratto a termine: alla scadenza del contratto il soggetto che ha la short position consegna effettivamente la quantità pattuita del sottostante a colui che detiene la long position, ricevendo il delivery price
Data di scadenza o Delivery date o Maturity date	Data di scadenza del contratto a termine
Future price	Prezzo del future in ogni istante di vita del contratto
Long position	Posizione di chi, nel contratto a termine, si impegna ad acquistare al delivery price una certa quantità di bene sottostante
Margini	Versamenti di somme di denaro presso la clearing house effettuati da chi opera in futures a garanzia del buon esito dell'operazione
Margin call	Invito rivolto dalla clearing house alla parte il cui conto sia sceso sotto il margine di mantenimento a reintegrare il conto stesso
Mark-to-market	Adeguamento giornaliero dei profitti e delle perdite realizzati dalle posizioni future aperte
Pay-off o P&L	Risultato economico, positivo o negativo, derivante da un'operazione finanziaria
Posizioni aperte o Open interest	Somma di tutte le posizioni, lunghe e corte, in essere a una certa data
Prezzo a pronti o Spot price	Prezzo corrente di una attività
Prezzo a termine o Forward price	Corrisponde al montante del prezzo corrente del sottostante, capitalizzato al tasso di interesse privo di rischio per la vita residua del contratto (i.e. per l'intervallo di tempo mancante alla scadenza del contratto)
Prezzo di consegna o Delivery price	Prezzo stabilito alla trade date che la parte che si impegna a comprare a termine verserà alla controparte alla scadenza del contratto
Short position	Posizione di chi, nel contratto a termine, si impegna a vendere al delivery price una certa quantità di bene sottostante
Tick	Variazione minima di prezzo che può essere quotata sul mercato future
Trade date	Data di stipulazione del contratto a termine
Volatilità	Indicatore statistico di variabilità del prezzo di un sottostante rispetto al suo valore medio osservato in un certo orizzonte temporale

I DERIVATI

3. Lo swap

In linea generale uno swap può definirsi un contratto con cui due parti si impegnano a scambiarsi («to swap») a date e condizioni prefissate, flussi di pagamenti determinati in relazione a un sottostante. L'underlying asset può essere di vario tipo così come diversa può essere la finalità (di copertura, speculativa o di arbitraggio) perseguita con il singolo swap. Civilisticamente lo swap ricalca sostanzialmente lo schema di un contratto aleatorio (o commutativo secondo quanti identificano la causa nello scambio dei pagamenti) la cui causa è costituita dal trasferimento del rischio (di tasso, di cambio) connesso al sottostante. Si tratta di un'alea che grava su entrambi i contraenti e che inibisce la possibilità concessa dall'art. 1467 c.c. di risolvere il contratto per eccessiva onerosità ovvero per sproporzione tra la prestazione di una parte e quella dell'altra a norma dell'art. 1448 c.c. Anche se spesso nell'analizzare questo derivato si è soliti affermare che con lo swap si «scommette su» qualcosa, il carattere aleatorio dello swap non vale comunque ad assimilarlo alla scommessa. La stessa giurisprudenza di merito (trib. Milano, 24 novembre 1993 e trib. Milano, 26 maggio 1994) del resto aveva

avallato questa tesi assimilando lo swap al giuoco salvo poi correggere tale orientamento in successive pronunce (trib. Milano 20 febbraio 1997, in relazione a swap stipulati nell'esercizio di un'attività di intermediazione mobiliare con una banca o una sim). In realtà lo swap si differenzia, da tali fattispecie inter alia, sia per la diversa funzione economica svolta (che ha trovato il suo riconoscimento normativo nella codificazione dello swap operata dall'art. 1 del Tuf) incompatibile con l'aspetto ludico del giuoco o della scommessa di cui all'art. 1933 c.c. sia perché nella scommessa il rischio è creato artificialmente laddove con lo swap si intende incidere (tutelandosi o sfruttandolo) su un rischio finanziario preesistente. L'incompatibilità del contratto di swap con il giuoco o la scommessa è stata successivamente sancita anche a livello normativo dall'art. 23 comma 5 del Tuf in base al quale: «Nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile».

Si riporta di seguito un glossario dei termini più rilevanti in relazione agli swap contenuti nell'Allegato tecnico all'Indagine conoscitiva della Consob

6

Asset swap buyer	In un asset swap, è la parte che paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile
Asset swap seller	In un asset swap, è la parte che paga il tasso variabile e riceve il tasso fisso
Asset swap spread	In un asset swap, è lo spread applicato sul tasso variabile di riferimento del contratto funzionale generalmente a rendere nullo il valore del contratto al momento della stipula
At-the-money par swap	Un plain vanilla swap in cui il tasso fisso coincide con lo swap rate
Attualizzazione dei flussi di cassa	Procedimento di matematica finanziaria finalizzato a calcolare il valore attuale di un flusso di cassa atteso futuro
Basis points (Bps)	Misura del tasso di interesse espressa tale per cui 1 Bps = 0,01%
Calculation period	Periodo di riferimento per il calcolo degli interessi delle gambe dello swap
Cheapest-to-delivery	All'interno di un paniere di attività consegnabili, l'attività che è più conveniente consegnare per il soggetto obbligato
Contributo di par adjustment	In un asset swap, è il contributo di liquidità una tantum funzionale generalmente a compensare la differenza tra il valore di mercato dell'asset sottostante e il suo valore nominale
Credit default swap rate	In un Cds il tasso fisso utilizzato per il calcolo dei pagamenti periodici a carico del protection buyer
Credit event	In un Cds e in un Trs, è l'evento definito contrattualmente che determina l'attivazione della protezione prevista dal contratto
Credit spread	Sovrarendimento pagato da un titolo soggetto a rischio di credito rispetto al tasso di rendimento privo di rischio
Curva dei tassi spot	Il valore dei tassi di interesse su titoli privi di rischio (i titoli di stato) a differenti e progressive scadenze temporali

I DERIVATI

Default	Insolvenza
Effective date	Data di riferimento per l'inizio della maturazione degli interessi
Fixing date	Data di riferimento per la rilevazione del tasso variabile sotteso alla computazione della gamba variabile dello swap
Gamba fissa	L'insieme dei flussi dei pagamenti a tasso fisso
Gamba variabile	L'insieme dei flussi dei pagamenti a tasso variabile
Long swap position	Posizione di chi paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile
Loss given default	Ammontare della perdita di valore di un'attività finanziaria a causa dell'insolvenza del suo emittente
Maturity date o termination date	Data di scadenza dello swap
Notional principal	Il capitale di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento di uno swap
Otc (Over the counter)	Notazione che indica la mancanza di un mercato regolamentato di riferimento
Payment date	Data di riferimento per la liquidazione dei flussi dei pagamenti dello swap
Pay-off o P&L	Risultato economico, positivo o negativo, derivante da un'operazione finanziaria
Protection buyer	In un Cds, è il soggetto che acquista la protezione da uno specifico rischio di credito
Protection seller	In un Cds, è il soggetto che vende la protezione su uno specifico rischio di credito
Rating	Valutazione, fornita da agenzie esterne specializzate, del merito di credito di un soggetto emittente o di una specifica emissione obbligazionaria o di un qualsiasi strumento finanziario che incorpori un rischio di credito
Reference asset	Il sottostante nei Cds e nei Trs
Short swap position	Posizione di chi paga il tasso variabile e riceve il tasso fisso
Tasso swap o Swap rate	In un plain vanilla swap, è il valore del tasso fisso che rende nullo il valore del contratto alla data di stipulazione
Total return	È l'intero pay-off connesso alla detenzione di un'attività finanziaria, ossia la somma dei guadagni/perdite in conto capitale e delle cedole pagate
Total return buyer	In un Trs, la parte che riceve il total return in cambio della copertura dei rischi connessi con il reference asset
Total return seller	In un Trs, la parte che cede il total return in cambio della copertura dei rischi connessi con il reference asset
Total return swap rate	In un Trs, è lo spread sul tasso sottostante i pagamenti periodici dovuti dal total return buyer al total return seller
Trade date	Data di stipulazione del contratto swap
Valore di recupero o recovery value	Valore di mercato del reference asset di un Cds contestualmente al verificarsi di un credit event

4. L'option

A differenza del future e dello swap, l'option obbliga solo una delle parti. Solo il concedente («writer») infatti sarà obbligato su richiesta del beneficiario («holder») all'acquisto o alla vendita. L'option coincide quindi con il modello codicistico di opzione previsto all'art. 1331 c.c. vale a dire quello di un accordo da cui deriva una proposta irrevocabile ex art. 1329 c.c.

L'esercizio dell'opzione è subordinato al pagamento di un corrispettivo («premium») pagato dall'holder al writer.

Il contratto di opzione attribuisce all'holder il diritto

- di comprare (opzione call) o
 - di vendere (opzione put)
- una determinata quantità di un sottostante a un prezzo prefissato («strike price») entro una certa data di scadenza (maturity date) o alla data stessa.

L'underlying asset del contratto di opzione può essere rappresentato da:

- attività finanziarie scambiate su mercati con quotazioni ufficiali;
- merci scambiate su mercati con quotazioni ufficiali;
- eventi di varia natura oggettivamente verificabili.

8

Poiché l'holder non è obbligato a vendere, il valore (cosiddetto intrinseco) dell'opzione non può essere negativo in quanto qualora il prezzo (corrente) del sottostante al momento dell'esercizio risultasse inferiore al prezzo di esercizio del call (o superiore nel caso del put), l'holder non eserciterà il suo diritto limitando la perdita al premio pagato al writer per l'acquisto di detto diritto. Un'opzione può essere:

- (I) at-the-money se il suo prezzo corrente è pari allo strike price: in questo caso il valore intrinseco dell'opzione è pari a zero;
- (II) in-the-money se:
 - in una call option lo strike price è inferiore al prezzo corrente dell'attività;
 - in una put option lo strike price è superiore al prezzo corrente dell'attività;
- (III) out-of-the-money se
 - in una call option lo strike price è superiore al prezzo corrente dell'attività;
 - in una put option lo strike price è inferiore al prezzo corrente dell'attività.

Così, l'esercizio di una call option risulta conveniente per l'holder se l'opzione è in the money potendo in quel caso acquistare un'attività (titoli, valute o merci) con un prezzo corrente più elevato.

Analogamente, l'esercizio di una put option risulta conveniente per l'holder se l'opzione è in the money potendo in tal caso ricavare dall'esercizio dell'opzione un margine di profitto superiore a quello che avrebbe realizzato vendendo sul mercato.

A seconda del sottostante oggetto dell'opzione si è soliti distinguere tra:

- (I) securities option, se l'opzione ha per oggetto azioni o titoli;
- (II) interest rate option, se l'opzione ha per oggetto un tasso di interesse;

(III) currency option, se l'opzione ha per oggetto una valuta;

(IV) commodities option, se l'opzione ha per oggetto beni merce;

(V) stock index option, se l'opzione ha per oggetto strumenti derivati.

Un'ulteriore distinzione può essere fatta in relazione al tempo di esercizio. In particolare si distingue tra:

- (I) european options, in cui l'holder può esercitare l'opzione a una o più scadenze prefissate;
- (II) american options, in cui l'holder può esercitare l'opzione in ogni momento compreso fra la data di rilascio e quella di scadenza dell'opzione;
- (III) exotic options: nate dalla fantasia degli operatori finanziari come variante o unione di elementi tipici delle opzioni tradizionali. Tra queste si segnalano:

- bermudian: in cui l'holder può esercitare l'opzione ad alcune date prefissate comprese fra quella di stipulazione e quella di scadenza;
- ladder: in cui lo strike price è fissato al momento della stipula del contratto secondo un'ordine crescente;
- compound: in cui la maturity date è fissata di volta in volta a scadenze periodiche;
- pay later: in cui l'holder non è tenuto a pagare il premio al momento della stipula del contratto ma solo quando decida di esercitare l'opzione.

Un'ultima distinzione infine è quella tra le opzioni ordinarie e quelle automatiche. La peculiarità delle opzioni automatiche rispetto alle ordinarie è il fatto che a differenza delle prime dove si richiede una manifestazione di volontà da parte dell'holder, nel secondo caso il diritto si considera esercitato in maniera «automatica» quando lo striking price raggiunga determinati limiti prefissati contrattualmente dalle parti.

ESEMPIO:

- Si ipotizzi che
- Alfa voglia acquistare da Beta il titolo X e che
 - il valore di X al 31 gennaio 2005 sia pari a 100.

Alfa prevede che al 31 gennaio 2006 il valore di X sarà superiore a 120 mentre per Beta non supererà 100.

Alfa e Beta stipulano un contratto di call option in base al quale Alfa (holder), al 31 gennaio 2006 potrà acquistare il titolo X

- a uno strike price pari a 105
 - pagando un premio di 5 a Beta (writer)
- A seconda del valore di X al 31 gennaio 2006 sono possibili tre diversi scenari:

- (I) se il valore di X è pari a 125 l'opzione è in the money e il guadagno complessivo di Alfa sarà pari a: $125 - 105$ (strike price) $= 20 - 5$ (premio pagato a Beta) $= 15$;
- (II) se il valore di X è pari a 95 l'opzione è out of money quindi Alfa non avrà convenienza a esercitare l'opzione e la perdita complessiva di Alfa

I DERIVATI

sarà pari a: $105 - 95 = 10 + 5 = 15$
 (III) se il valore di X è pari a 105 l'opzione è at the money la perdita di Alfa coinciderà con il premio (5) pagato a Beta.

Si riporta di seguito un glossario dei termini più rilevanti in relazione ai contratti di option contenuti nell'Allegato tecnico all'Indagine conoscitiva della Consob

Maturity o Expiry day o data di scadenza	Ultimo giorno nel quale l'opzione può essere scambiata o esercitata
Moneyness di un'opzione	Distanza tra il prezzo a pronti (spot) del sottostante e il prezzo di esercizio. In relazione alla moneyness si distinguono: <ul style="list-style-type: none"> • le opzioni in-the-money, che hanno un valore intrinseco positivo (per la call: il prezzo spot è maggiore del prezzo di esercizio; per la put: il prezzo spot è minore del prezzo di esercizio). Nel caso la differenza sia molto ampia si usa la dizione deep in-the money; • le opzioni out-of-the money, che hanno un valore intrinseco nullo (per la call: il prezzo spot è minore del prezzo di esercizio; per la put: il prezzo spot è maggiore del prezzo di esercizio). Nel caso la differenza sia molto ampia si usa la dizione deep out-of-the money; • le opzioni at-the-money, per le quali il prezzo spot del sottostante è esattamente pari al prezzo di esercizio
Opzione dall	Contratto che conferisce all'acquirente il diritto di acquistare il sottostante a un prezzo prefissato
Opzione put	Contratto che conferisce all'acquirente il diritto di vendere il sottostante a un prezzo prefissato
Opzioni americane	Contratti che prevedono l'esercizio del diritto nell'intero periodo che precede la data della scadenza pattuita.
Opzioni europee	Contratti che prevedono l'esercizio del diritto solo alla data di scadenza pattuita
Pay-off o P&L	Risultato economico, positivo o negativo, derivante da un'operazione finanziaria
Premio	Prezzo dell'opzione, dato dalla somma del valore intrinseco e del valore temporale
Prezzo spot	Quotazione corrente dell'attività sottostante rilevata sui mercati di quotazione
Strike price o prezzo di esercizio	Prezzo (stabilito alla data di stipulazione del contratto di opzione) al quale il sottostante sarà acquistato o venduto (i.e. prezzo al quale l'opzione può essere esercitata)
Valore intrinseco	Differenza fra il prezzo spot del sottostante e il prezzo di esercizio, per le opzioni call, e fra il prezzo di esercizio e il prezzo spot per le opzioni put. Non può assumere valore negativo, in quanto l'holder ha la facoltà ma non l'obbligo di acquistare o vendere e, pertanto, nel caso in cui l'esercizio dell'opzione non comportasse per lui un pay-off positivo, eviterà semplicemente di esercitare il diritto, con una perdita limitata al prezzo pagato per l'acquisto dell'opzione
Valore temporale	Differenza fra il prezzo dell'opzione (i.e. il premio) e il valore intrinseco dell'opzione medesima. Esso esprime la probabilità che l'opzione possa comunque assumere, entro la data di scadenza, un valore intrinseco positivo, o, nel caso in cui abbia già un valore intrinseco positivo, la probabilità che questo aumenti nel tempo, incrementando il guadagno dell'investitore

9

5. I derivati di credito

I derivati di credito si possono definire in maniera molto ampia come quei contratti derivati che

tutelano l'investitore contro il rischio di perdita relativo a una situazione di default del debitore. Il rischio è rappresentato dalla probabilità che, alla scadenza prevista, il debitore sia insolvente (o in

«default»). Il pay-off di un credit derivative dipende quindi dalla qualità del credito che si intende tutelare. La misurazione della qualità di un credito può avvenire sia attraverso il rating di una società specializzata, sia attraverso il confronto tra il tasso di interesse pagato dal debitore sul proprio titolo e il tasso di interesse calcolato su un titolo (teoricamente) privo di rischio quale, per esempio (dovrebbe essere), un titolo di stato. La differenza tra i due tassi rappresenta il premio richiesto dal mercato (i.e. banche o investitori privati) per il finanziamento concesso alla società sotto forma di prestito o di sottoscrizione di titoli obbligazionari. Con il credit derivative il rischio di credito viene trasferito dal creditore originario («protection buyer») a un terzo («protection seller») che al verificarsi del credit event contrattualmente previsto (in genere l'insolvenza attuale o prossima del debitore) è tenuto dietro corresponsione di un premio ad adempiere all'obbligazione contrattualmente prevista.

Le parti di un derivato di credito sono quindi:

- un protection buyer che intende tutelarsi dal rischio che il debitore («reference entity») si renda inadempiente;
- un protection seller che vende al protection buyer la protezione da questa richiesta a fronte del pagamento di un premio.

10

Nel credit derivative coesistono generalmente di due distinti rapporti tra tre soggetti diversi:

- (I) il primo tra il creditore originario e debitore avente a oggetto un rapporto di credito, e
- (II) il secondo tra creditore originario, divenuto nel frattempo protection buyer, e il protection seller avente a oggetto un rapporto di copertura.

Lo scorporo del rischio oggetto del credit derivative e la sua trasformazione in un bene negoziabile può attuarsi attraverso i default o replication products che rappresentano le categorie più diffuse dei credit derivatives. In particolare attraverso i default products (i.e. credit default swap, credit default option) viene trasferito solamente il rischio di credito relativo al sottostante mentre il pay off è corrisposto al verificarsi del credit event contrattualmente previsto. Attraverso i replication products (i.e. total rate of return swap e credit spread products) invece viene trasferito oltre al rischio di credito anche quello di mercato. Proprio la creazione di strumenti quali i credit derivatives evidenzia il crescente grado di sofisticazione raggiunto nel campo dei derivati, dove non ci accontenta più di «coprire» il rischio di credito ma si tende addirittura a scorporarlo dal titolo sottostante e a farlo diventare una variabile di mercato oggetto di negoziazione seppure over the counter non essendovi un mercato regolamentato per questo tipo di derivati e tale non potendo definirsi il Creditex che rappresenta piuttosto una piattaforma elettronica di trading sui credit derivatives. In sostanza, le perdite generate dall'insolvenza del debitore vengono compensate dai guadagni sul derivato di credito. L'atipicità dei derivati in oggetto non ne preclude

l'efficacia trovando applicazione il secondo comma dell'art. 1322 c.c. secondo cui: «Le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico», ben potendo rientrare la copertura contro il rischio di inadempimento tra gli interessi meritevoli di tutela di cui al detto articolo. Di fondamentale importanza nel credit default swap e in generale negli altri derivati di credito è l'individuazione del credit event. A questo proposito si tenga conto che i contratti derivati su crediti utilizzati dagli intermediari rispondono a schemi negoziali uniformi a livello internazionale elaborati dall'Isda (International swap derivatives association), un'associazione che ha tra i suoi membri i maggiori enti finanziari sul mercato mondiale. Proprio alle definizioni contenute nell'Isda master agreement si è soliti rifarsi nella redazione di tali schemi contrattuali. In particolare, il credit event con riguardo all'insolvenza è individuato inter alia nei casi in cui una parte è sottoposta a scioglimento (a meno che lo scioglimento non sia il risultato di determinate operazioni straordinarie) ovvero diviene insolvente o incapace di adempiere alle proprie obbligazioni o dichiara la propria generale incapacità ad adempiere alle proprie obbligazioni alle rispettive scadenze.

6. Alcune tipologie di contratti

Di seguito si analizzano alcuni dei contratti derivati più diffusi per ogni singola categoria

6.1. Contratti a termine: il future

Il future è un contratto con il quale le parti si impegnano a:

- scambiare a una data prestabilita determinate attività o a
- versare o a riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento.

In relazione all'oggetto è possibile prevedere le seguenti tipologie di future:

- (I) commodities futures: futures su merci;
- (II) interest rate futures: il sottostante è un'attività fruttifera di interesse:
 - a breve termine, in cui il sottostante è, generalmente, un deposito interbancario,
 - a medio-lungo termine, in cui il sottostante è, generalmente, un'obbligazione.
- (III) currency future: le parti si impegnano al trasferimento a termine di:
 - una quantità di denaro,
 - espressa in una valuta estera, e
 - a un tasso di cambio prestabilito;
- (IV) stock index financial futures: le parti individuano un capitale di riferimento che viene «corretto» a seconda dell'andamento di un indice finanziario di riferimento e al cui rialzo consegue per l'acquirente un guadagno pari alla

differenza fra:

- il capitale iniziale convenzionale, e
- lo stesso capitale indicizzato,

mentre al ribasso consegue un guadagno per il venditore. Solo il saldo finale ricavato dalla somma algebrica delle registrazioni (positive o negative) derivanti dalle oscillazioni sarà trasferito dalla parte in perdita a quella in attivo.

I financial futures (su valute, titoli o indici azionari) rappresentano probabilmente la tipologia di future più diffusa. Si tratta di contratti standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati. Alla standardizzazione consegue che le parti possano contrattare solo il prezzo del contratto essendo invece sostanzialmente omologati sia con riguardo all'oggetto che alle modalità operative. Le maturity dates (per esempio, seguono un calendario prefissato (generalmente quattro volte per anno) e anche la negoziazione è regolata sia con riguardo alle modalità di liquidazione delle transazioni sia alla variazione minima di prezzo che può essere quotata sul mercato futures («tick») o ai luoghi di consegna. Per tutte le transazioni riguardanti contratti futures vi è inoltre un'unica controparte rappresentata dalla clearing house che agisce in sostanza come una camera di compensazione. La clearing house è incaricata di:

- assicurare la compensazione delle operazioni, e
- contabilizzare e liquidare su base giornaliera i profitti e le perdite conseguiti dagli operatori.

La compravendita di un future obbliga infatti le parti a darne immediata comunicazione alla clearing house. A seguito della comunicazione la clearing house provvede a:

- comprare il future dalla parte che ha venduto, e
- vendere il future alla parte che ha comprato.

L'interposizione della clearing house è volta ad assicurare il buon fine delle operazioni anche in caso di inadempimento in quanto consente di tutelare la parte adempiente sostituendosi alla parte eventualmente inadempiente e rivalendosi poi verso quest'ultima. Per tutelare i suoi aderenti dal rischio di inadempimento la clearing house utilizza il cosiddetto meccanismo dei margini. In base al meccanismo dei margini le parti, al momento dell'apertura di una posizione in futures, dovranno versare (quasi fosse una sorta di deposito cauzionale) un margine iniziale, generalmente uguale a una percentuale del valore nominale di un contratto moltiplicata per il numero dei contratti stipulati, che verrà loro restituito alla liquidazione del contratto. Il versamento avviene su un conto detenuto presso la clearing house o, nel caso di soggetti non aderenti, aperto per loro conto presso la clearing house dai rispettivi intermediari.

Al margine iniziale viene sommato un margine di variazione pari al guadagno o alla perdita realizzato giornalmente dalle parti. In pratica alla fine della giornata la clearing house calcola la differenza tra:

- il prezzo di chiusura del future, e

- il prezzo di chiusura del giorno precedente, e in tal modo determina il profitto e la perdita come se il contratto venisse liquidato in quel momento. I profitti e le perdite realizzate dagli investitori sono quindi pari alla somma algebrica dei margini giornalieri attribuiti loro dalla clearing house. Spetterà poi alla parte in perdita versare il margine di variazione alla clearing house che a sua volta lo girerà alla parte che ha guadagnato dalla variazione del prezzo. I contratti acquistati dalla clearing house per quantità e tipologia sono esattamente uguali a quelli venduti. In questo modo la clearing house non assume, in proprio, posizioni aperte sul mercato e non si espone al rischio di variazioni sfavorevoli nei prezzi del sottostante. Inoltre essa assume la qualifica di controparte solo degli intermediari aderenti alla clearing house stessa. Per aderire occorre essere in possesso di specifici requisiti di patrimonializzazione e di professionalità. Qualora un soggetto che non sia membro della clearing house intenda aprire una posizione in futures dovrà rivolgersi a uno degli intermediari aderenti che in sostanza fungerà da broker applicando nei suoi confronti gli stessi meccanismi adottati dalla clearing house a tutela del rischio di inadempimento.

Riprendendo l'esempio fatto con riguardo alla call option si ipotizzi che:

- Alfa voglia acquistare il titolo X,
- il valore di X al 31 gennaio 2005 sia pari a 100, e che
- secondo Alfa al 31 gennaio 2006 il valore di X sarà superiore a 105 mentre secondo Beta non supererà 100.

Alfa stipula un financial future con il quale si impegna al 31 gennaio 2006 ad acquistare X da Beta al prezzo di 105. Al 31 gennaio 2006 si potranno verificare le seguenti situazioni:

- il valore di X è pari a 125, Alfa conseguirà un guadagno di 20,
- il valore di X è pari a 95, Alfa conseguirà una perdita di 10.

Più in generale Alfa realizzerà un guadagno se il valore di X non è inferiore a 106.

6.2. Swap: interest rate swap

Con l'interest rate swap («Irs») due parti si impegnano a scambiarsi, a date prestabilite, pagamenti periodici di interessi calcolati su un capitale, nominale (notional principal amount) di riferimento, per un periodo di tempo predeterminato. Il capitale non viene scambiato tra le parti ed è utilizzato solo come parametro di riferimento per il calcolo degli interessi. In particolare una parte paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile («fix payer») mentre la controparte paga un tasso variabile e riceve un tasso fisso («fix receiver»). I pagamenti effettuati dalle parti riguardano solo la liquidazione della differenza che risulta dal saldo tra i due importi. In termini pratici è come se un soggetto procedesse allo stesso tempo:

- all'apertura di un deposito a tasso variabile, e
- all'accensione di un finanziamento a tasso fisso (o viceversa),

senza che vi sia una movimentazione di capitali ma incassando o pagando sui capitali, depositati o presi in prestito, gli interessi maturati.

Attraverso l'Irs le parti possono quindi invertire le rispettive condizioni di indebitamento (da fisso a variabile e viceversa) acquistando dalla controparte il tasso di interesse da pagare al proprio creditore. È importante sottolineare come la stipula di un Irs oltre a non incidere sul rapporto sottostante (restano immutate le condizioni del prestito contrattate con i rispettivi creditori) non influenza neanche il piano di ammortamento del prestito permettendo a entrambi di ridurre l'onere finanziario che grava sui prestiti. Gli interessi cominciano in genere a maturare qualche giorno dopo («effective date») la data di stipula del contratto («trade date»). Nella prassi il soggetto che paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile (l'acquirente dello swap) assume una long swap position contrapposta alla short swap position del venditore dello swap che paga il tasso variabile e riceve il tasso fisso. Nella terminologia dell'interest rate swap si definisce:

- gamba fissa dello swap il flusso dei pagamenti di interessi a tasso fisso;
- gamba variabile dello swap il flusso dei pagamenti a tasso variabile.

12

Da un punto di vista prettamente civilistico nell'Irs si assiste in pratica a un atipico acollo interno incrociato in quanto ogni contraente si accolla il debito della controparte senza che vi sia alcun coinvolgimento dei rispettivi creditori, anche se la compensazione fa sì che venga liquidato solo il differenziale.

Tra le varianti di un Irs, cosiddetto plain vanilla, come sopra descritto, vi sono il basis rate e il coupon swap.

Nel basis rate swap le parti si scambiano:

- due flussi di interessi,
- a tassi variabili, e
- nella stessa valuta.

Con il coupon swap le parti si scambiano:

- due flussi di interessi,
- uno a tasso fisso e uno a tasso variabile,
- nella stessa valuta.

Una variante dell'Irs è costituita dall'interest rate currency swap (Ircs) con cui le parti si scambiano all'inizio e alla fine dell'operazione due capitali in valute diverse sui quali calcolare i pagamenti degli interessi. Le differenze con l'Irs riguardano:

- la valuta: unica nell'Irs due diverse nell'Ircs,
- lo scambio del capitale: non previsto nell'Irs.

Tra le varie opportunità offerte dall'applicazione dell'interest rate swap si segnalano:

- (I) ridurre i rischi dei finanziamenti assunti a un tasso variabile attraverso lo swap con un tas-

so fisso ovvero con un altro tasso variabile parametrato a un diverso indice di riferimento;

(II) evitare un mismatching tra tasso e durata: in pratica quando le scadenze di due flussi finanziari, di uguale importo ma di segno opposto, non sono coincidenti («*mismatching*») può risultare conveniente per quei soggetti (principalmente istituzioni finanziarie) che (i) si finanziano sul mercato a tasso fisso a breve/medio termine e (ii) concedono finanziamenti a tasso variabile a lungo termine, colmare tale gap attraverso la stipula di un interest rate swap;

(III) debt structuring: una società che abbia reperito fondi tramite un'emissione di titoli obbligazionari a tasso fisso può, qualora i tassi siano in discesa, accendere un mutuo a tasso variabile da utilizzare per il rimborso anticipato degli obbligazionisti. Ovviamente si tratterà di valutare con estrema attenzione quando e in che misura si prevede che vi sia un rialzo dei tassi di interesse.

6.3. Options: il cap

L'interest rate cap (per brevità cap) è un'opzione in base alla quale il compratore («buyer») acquista, a fronte del pagamento di un premio, il diritto a ricevere dal venditore («writer») un importo determinato moltiplicando il capitale convenzionale di riferimento per il differenziale, positivo, tra:

- (I) un tasso variabile di mercato rilevato a determinate scadenze, e
(II) un tasso fisso contrattualmente predefinito (cosiddetto «strike del cap») con il writer.

Con il cap il debitore (ossia il buyer del contratto di cap) che si è indebitato a tasso variabile intende tutelarsi contro un eccessivo rialzo dei tassi stabilendo un tetto massimo (cap) oltre il quale verrà rimborsato della differenza pagata. Per usufruire di questa opportunità paga un premio al venditore. Il premio sarà commisurato alla durata del contratto di modo che più lunga è la durata più alto sarà il premio da pagare. Questo perché le probabilità di fluttuazioni del tasso di riferimento aumentano con il trascorrere del tempo. Il writer potrà conseguire un guadagno dalla vendita del cap qualora il premio pagato dal buyer sia inferiore all'importo pagato al buyer per effetto della variazione del tasso oltre la soglia massima concordata. In teoria, quindi, la perdita che il writer può realizzare dalla vendita del cap è potenzialmente illimitata. Il guadagno del writer è rappresentato in tutto o in parte, a seconda che il tasso iniziale sia rimasto invariato o sia aumentato, dal premio incassato dal buyer.

6.3.1 IL FLOOR

Stesso metodo di calcolo ma motivazioni opposte alla base del floor contratto attraverso il quale il buyer intende tutelarsi da un ribasso dei tassi di interesse. Se nel cap è il debitore ad acquistare l'op-

zione, nel floor il buyer è rappresentato dal creditore. In questo caso il venditore a fronte del pagamento di un premio si impegna nel caso in cui il tasso di riferimento scenda al di sotto di quello predefinito contrattualmente a rimborsare il buyer della differenza tra i due tassi. In definitiva, mentre nel cap il debitore tramite il pagamento di un premio fissa un tetto massimo al costo del suo indebitamento tutelandosi contro rialzi eccessivi del tasso di interesse, nel floor è il creditore che pagando un premio intende tutelare la rendita del suo investimento fissando un tetto massimo alla discesa del tasso attivo sul prestito concesso. In altre parole, con il floor il creditore intende evitare che il tasso di interesse scenda al di sotto di una soglia minima (floor) prestabilita. Il venditore del floor trarrà profitto dalla vendita del floor qualora l'importo pagato al buyer sia inferiore al premio incassato. Il premio rappresenta per il venditore il suo massimo guadagno mentre un tasso di riferimento pari allo zero rappresenta la sua perdita massima

6.3.2 IL COLLAR

Dalla combinazione tra il cap e il floor nasce il collar con cui uno stesso soggetto si trova a essere contemporaneamente:

- venditore di un cap, e
- acquirente di un floor, o viceversa.

In particolare si avrà un acquisto di un collar qualora l'acquirente compri il cap e venda il floor mentre si definisce vendita di un collar l'acquisto del floor e la vendita del cap. L'acquisto di un collar può risultare conveniente per un'impresa che avendo accesso a un finanziamento a tasso variabile intende tutelarsi contro rialzi del tasso di interesse pagando un premio inferiore rispetto a quello che pagherebbe in un cap. I minori costi rispetto al cap sono determinati dal fatto che il costo dell'acquisto del cap è parzialmente compensato dalla vendita del floor. Il costo del collar può addirittura essere azzerato qualora si acquisti uno «Zero cost collar» in cui il premio,

- pagato sul cap acquistato,
- o ricevuto sul cap venduto,

equivale al premio ricevuto sul floor venduto o pagato sul floor acquistato.

La vendita di un collar può risultare conveniente per un'impresa che incassa interessi attivi (i.e. a fronte di un finanziamento o di un bene dato in leasing) e vuole tutelarsi dal rischio di diminuzione dei tassi di interesse, risparmiando rispetto all'acquisto di un floor. Il valore di mercato (mark-to-market) del collar sarà influenzato dall'oscillazione dei tassi di interesse.

6.4. Credit derivatives: il credit default swap

Con il credit default swap un soggetto («protection seller») si impegna, a pagare alla controparte («protection buyer») una determinata somma al ve-

rificarsi di un evento futuro e incerto («credit event») relativo a un debito («reference obligation» o «reference asset») di un soggetto terzo («reference entity»). Il protection seller assume tale obbligazione a fronte del pagamento di un premio da parte del protection buyer.

Il credit default swap può essere usato per esempio, per proteggersi dal rischio di credito su:

- una specifica emissione,
- un emittente,
- un portafoglio di strumenti finanziari.

Attraverso un credit default swap si rende possibile quindi trasferire solo il rischio di credito e non anche l'attività di riferimento come accade, per esempio, nella cartolarizzazione dove il trasferimento del rischio di credito a una Special purpose vehicle» presuppone la cessione dello stesso credito. Inoltre la cessione del rischio di credito non obbliga a informare il debitore che continua a rimanere obbligato per il suo debito verso il protection buyer non essendo parte del contratto di credit default swap. Nonostante delle evidenti analogie, il credit default swap non rientra nella categoria dei contratti assicurativi né può essere assimilato a una fideiussione. Infatti, in un contratto assicurativo all'aumentare del livello di rischio all'assicurato è in genere richiesto un aumento del premio mentre nel credit default swap il mutamento del rischio non incide sull'entità del premio pagato dal protection seller al protection buyer. Nel contratto di fideiussione un soggetto, fideiussore, garantisce personalmente il debito di un altro soggetto nei confronti di un terzo. Il contratto viene stipulato tra fideiussore e creditore; il debitore principale ne è quindi estraneo. La fideiussione ha inoltre un carattere accessorio rispetto all'obbligazione principale mentre la validità del credit default swap prescinde da quella della reference obligation. Inoltre, mentre il fideiussore può opporre al creditore le eccezioni spettanti al debitore principale (a esclusione di quella derivante dall'incapacità), il protection seller non può opporre eccezioni relative alla reference obligation. Il beneficio di escussione inoltre è previsto dalla fideiussione ma non nel credit default swap di talché il protection seller è tenuto a pagare nel momento in cui si verifica il credit event.

6.5. I derivati complessi: swaption

I derivati complessi sono costituiti dalla combinazione di due contratti derivati che si uniscono per dar vita a un nuovo, autonomo, derivato. Nati dalla prassi operativa degli scambi su mercati regolamentati e over the counter, hanno trovato il loro riconoscimento normativo in Italia all'art. 1 secondo comma lett. j) Tuf in cui (tra i contratti a termine, gli swap e le option) vengono ricomprese anche «le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere». Tra i (molteplici) possibili incroci si segnalano quelli tra lo swap e l'option e tra il future e l'option.

Una swaption è una combinazione tra uno swap

I DERIVATI

e un option e rappresenta sostanzialmente un'opzione su tassi di interesse che dà all'holder la facoltà di stipulare un contratto di swap. Analogamente a quanto accade con le opzioni ordinarie anche in questo caso si parla di swaption europea o americana a seconda che l'holder possa esercitarla in una data prefissata ovvero entro una certa data. Inoltre analogamente alla terminologia usata nell'interest rate swap si distingue tra receiver e payer swaption a seconda che si attribuisca all'holder il diritto di stipulare un Irs in cui riceve il tasso fisso ovvero paga quello variabile. Il sottostante è in genere un interest rate swap L'holder di una receiver swaption riterrà conveniente esercitare l'opzione se il tasso di mercato è inferiore allo strike mentre nel caso di una payer swaption l'holder riterrà conveniente esercitare l'opzione se il tasso di mercato è superiore allo strike.

Una future option è un contratto di opzione in cui l'esercizio dell'opzione consente all'holder di stipulare un contratto di future le cui modalità di attuazione (i.e. le scadenze) sono già prefissate. In sostanza, l'holder detiene il diritto di obbligare il writer a una compravendita a termine. In tal modo viene ulteriormente avvalorata la componente previsionale del derivato mentre diminuisce il rischio speculativo.

Oltre che con un semplice future, l'option può

combinarsi con futures indicizzati. Così, per esempio, la stock index option combina il contratto di opzione con lo stock index financial future consentendo al titolare della long position di realizzare:

- un guadagno potenzialmente illimitato nel caso di rialzo dell'indice di riferimento, o
- una perdita limitata al premio pagato per l'esercizio dell'opzione.

Il meccanismo del contratto a termine indicizzato si fonde quindi con il principio del guadagno illimitato/perdita limitata tipico dell'opzione. Tuttavia se da un lato il pagamento del premio vale a tutelare l'holder contro le fluttuazioni dell'indice di riferimento dall'altro proprio il premio incide negativamente sul margine di guadagno dovendosi scomputare dal profitto realizzato l'importo pagato a titolo di premio. Così siano Alfa l'holder e Beta il writer di una stock index option nella quale:

- Alfa ha pagato a Beta un premio pari a 5;
- le variazioni dell'indice di riferimento hanno fatto guadagnare ad Alfa un importo pari a 20.

In questo caso il margine netto di profitto di Alfa sarà pari a: $20 - 5 = 15$

Di seguito una tabella riassuntiva di alcuni tra i derivati più utilizzati (o come nel caso delle options più innovativi) con riguardo al tipo, contratti a termine, swap, derivati di credito opzioni, o alle loro combinazioni.

14

Derivato	Schema
Interest rate swap	Con l'interest rate swap due parti si impegnano a scambiarsi, a date prestabilite, pagamenti periodici di interessi calcolati su un capitale, nominale di riferimento, per un periodo di tempo predeterminato. Il capitale non viene scambiato tra le parti ed è utilizzato solo come parametro di riferimento per il calcolo degli interessi. In particolare, una parte paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile (cosiddetto fixed for floating swap) mentre la controparte paga un tasso variabile e riceve un tasso fisso. I pagamenti effettuati dalle parti riguardano solo la liquidazione della differenza che risulta dal saldo tra i due importi
Cross currency swap	Il cross currency swap è uno swap in cui le parti: <ul style="list-style-type: none"> • acquistano a pronti, e • vendono a termine, una determinata quantità di valuta a tassi di cambio contrattualmente predefiniti
Step-up swap	Contratto di swap in cui il capitale nozionale è inizialmente fissato a un determinato importo per poi aumentare gradualmente durante la durata del contratto
Indexed principal swap (index amortizing swap)	Contratto di swap in cui le riduzioni del principal amount sono collegate alle modifiche di un tasso di interesse
Swap in arrears	Nello swap in arrears il tasso nominale dello swap è: <ul style="list-style-type: none"> • fissato all'inizio, ma • pagato alla fine del periodo
Extendable swap	Nell'extendable swap a una delle parti è attribuito il diritto di estendere la durata del contratto
Puttable swap	Nel puttable swap a una delle parti è attribuito il diritto di anticipare la fine del contratto
Differential swap	Con il differential swap vengono scambiati due tassi di interessi variabili in due valute diverse applicati allo stesso principal amount denominato in valuta nazionale
Interest rate future	Contratto a termine appartenente alla categoria dei financial futures, con il quale viene prevista una compravendita di titoli: <ul style="list-style-type: none"> • a tasso fisso (i.e obbligazioni, titoli di stato); • in una data futura

I DERIVATI

	<ul style="list-style-type: none"> • a un prezzo predeterminato. <p>Alla scadenza il venditore potrà consegnare uno a scelta fra i titoli di un paniere periodicamente aggiornato. La scelta avverrà secondo il principio del cheapest to deliver. Al momento della liquidazione al venditore qualora il titolo consegnato abbia un rendimento diverso da quello espresso dal future verrà corrisposto, oltre al rateo di interessi maturati, un importo pari al prezzo dell'ultimo giorno di contrattazione del future per un coefficiente di adeguamento</p>
Currency future	<p>Con il currency future una parte si impegna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • a cedere, o • ad acquistare, <p>una determinata quantità di valuta in una data e a un cambio prestabiliti</p>
Stock index financial future	<p>Sono contratti futures con cui una parte si impegna a consegnare o a ritirare a una data prestabilita una somma pari al prodotto della differenza tra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il valore di un determinato indice borsistico, e • il prezzo originario alla stipula del contratto, <p>per un coefficiente contrattualmente predefinito</p>
Break forward contract	<p>Contratto a termine su:</p> <ul style="list-style-type: none"> • tassi di interesse, • indici, • valute, <p>in cui l'acquirente si obbliga ad acquistare alla scadenza al prezzo forward prefissato salvo che, anteriormente alla scadenza il tasso a pronti sia inferiore al forward. In tal caso l'acquirente potrà:</p> <ol style="list-style-type: none"> (i) recedere dal contratto, o (ii) acquistare al tasso break obbligando la controparte al contestuale riacquisto al tasso forward
Forward rate agreement	<p>Contratto con cui due controparti si scambiano flussi di interessi relativi a capitali nominali che non sono oggetto di scambio. Gli interessi vengono calcolati su base differenziale. In particolare il «Fra» obbliga il compratore a pagare a una data predeterminata la differenza tra il tasso, fisso, indicato nel contratto (cosiddetto «tasso Fra») e il tasso di mercato del momento (cosiddetto «Fixing»), qualora il fixing risulti inferiore al Fra. Nel caso in cui il fixing sia superiore al Fra spetterà al venditore pagare detto differenziale al compratore.</p> <p>A differenza dell'interest rate swap i pagamenti non avvengono su base periodica ma solo alla scadenza</p>
Credit default swap	<p>Con il credit default swap un soggetto (protection seller) si impegna, a pagare alla controparte (protection buyer) una determinata somma al verificarsi di un evento futuro e incerto («credit event») riguardante l'inadempimento di un soggetto terzo. Il protection seller assume tale obbligazione a fronte del pagamento di un premio da parte del protection buyer</p>
Total rate of return swap	<p>Contratto con il quale il protection buyer (o «total return payer») si impegna a cedere tutti i flussi di cassa generati dalla reference obligation al protection seller (o «total return receiver») a fronte del traferimento da parte del protection seller di flussi di cassa collegati all'andamento del reference rate. Alla data di scadenza del contratto (o a quella stabilita tra le parti) il total return payer pagherà, se positiva, al total return receiver la differenza tra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il valore di mercato, e • il valore iniziale della «reference obligation», <p>e viceversa nel caso in cui la reference obligation abbia subito un deprezzamento</p>
Currency forwards	<p>Contratto a termine con cui le parti procedono a una compravendita di due importi espressi in valute differenti con regolamento successivo a una data e a un cambio prefissato</p>
Depositi forward-forward	<p>Operazione a termine consistente in depositi interbancari in cui la data di regolamento è successiva alla data spot. Il capitale oggetto del contratto è effettivamente scambiato:</p> <ul style="list-style-type: none"> • alla data di regolamento, e • alla data di scadenza maggiorato degli interessi da calcolarsi al tasso contrattualmente previsto e che generalmente coincide con il tasso annuo semplice del mercato dei depositi.

I DERIVATI

Collar	<p>Contratto di opzione sui tassi di interesse costituito dalla seguente combinazione:</p> <ul style="list-style-type: none"> • acquisto di un cap, e • vendita di un floor. <p>Consente di limitare in un corridoio chiuso verso il basso dal floor e verso l'alto dal cap il costo di un finanziamento a tasso variabile</p>
Payout options	<p>Caratteristica comune alle varie payout options è l'attribuzione all'holder del diritto a percepire un importo fisso predefinito al verificarsi di determinati eventi. Tra le più note si segnala la digital option che dà diritto al pagamento solo se, in un determinato arco temporale, il sottostante raggiunge un determinato valore:</p> <ul style="list-style-type: none"> • almeno una volta: in questo caso si è in presenza di una one touch digital option, o • il giorno di scadenza: in questo caso si è in presenza di una all or nothing option
Quantity adjusted option	<p>Utilizzate per cogliere gli andamenti positivi di attività sottostanti espresse in valute differenti in assenza di rischi di cambio.</p>
Better-off option	<p>Consente al titolare di realizzare un profitto sulla migliore delle performance realizzate da due beni sottostanti quali:</p> <ul style="list-style-type: none"> • due indici azionari, o • due tassi di interesse, <p>per tutta la durata dell'opzione</p>
Out-performance option	<p>Consente al titolare di realizzare un profitto sulla differenza delle performance realizzate da due beni sottostanti</p>
Binary option	<p>Consente al titolare di realizzare un profitto fisso solo se il prezzo del sottostante è ricompreso in una prefissata banda di oscillazione</p>
Barrier options	<p>Si dividono in:</p> <ul style="list-style-type: none"> • barrier knock in options: il diritto di opzione è attribuito all'holder solo se il sottostante raggiunge, entro un determinato periodo, un limite (barrier) predefinito; • barrier knock out options: il diritto di opzione si estingue se il sottostante raggiunge, entro un determinato periodo, un limite (barrier) predefinito; • double-barrier options: è previsto un limite massimo e uno minimo al cui raggiungimento l'opzione sorge (knock in) o si estingue (knock out)
Rebate options	<p>Consentono al titolare di ricevere un rimborso («rebate») quando, nella put option, il sottostante scende al di sotto di un certo livello prefissato</p>
Cliquet options	<p>Sono delle opzioni indicizzate in cui il prezzo d'esercizio è periodicamente rideeterminato con riferimento a valori di mercato</p>
Delayed strike options	<p>Consentono al titolare dell'opzione di dilazionare la determinazione del prezzo di esercizio in un periodo compreso tra la data di stipula e quella di scadenza del contratto</p>
Lookback options	<p>Consentono al titolare di beneficiare di un prezzo di riferimento pari al miglior valore dell'opzione in un determinato arco temporale</p>
Average rate options	<p>Il prezzo del sottostante è calcolato sulla base della media (average) dei prezzi calcolati in un determinato periodo. Il payoff è pari alla differenza tra:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il prezzo medio, e • il prezzo di esercizio dell'opzione
Currency option	<p>Contratto di opzione il cui oggetto è costituito dalla compravendita di un determinato ammontare di valuta. Le currency options si dividono in:</p> <ul style="list-style-type: none"> • cash options: che attribuiscono all'holder il diritto a comprare o vendere una determinata quantità di valuta contro un'altra a un rapporto di cambio predeterminato; • future option
Future option	<p>Rientra nella categoria dei derivati complessi e consiste in un contratto di opzione che attribuisce all'holder la facoltà di stipulare un contratto di currency future a un prezzo predeterminato</p>

1 CONTINUA

La seconda puntata sarà pubblicata su ItaliaOggi di martedì 1 febbraio

ItaliaOggi

I derivati

Una bussola per orientarsi negli strumenti finanziari

a cura di Francesco Pau

2 FINE

La prima puntata è in edicola con ItaliaOggi Sette di Lunedì 31 gennaio

INDICE

7. PROFILI FISCALI.....	18
7.1 Imposte dirette	
7.1.1. La determinazione del reddito degli intermediari finanziari	
7.1.2 La determinazione del reddito delle persone fisiche	
7.2 Imposte indirette	
7.2.1 Imposta sul valore aggiunto	
7.2.2 Tassa sui contratti di borsa	
8. CONTABILIZZAZIONE E DISCLOSURE.....	19
9 PROFILI REGOLAMENTARI DEGLI INTERMEDIARI QUALIFICATI.....	21

Riproduzione riservata

1 Febbraio 2005

7. Profili fiscali

7.1 Imposte dirette

Per quanto riguarda il regime fiscale dei contratti derivati si dovrà distinguere, ai fini dell'imposizione diretta, tra gli enti creditizi e finanziari che intervengono nella stipulazione di contratti derivati e le persone fisiche.

7.1.1. LA DETERMINAZIONE DEL REDDITO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

La disciplina riguardante la determinazione del reddito degli intermediari finanziari è contenuta nell'art. 112 del dpr 22 dicembre 1986, n. 917 così come modificato dal dlgs 12 dicembre 2003, n. 344 (Tuir). Al primo comma l'art. 112 stabilisce che: «Alla formazione del reddito degli enti creditizi e finanziari (...) concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni "fuori bilancio", in corso alla data di chiusura dell'esercizio, diverse da:

- a) *quelle poste in essere esclusivamente con finalità di copertura dei rischi di variazione del valore delle azioni, delle quote e degli strumenti finanziari di cui all'art. 85, comma 1, lettere c) e d);*
- b) *quelle i cui rischi di variazione di valore sono esclusivamente coperti dalle medesime azioni, quote o strumenti finanziari».*

18

Autorevole dottrina estende inoltre l'ambito di applicazione dell'art. 112 Tuir anche agli enti non finanziari. Il comma 4 dell'art. 112 individua le operazioni fuori bilancio oltre che nei contratti di compravendita non ancora regolati, a pronti o a termine, di titoli e valute, nei contratti derivati

- con titolo sottostante,
- senza titolo sottostante ma collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività,
- su valute.

L'art. 112 esclude invece dalla determinazione del reddito quei componenti positivi e negativi, generati dalla valutazione delle operazioni fuori bilancio in corso alla data di chiusura dell'esercizio, che sono poste in essere con finalità di copertura rinviando per la loro valutazione al dlgs n. 87 del 27 gennaio 1992. Lo stesso articolo stabilisce l'indeducibilità dei componenti negativi derivanti dalla valutazione superiori alla differenza tra:

- il valore del contratto o della prestazione alla data della stipula o a quella di chiusura dell'esercizio precedente, e
- il corrispondente valore alla data di chiusura dell'esercizio.

7.1.2 LA DETERMINAZIONE DEL REDDITO DELLE PERSONE FISICHE

Il legislatore fiscale ha preferito individuare i derivati con riferimento agli effetti prodotti in luogo della loro denominazione elemento questo che, anche in virtù dell'elevato grado di sofisticazione e alla continua evoluzione di alcuni prodotti, rischia di essere insufficiente e fuorviante ai fini di una

corretta identificazione. Stabilisce al riguardo l'art. 67, primo comma lettere c-quater e c-quinquies) Tuir che costituiscono redditi diversi quelli:

- «realizzati mediante rapporti da cui deriva il diritto o l'obbligo di cedere o acquistare a termine strumenti finanziari, valute, metalli preziosi o merci ovvero di ricevere o effettuare a termine uno o più pagamenti collegati a tassi di interesse, a quotazioni o valori di strumenti finanziari, di valute estere, di metalli preziosi o di merci e a ogni altro parametro di natura finanziaria. Agli effetti dell'applicazione della presente lettera sono considerati strumenti finanziari anche i predetti rapporti;
- le plusvalenze e altri proventi, diversi da quelli precedentemente indicati, realizzati mediante cessione a titolo oneroso ovvero chiusura di rapporti produttivi di redditi di capitale e mediante cessione a titolo oneroso ovvero rimborso di crediti pecuniari o di strumenti finanziari, nonché quelli realizzati mediante rapporti attraverso cui possono essere conseguiti differenziali positivi e negativi in dipendenza di un evento incerto.

La base imponibile dei contratti derivati e degli altri contratti a termine di cui alla lettera c-quater), comma 1 dell'art. 67 Tuir è calcolata secondo l'art. 68 comma 8 Tuir come somma algebrica:

- dei differenziali positivi e negativi, e
- degli altri proventi od oneri, percepiti o sostenuti, in relazione a ciascuno dei rapporti ivi indicati.

Si considerano realizzati i proventi riscossi o gli oneri pagati a titolo definitivo non rilevando per esempio, i margini giornalieri di variazione accreditati dalla clearing house nella gestione dei financial futures. Lo stesso art. 68 precisa inoltre come: «Qualora a seguito dell'esercizio dell'opzione siano cedute le attività di cui alle lettere c), c-bis) o c-ter), dell'art. 67, i premi pagati o riscossi concorrono alla determinazione delle plusvalenze o minusvalenze, ai sensi della lettera e) del comma 7». Quindi se i contratti di cui alla lettera c-quater) del comma 1 dell'art. 67 Tuir si chiudono con la cessione del sottostante, i premi pagati (o riscossi) saranno computati nel calcolo delle plusvalenze (o minusvalenze) realizzate a seguito della cessione. Un'imposta sostitutiva del 12,5% (da riscuotersi tramite il regime della dichiarazione ovvero del risparmio gestito o amministrato) si applica sui proventi dei contratti di cui alla lettera c-quater) dell'art. 67 Tuir

7.2 Imposte indirette

I contratti derivati sono in genere esentati sia dall'imposta sul valore aggiunto che da quella sui contratti di borsa. Vediamo perché.

7.2.1 IMPOSTA SUL VALORE AGGIUNTO

L'esenzione dall'Iva dei contratti derivati è stabilita nell'art. 10 comma nn. 3) e 4), del dpr 26 ot-

tobre 1972, n. 633 ai sensi del quale si considerano esenti: «(...) 3) le operazioni relative a valute estere aventi corso legale e a crediti in valute estere (...); 4) le operazioni, relative ad azioni, obbligazioni o altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali, eccettuate la custodia e l'amministrazione dei titoli; le operazioni, incluse le negoziazioni e le opzioni, eccettuate la custodia e l'amministrazione, relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari diversi dai titoli. Si considerano in particolare operazioni relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari i contratti a termine fermo su titoli e altri strumenti finanziari e le relative opzioni, comunque regolati; i contratti a termine su tassi di interesse e le relative opzioni; i contratti di scambio di somme di denaro o di valute determinate in funzione di tassi di interesse, di tassi di cambio o di indici finanziari, e relative opzioni; le opzioni su valute, su tassi di interesse o su indici finanziari, comunque regolate». La stessa amministrazione finanziaria ha avuto modo con la risoluzione n. 77/E /del 16 luglio 1998 di precisare con riguardo ai derivati finanziari che: «Per quanto concerne la base imponibile di tali operazioni, la scrivente, ritiene che le somme, cosiddetti differenziali, che vengono versate in esecuzione dei contratti stessi, costituiscono l'oggetto della prestazione contrattualmente dedotta e non possono essere qualificate come corrispettivi di una controprestazione, qualificazione quest'ultima che implicherebbe invece la sussistenza di un sinallagma funzionale tra le prestazioni da adempiere da ciascuna delle parti e nel cui reciproco condizionamento risiederebbe la causa negoziale. Trattasi, invece, di contratti aleatori ad alea bilaterale, nei quali alla reciprocità del rischio nel momento genetico del rapporto non corrisponde, tuttavia, una reciprocità di prestazioni legate da un nesso di sinallagmaticità funzionale. Infatti, alla scadenza prefissata si verifica un fenomeno di concentrazione dell'obbligazione a carico di una sola delle parti contraenti, per cui il contratto dà luogo a un'unica prestazione». L'esenzione dall'imposta non esonera tuttavia da tutti i vari adempimenti (fatturazione, registrazione ecc.) stabiliti per le operazioni normalmente soggette a Iva andando altresì a incidere sul calcolo del pro rata di indetraibilità. L'esenzione si estende altresì alle commissioni bancarie pagate agli intermediari finanziari.

7.2.2 TASSA SUI CONTRATTI DI BORSA

Il presupposto impositivo della tassa sui contratti di borsa si rinviene nell'art. 1 del regio decreto 30 dicembre 1923, n. 3278 secondo cui ai fini dell'applicazione della tassa tra i contratti di borsa si intendono compresi:

- a) i contratti, siano fatti in borsa o anche fuori borsa, tanto a contanti, quanto a termine, fermi, a premio o di riporto, e ogni altro contratto conforme agli usi commerciali, di cui formino oggetto i titoli di debito dello stato, delle province, dei comuni e di enti morali; le azioni e obbligazioni di società, comprese le cartelle degli istituti di credito fondiario, e in generale qualunque titolo

di analoga natura, sia nazionale, sia estero, siano o no quotati in borsa;

- b) le compra-vendite a termine di valori in moneta o verghe, siano fatte in borsa o anche fuori borsa».

La tassa trova inoltre applicazione, precisa l'art. 1 anche con riguardo «ai contratti a titolo oneroso aventi per oggetto i titoli e i valori di cui alle lettere a) e b) del secondo comma, nonché le quote di partecipazione in società di ogni tipo, conclusi per atto pubblico o scrittura privata o comunque in altro modo non conforme agli usi di borsa». Analogamente a quanto previsto in materia di Iva, i derivati non scontano in genere alcuna tassazione per mancanza del presupposto impositivo. Non può tuttavia escludersi a priori dall'ambito applicativo della tassa sui contratti di borsa il trasferimento di titoli che si verifica in seguito all'esercizio di un diritto di opzione, essendo detto trasferimento, potenzialmente, idoneo a integrare il presupposto impositivo di cui al sopracitato art. 1 del rd 3278/23.

8. Contabilizzazione e disclosure

Le nuove regole per la valutazione e la rappresentazione contabile dei derivati sono contenute nello Ias 39 «*Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*» diventato norma comunitaria in seguito all'approvazione con regolamento (Ce) n. 2086/2004 del 19 novembre 2004 pubblicato sulla *Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee* del 9 dicembre 2004. Seppure incompleta a causa di disaccordi in merito ad alcune questioni (quali l'opzione di utilizzare il fair value per tutte le attività e le passività finanziarie o la facoltatività nell'applicare le disposizioni relative alle operazioni di copertura del portafoglio), la nuova disciplina è destinata a incidere profondamente nella rappresentazione contabile dei derivati. L'introduzione degli Ias anche in materia di strumenti finanziari iscritti nei bilanci delle imprese serve a far fronte a una sofisticazione nella gestione finanziaria delle imprese cui, come si legge nell'Indagine conoscitiva, «si contrappone però un sistema di contabilizzazione e di disclosure dell'operatività in derivati che risulta per molti versi lacunoso e insoddisfacente». L'attuale registrazione delle operazioni relative a strumenti finanziari basandosi sulla natura giuridica delle operazioni stesse finisce per confinarli nei conti d'ordine senza che vengano fornite specifiche informazioni in merito a tali operazioni. Al riguardo nell'Indagine conoscitiva si ricorda come «da una breve indagine condotta sui bilanci d'esercizio e consolidati al 31/12/2003 delle maggiori imprese non finanziarie quotate in borsa», risulta che al momento della stipula gli strumenti finanziari derivati con funzione di copertura sono:

- iscritti nei conti d'ordine,
- alla voce impegni,
- per l'importo nominale del contratto, mentre i relativi proventi e oneri sono imputati:
- al conto economico,
- per competenza lungo la durata del contratto.

Gli strumenti finanziari derivati acquistati per

I DERIVATI

la negoziazione o comunque non aventi una funzione di copertura sono valutati alla chiusura dell'esercizio al minore tra

- il costo, e
- il valore di mercato, iscrivendo le variazioni di valore tra gli oneri finanziari.

Per quanto riguarda l'informativa riportata in nota integrativa l'Indagine conoscitiva rileva come «solo alcune delle società esaminate indicano (...) oltre agli importi nominali dei contratti derivati, il confronto tra il valore degli strumenti finanziari iscritto in bilancio e la valutazione al mercato (mark-to-market), evidenziando nella maggioranza dei casi delle differenze molto rilevanti». La direttiva Ce 65/2001 (recepita in Italia con il dlgs 394 del 30 dicembre 2003) nel modificare la quarta e la settima direttiva sulla redazione del bilancio d'esercizio e consolidato, ha stabilito che gli stati membri possono autorizzare o imporre la valutazione al «fair value» (o valore equo) degli strumenti finanziari ivi compresi gli strumenti finanziari derivati. Per fair value si intende il corrispettivo al quale

- un'attività può essere scambiata, o
- una passività può essere estinta, in una normale transazione a condizioni di mercato.

In particolare lo Ias 39 classifica gli strumenti finanziari in quattro categorie a seconda del tipo di investimento e precisamente:

- attività finanziaria da detenersi fino alla scadenza («held to maturity»);
- attività finanziarie possedute per essere negoziate («held for trading»);
- attività finanziarie disponibili per la vendita;
- finanziamenti e crediti rappresentati da attività finanziarie.

La valutazione deve essere al fair value, per le attività finanziarie detenute per la negoziazione essere negoziate e quelle disponibili per la vendita imputate rispettivamente a conto economico e patrimonio netto. Saranno valutati al costo gli investimenti da detenersi fino alla scadenza nonché i finanziamenti e i crediti.

Come ricordato nell'indagine conoscitiva «l'utilizzo del fair value presuppone che la società sia pienamente operativa e non esistano né l'intenzione né la necessità di liquidare o ridurre sensibilmente l'attività». Il fair value di uno strumento finanziario si determina:

- al momento della prima iscrizione in bilancio avuto riguardo al corrispettivo versato in denaro, e
- successivamente con riguardo al prezzo al quale lo strumento derivato sarebbe scambiato alla data di redazione del bilancio.

Gli strumenti derivati, si sottolinea nell'Indagine conoscitiva, saranno sempre rilevati al fair value e le loro variazioni imputate a conto economico, a eccezione di alcune operazioni di copertura, dei flussi di cassa, che richiedono l'imputazione a patrimonio netto.

Gli Ias dividono le operazioni di copertura con

strumenti finanziari derivati in due categorie e precisamente:

- (i) nelle coperture destinate a bilanciare le variazioni di valore di un'attività o di una passività di un determinato asset o di una determinata passività (cosiddette coperture di fair value) tali variazioni devono iscriversi a conto economico. Si tratta di un meccanismo applicabile anche quando l'attività o la passività «coperta» sono valutate al costo. In questo caso si legge nell'Indagine conoscitiva «l'elemento coperto registrerà delle variazioni che saranno imputate a conto economico in contropartita alle variazioni di valore dello strumento di copertura». L'introduzione di questa metodologia è destinata secondo la Consob a modificare «profondamente l'impostazione attualmente seguita, capovolgendo la relazione esistente tra elemento coperto e strumento di copertura (sarà lo strumento di copertura che determinerà la valutazione della posta coperta, e non viceversa come accade oggi)»;
- (ii) nelle coperture di flussi di cassa le variazioni di fair value del derivato di copertura (i.e. un interest rate swap stipulato per tutelarsi da un rialzo dei tassi in un finanziamento a tasso variabile) sono iscritte inizialmente a patrimonio netto, e, precisa la Consob, solo quando si manifesta la variazione dei flussi di cassa da compensare sono rilevate anche a conto economico.

All'impossibilità di rispettare le condizioni previste dallo Ias 39 per essere classificate come operazioni di copertura (tali operazioni devono rispettare condizioni molto stringenti) consegue la classificazione del relativo derivato tra quelli speculativi e l'imputazione a conto economico delle variazioni del suo fair value.

Lo Ias 39 si occupa inoltre del cosiddetto derivato incorporato. Un derivato incorporato è una componente di uno strumento «combinato», formato dall'unione di:

- un contratto non derivato (cosiddetto contratto primario), e di
- un contratto derivato.

Un derivato incorporato deve essere valutato separatamente dallo strumento cui inerisce se:

- le caratteristiche (economiche e di rischio) dell'incorporato non sono connesse a quelle del primario;
- uno strumento autonomo con le stesse condizioni contrattuali risponderebbe alla definizione di derivato;
- lo strumento combinato non è posseduto per essere negoziato.

Qualora in base ai criteri sopracitati non si renda possibile valutare in maniera separata l'incorporato dal primario, l'intero strumento combinato sarà classificato come held for trading

L'impossibilità di fornire una valutazione autonoma per il derivato incorporato fa sì che il con-

tratto combinato sia classificato tra le attività (o passività) finanziarie detenute per la negoziazione.

L'applicazione degli Ias andrà a incidere oltre che sulla contabilizzazione anche sulla disclosure che le società saranno tenute a fornire in merito alla operazioni su derivati. Gli Ias richiedono infatti che dalla lettura integrativa si possano ricavare informazioni utili per comprendere l'impatto degli strumenti finanziari:

- sulla posizione finanziaria,
- sulla performance, e
- sui flussi di cassa della società, e
- sui rischi relativi a tali strumenti.

Tra le informazioni richieste al fine di fornire un'informazione più completa ai lettori del bilancio, la Consob nell'Indagine conoscitiva indica quelle relative:

- alla determinazione del fair value;
- agli obiettivi e alle procedure di gestione dei rischi finanziari incluse le procedure di copertura di ciascuna principale tipologia di operazione prevista;
- ai termini e alle condizioni che, per ciascuna classe di strumenti finanziari, possono avere un impatto sui futuri esborsi di cassa;
- alle modalità di contabilizzazione adottate con particolare riferimento alle operazioni di copertura indicando la natura dei rischi coperti, la descrizione degli strumenti finanziari designati come strumenti di copertura e il loro fair value nonché l'ammontare imputato a conto economico e a patrimonio netto).

L'adozione dei principi contabili internazionali è destinata secondo la Consob a far compiere «un vero e proprio salto di qualità nella trasparenza dei bilanci delle società quotate e di tutte le altre imprese che saranno obbligate o sceglieranno di utilizzare tali principi» sia perché la valutazione al fair value comporta che «l'operatività in strumenti finanziari, e in particolare in derivati, indipendentemente dal settore di appartenenza dell'impresa, avrà un impatto assai maggiore nella determinazione del risultato d'esercizio e/o del patrimonio netto» sia per la più ampia informativa richiesta che servirà a evidenziare «la modalità di gestione del rischio posta in essere dal management e gli effetti della stessa sulla posizione economica e finanziaria attuale e futura della società».

9 Profili regolamentari degli intermediari qualificati

Lo scambio dei derivati nei mercati regolamentati avviene per il tramite di intermediari qualificati. Similmente, anche in molti contratti over the counter ferma restando la prevalenza dell'autonomia privata rispetto alla standardizzazione, intervengono spesso operatori professionali che talvolta conducono operazioni di segno opposto in borsa e fuori. Inoltre come specificato nell'Indagine co-

noscitiva «L'operatività in derivati assume connotati differenti a seconda della qualificazione della controparte dell'intermediario; a ciò concorre sia il dettato normativo (che richiede un diverso grado di tutela a seconda che la controparte sia un investitore qualificato o meno) sia le policy interne adottate dalle banche (utilizzo anche di limiti quantitativi). Ne deriva che gli operatori qualificati presentano un numero più elevato di posizioni aperte con un controvalore nozionale medio nettamente superiore rispetto agli operatori non qualificati». Può quindi risultare utile al termine della trattazione fornire dei cenni in merito alle regole di condotta alle quali devono attenersi gli intermediari nel prestare dei servizi di investimento.

Per operatore qualificato si intendono, ai sensi dell'art. 31 secondo comma del regolamento Consob n. 11522/98, «... gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

La vendita alla clientela degli strumenti finanziari derivati da parte degli intermediari si inserisce, ricorda la Consob nell'Indagine conoscitiva nel più ampio contesto della prestazione dei servizi di investimento nei confronti del pubblico. Il Testo unico della finanza (Tuf) prevede al riguardo un generale obbligo degli intermediari autorizzati a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. Nell'esercizio dei suoi poteri di vigilanza la Consob deve tenere conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori, esigenze che variano a seconda della loro qualità ed esperienza professionale. Nella definizione di operatore qualificato (o investitore professionale) contenuta nei regolamenti di attuazione del Tuf emanati dalla Consob è dato rinvenire due diverse categorie e precisamente:

- le imprese operanti nel settore finanziario quali le banche, le sim, le società di gestione del risparmio, fondi pensione, compagnie di assicurazione, società ed enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati che, sottolinea la Consob «si presume abbiano una elevata esperienza e professionalità nel settore», e
- le persone fisiche e giuridiche che siano in gra-

I DERIVATI

do di documentare il possesso di determinati requisiti di professionalità ed esperienza.

Nei confronti di clienti che non rivestono la qualifica di investitore professionale, il regolamento Consob disciplina prevede una disciplina dettata in relazione:

- all'operatività in situazioni di conflitto di interesse;
- agli obblighi informativi;
- ai contratti e la valutazione di adeguatezza delle operazioni poste in essere.

A norma dell'art. 28 del regolamento gli intermediari devono assumere dagli investitori le informazioni concernenti la loro esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la loro situazione finanziaria, i loro obiettivi di investimento, la loro propensione al rischio e consegnare loro il «documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari» presupposto quest'ultimo indispensabile per poter effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione. Importante in questo senso risulta essere l'obbligo dell'intermediario di astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni che, sulla base delle informazioni comunque disponibili, appaiono non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Informato l'investitore del rischio, qualora quest'ultimo intendesse ancora procedere all'operazione, gli intermediari possono eseguire l'operazione stessa solo se autorizzati per iscritto ovvero qualora l'ordine sia stato ricevuto telefonicamente deve essere stato registrato su nastro e solo qualora nell'ordine sia stato fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. Pur non essendo obbligato al rispetto delle sopracitate regole qualora il cliente sia un investitore qualificato, l'intermediario non può ritenersi esonerato, ricorda la Consob «dal rispetto dei «criteri generali» stabiliti nell'art. 21 del Tuf, tra cui l'obbligo di adottare comunque comportamenti ispirati a diligenza, correttezza e trasparenza, e di alcune «regole generali di comportamento» fissate nel regolamento Consob (tra cui l'obbligo di acquisire una conoscenza degli strumenti e dei prodotti offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire)».

La gradualità degli obblighi di informativa parametrati alla categoria dell'investitore risulta del resto coerente con la direttiva 93/22/Cee con la quale si forniscono linee guida sui servizi di investimento e che al riguardo precisa che «è opportuno tener conto delle varie esigenze di tutela delle diverse categorie di investitori e del loro livello di esperienza professionale».

La sopracitata direttiva è tuttavia destinata a essere abrogata dalla cosiddetta direttiva Mifid (Market in financial instruments directive) approvata nell'aprile 2004 con la quale vengono riscritte le regole riguardanti la disciplina degli intermediari e della prestazione dei servizi di investimento.

La direttiva Mifid distingue tra:

- clienti al dettaglio,
- clienti professionali, e
- «controparti».

Il grado di tutela previsto nella prestazione di tutti o alcuni servizi di investimento varierà proprio in relazione all'appartenenza all'una o all'altra categoria ferma restando la facoltà per il cliente di richiedere un trattamento di maggiore tutela rispetto a quello della categoria di appartenenza.

Tra i clienti professionali (vale a dire con esperienza, conoscenze e competenza tali da valutare correttamente i rischi che assumono) la direttiva distingue poi tra:

- (i) i soggetti che, per loro natura, si ritengono professionali: gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, i fondi pensione, alcuni soggetti pubblici, altri investitori istituzionali e le imprese che superano determinate soglie dimensionali (totale di bilancio: 20 milioni di euro; fatturato netto: 40 milioni di euro; fondi propri: 2 milioni di euro);
- (ii) i clienti che possono richiedere tale trattamento: tutti i soggetti diversi da quelli sopra citati che richiedano specificamente di essere trattati come professionali.

La classificazione nell'una o nell'altra categoria è subordinata a una effettiva valutazione, da parte dell'intermediario sulla base di uno specifico test di competenza basato sul possesso di almeno due dei seguenti criteri:

- significativa operatività, per frequenza e dimensione, del cliente (almeno 10 operazioni al trimestre nell'ultimo anno);
- valore degli strumenti finanziari e della liquidità detenuti non inferiore a 500 mila euro;
- qualificata esperienza nel settore, per almeno un anno.

In pratica secondo quanto previsto nella direttiva al di sotto di determinate soglie le imprese sono considerate investitori non professionali, e che, anche qualora richiedano di essere trattate come tali la decisione finale è rimessa agli intermediari previo accertamento della loro competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari.

22

Tavola di sintesi

Derivati	Strumenti finanziari il cui valore dipende (deriva da) un'attività sottostante rappresentata da un bene o da una grandezza finanziaria
Finalità	Possano avere finalità: (i) di copertura (o «hedging»): sono utilizzati per tutelarsi contro le oscillazioni dei prezzi del sottostante (i.e. un brusco rialzo dei tassi di interesse può essere attenuato dalla sottoscrizione di un inte-

I DERIVATI

segue **Tavola di sintesi**

	<p>rest rate swap) o per garantire il rendimento atteso di un investimento;</p> <p>(ii) speculativa: sono utilizzati per scommettere su variazioni dei prezzi di merci, valute, tassi d'interesse o altre attività finanziarie al fine di conseguire un profitto;</p> <p>(iii) di arbitraggio: sono utilizzati per sfruttare, attraverso la contemporanea attuazione di due operazioni di segno opposto (acquisto e vendita) sulla stessa attività, differenze nei prezzi del sottostante</p>
Classificazione	<p>Il Tuf distingue tra:</p> <p>(i) i contratti «futures» e i contratti a termine su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;</p> <p>(ii) i contratti «swap» (cioè i contratti di scambio a pronti e a termine) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari («equity swaps»), anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;</p> <p>(iii) i contratti di opzione su qualsiasi strumento finanziario o sui precedenti strumenti derivati, su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga tramite il pagamento di differenziali in contanti;</p> <p>(iv) le combinazioni di contratti o di titoli sopra indicati</p>
Negoziazione	<p>Possono essere negoziati:</p> <ul style="list-style-type: none"> • in mercati regolamentati (exchange traded), o • al di fuori di mercati regolamentati (over the counter)
Exchange traded e Otc derivatives	<p>Gli exchange traded sono contratti standardizzati e tutelati contro il rischio di inadempimento mentre negli over the counter derivatives l'autonomia contrattuale è molto più ampia ma non c'è tutela contro tale rischio</p>
Contratto a termine	<p>Con un contratto a termine due controparti (acquirente e venditore) si impegnano a scambiarsi, uno specifico bene (il sottostante) a un prezzo (prezzo di consegna) e a una data («maturity date») predefiniti. Appartengono a questa categoria i futures e i forwards</p>
Swap	<p>In linea generale uno swap può definirsi un contratto con cui due parti si impegnano a scambiarsi («to swap») a date e condizioni prefissate, flussi di pagamenti determinati in relazione a un sottostante</p>
Option	<p>Il contratto di opzione attribuisce all'holder il diritto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • di comprare (opzione call), o • di vendere (opzione put), <p>una determinata quantità di un sottostante a un prezzo prefissato («strike price») entro una certa data di scadenza («maturity date») o alla data stessa</p>
Derivati di credito	<p>I credit derivatives sono contratti finanziari che permettono di trasferire il rischio di credito di un'attività sottostante da un soggetto («protection buyer») a un altro (protection seller) senza che si debba negoziare il credito di riferimento. I credit derivatives consentono quindi di incorporare il rischio di credito rendendolo un bene negoziabile</p>
Derivati complessi	<p>I derivati complessi (i.e. swaption, future option ecc.) sono costituiti dalla combinazione di due contratti derivati che si uniscono per dar vita a un nuovo, autonomo derivato</p>
Derivati simmetrici e asimmetrici	<p>I contratti derivati si definiscono:</p> <ul style="list-style-type: none"> • simmetrici se vincolanti entrambi le parti, come accade, per esempio nello swap o nel future; • asimmetrici se vincolano solo uno dei contraenti essendo rimessa all'altro contraente la facoltà di scelta come accade, per esempio, nell'option

I DERIVATI

segue **Tavola di sintesi**

Derivati incorporati	<p>Un derivato incorporato è una componente di uno strumento «combinato», formato dall'unione di</p> <ul style="list-style-type: none">• un contratto non derivato (cosiddetto contratto primario), e di:• un contratto derivato. <p>Un derivato incorporato deve essere valutato separatamente dallo strumento cui inerisce se:</p> <ul style="list-style-type: none">• le caratteristiche (economiche e di rischio) dell'incorporato non sono connesse a quelle del primario;• uno strumento autonomo con le stesse condizioni contrattuali risponderebbe alla definizione di derivato;• lo strumento combinato non è posseduto per essere negoziato. <p>Qualora in base a tali criteri non sia possibile valutare in maniera separata l'incorporato dal primario, l'intero strumento combinato sarà classificato come held for trading</p>
Disclosure	<p>Tra le informazioni richieste dai principi contabili internazionali al fine di fornire un'informazione più completa ai lettori del bilancio si segnalano quelle relative:</p> <ul style="list-style-type: none">• alla determinazione del fair value;• agli obiettivi e alle procedure di gestione dei rischi finanziari incluse le procedure di copertura di ciascuna principale tipologia di operazione prevista;• ai termini e alle condizioni che, per ciascuna classe di strumenti finanziari, possono avere un impatto sui futuri esborsi di cassa;• alle modalità di contabilizzazione adottate con particolare riferimento alle operazioni di copertura indicando la natura dei rischi coperti, la descrizione degli strumenti finanziari designati come strumenti di copertura e il loro fair value nonché l'ammontare imputato a conto economico e a patrimonio netto
Ias39: strumenti finanziari	<p>I principi contabili internazionali individuano quattro categorie di strumenti finanziari classificati in funzione della destinazione dell'investimento:</p> <ol style="list-style-type: none">(i) investimenti da detenersi fino alla scadenza;(ii) finanziamenti e crediti dell'impresa rappresentati da attività finanziarie;(iii) attività finanziarie possedute per essere negoziate;(iv) attività finanziarie disponibili per la vendita
Ias 39: fair value	<p>Gli Ias prevedono il fair value (o valore equo) quale criterio valutativo, in sostituzione di quello del costo.</p> <p>Per fair value si intende il corrispettivo al quale:</p> <ul style="list-style-type: none">• un'attività può essere scambiata, o• una passività estinta, in una libera transazione. <p>Gli Ias prevedono che:</p> <ol style="list-style-type: none">(i) le attività finanziarie detenute per essere negoziate e quelle disponibili per la vendita siano valutate al fair value e precisamente• le attività finanziarie detenute per essere negoziate con imputazione a conto economico, e• quelle disponibili per la vendita con imputazione al patrimonio netto;(ii) gli investimenti da detenersi fino alla scadenza, i finanziamenti e i crediti saranno valutati al costo, tenuto conto dei rimborsi, dell'ammortamento della differenza tra:• il valore iniziale, e• quello di rimborso, nonché di eventuali svalutazioni per perdite durevoli di valore

2 FINE

La prima puntata è in edicola con ItaliaOggi Sette di Lunedì 31 gennaio

ItaliaOggi