

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

Contratti derivati finanziari e di credito

Lezioni tenute presso la Luiss Management S.p.A. - febbraio 2003

Angela Maria Carozzi

Sono “**derivati**” quei contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali (quali valute, tassi di interessi, tassi di cambio, indici di borsa) e il cui valore economico deriva dal valore del titolo sottostante o degli altri elementi di riferimento.

(Banca d'Italia Circolare 29 marzo 1988, n. 4;
Circolare 21 aprile 1999, n. 299)

I derivati si possono suddividere in:

- *Financial derivatives*: derivati relativi ad entità finanziarie (valuta, tasso di interesse, indice finanziario);
- *Commodities derivatives*: derivati su merci o materie prime (metallo prezioso);
- *Credit derivatives*: traditional derivatives re-engineered to have a credit orientation (Das 1998, 9).

Per “**strumenti finanziari**” si intendono

- contratti *futures* su strumenti finanziari, tassi d’interesse, valute, mercati e relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, valute, merci, mercati e relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- contratti a termine collegati a strumenti finanziari, tassi d’interesse, valute, merci e relativi indici ... ;
- contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti indicati sopra e relativi indici, nonché contratti di opzione su valute, tassi, merci e relativi indici;
- combinazioni di contratti o indici.

(Art. 1, 2° comma, *f*), *g*), *h*), *i*), *j*) TUF)

Funzione:

possibilità di negoziare i rischi connessi alle fluttuazioni delle variabili di mercato - c.d. rischi finanziari - (riducendoli o addirittura amplificandoli) separatamente dall'operazione che li ha originati.

In particolare ...

- **Funzione di copertura** (*hedging*): copertura avverso un evento futuro e incerto, quale la fluttuazione di valore di un bene. E' modello di tutela finanziaria che richiama quello assicurativo.

Es:

Previsione di rialzo del titolo X (oggi 100) in 3 mesi: contratto *future*, *i.e.* acquisto di X al prezzo di 100 da eseguirsi a 3m

- **Funzione speculativa** (*trading*): sulla base di previsioni circa l'andamento di variabili finanziarie rilevanti, si pone in essere un derivato con il solo scopo di ottenere profitti a breve.

Es:

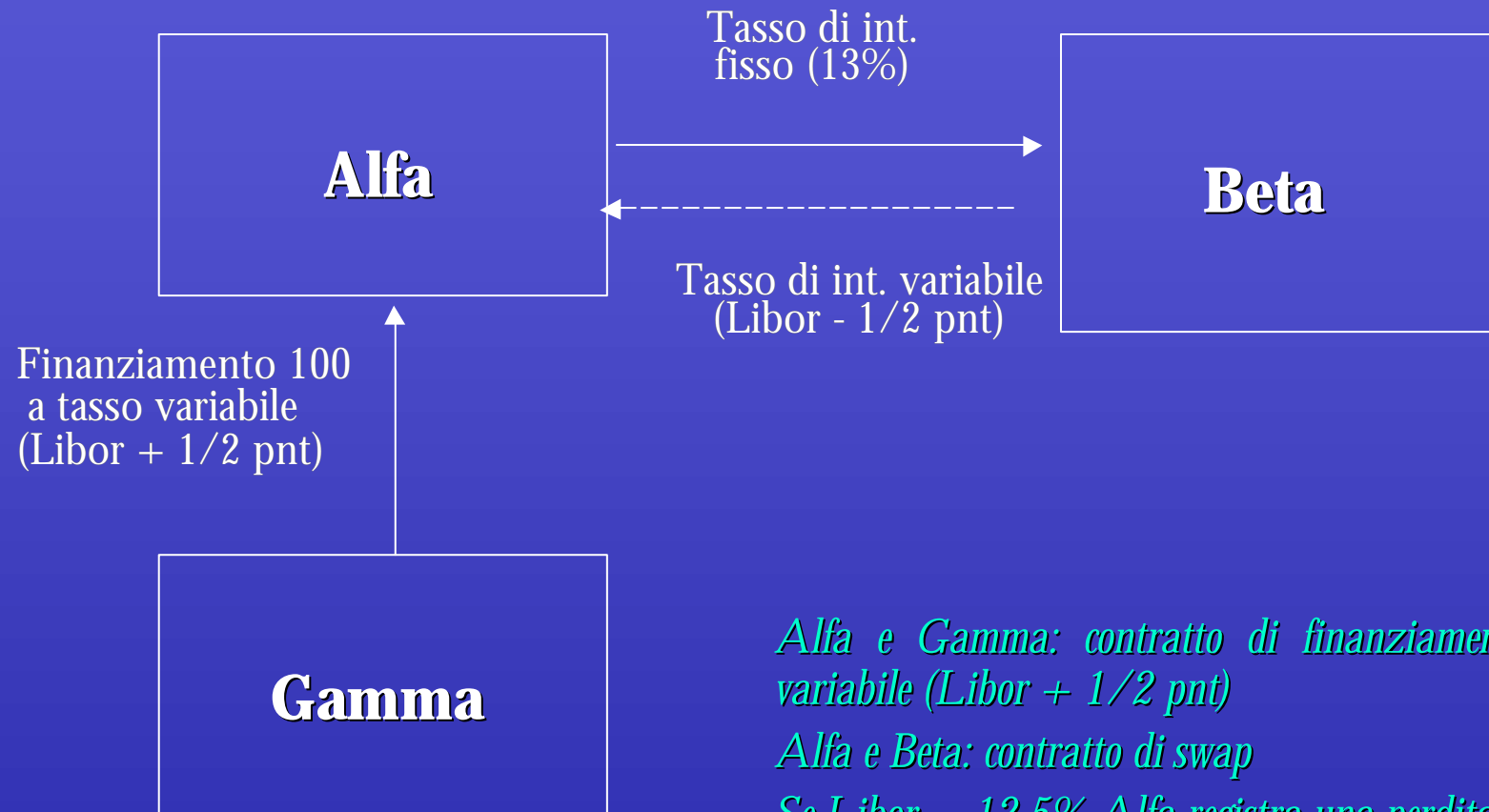
Se a 3m il titolo quota 120, l'operatore, che ha pagato 100, lo vende a pronti e lucra la differenza di 20.

Contratto di Swap

Contratto con cui le parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (tassi di interessi e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Alla scadenza viene effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di compensazione volontaria.

(House of Lords, Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC, 24.1.91)

Es. *Fixed to floating interest rate swap*



Alfa e Gamma: contratto di finanziamento a tasso variabile (Libor + 1/2 pnt)

Alfa e Beta: contratto di swap

Se Libor = 12,5% Alfa registra una perdita di - 1%

Se Libor = 14,5% Alfa risparmia + 1%

Plain vanilla structures:

Swap di interessi (*interest rate swap*): le parti si impegnano a versare o a riscuotere, a date prestabilite, importi determinati in base al differenziale di tassi diversi. Detti importi sono calcolati applicando due diversi parametri, coincidenti con due diversi tassi di interesse, al c.d. ammontare o capitale nozionale, che non è oggetto di scambio

Swap di valute (*currency swap*): le parti si scambiano due serie di pagamenti, denominati in differenti valute, corrispondenti a flussi di interessi e a volte anche all'ammontare del capitale.

Nel ***domestic currency swap*** (oggi raramente stipulato) alla scadenza viene corrisposto il differenziale tra l'importo capitale calcolato nella moneta nazionale, rispettivamente alla data della stipula e alla data della scadenza. Non c'è scambio degli importi capitali.

Swap di merci: le parti si impegnano a scambiarsi, per tutta la durata del contratto, un flusso monetario differenziale relativo al prezzo della *commodity*.

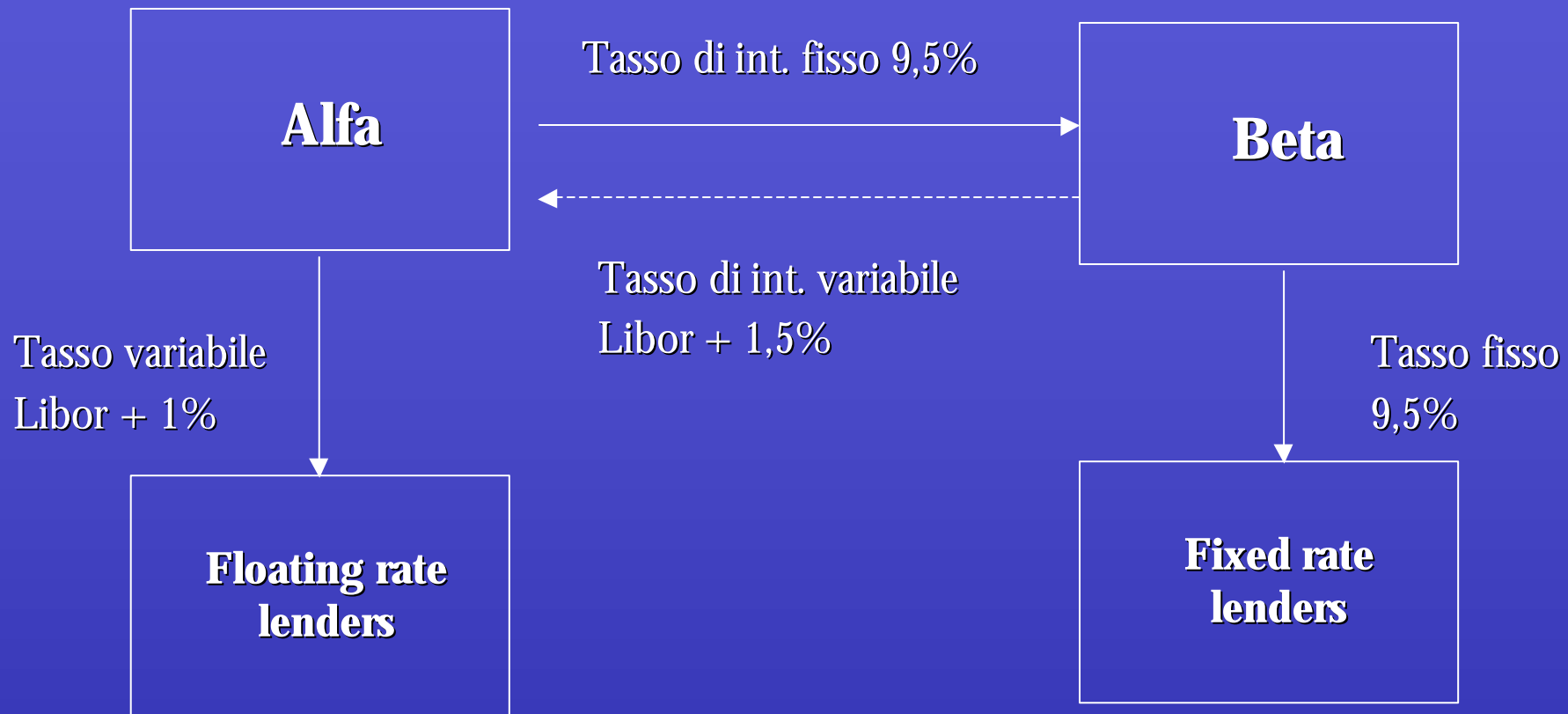
Swap di indici: strutturalmente assimilabile allo *swap* di interessi, si caratterizza in quanto i parametri presi in considerazione sono costituiti da due differenti indici di mercato (e.g. Dow Jones della borsa di New York, Nikkei della Borsa di Tokio).

Perché si stipula un contratto di *swap*?

La finalità dello strumento è duplice:

- (i) gestione dei rischi finanziari e
- (ii) riduzione dei costi di finanziamento, sfruttando le opportunità di arbitraggio esistenti tra i diversi segmenti del mercato creditizio.

Es. *Interest rate swap*



Alfa può emettere obbligazioni a tasso fisso del 10% e indebitarsi a tasso variabile del Libor + 1%, mentre Beta, con rating AAA, può ricorrere al mercato obbligazionario al tasso fisso del 9,5% e indebitarsi a tasso variabile del Libor + 3%. Sebbene la politica di Alfa sia quella di indebitarsi a tasso fisso, potrebbe sfruttare il vantaggio comparato di cui gode sul segmento dei prestiti a tasso variabile, finanziandosi al Libor + 1%, e al contempo stipulare un contratto di interest rate swap con Beta, che emette obbligazioni sul mercato al tasso fisso di 9,5%; in tal modo Alfa trasforma il debito contratto a tasso variabile in un debito a tasso fisso.

Lo *swap* quale gioco o scommessa

- Si pronuncia per la prima volta in argomento la *House of Lords* (in *Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, 1991), affermando la natura di *gambling* della *swap transaction*.
- Inizialmente la giurisprudenza italiana assimila lo *swap* al gioco, allorchè sia provato l'intento meramente speculativo di almeno una parte, e anche se l'altra è un istituto di credito o una Sim (Trib. Milano, 24.11.1993 e Trib. Milano, 26.5.1994).
- In un secondo momento, si distingue a seconda che lo *swap* sia stipulato o meno nell'esercizio di un'attività di intermediazione mobiliare con una banca o una Sim (Trib. Milano 3.1.1996; Trib. Milano 20.2.1997; Trib. Torino 10.4.1998). In altre parole, una volta accertata la natura di strumento finanziario dello *swap*, o comunque la sua soggezione alla normativa di settore (TUF), il giudizio di meritevolezza è effettuato in via di principio dal legislatore, che ha riservato la relativa attività ad operatori qualificati e ne ha definito i modi ed i limiti di esercizio.
- L' art. 23, co. 5, TUF stabilisce che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati, nonché a quelli analoghi individuati *ex art. 18, co. 5, lett. a)*, non si applica l'art. 1933 c.c.

Contratto di *future*

Contratto in base al quale le parti si impegnano a scambiare ad un prezzo definito e ad una data prestabilita determinate attività oppure a versare o a riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento

Es. *Financial Future*

X: titolo di riferimento, valore 100 a T'

Alfa stima che a T'' il valore di $X = 120/130$

Beta stima che a T'' il valore di $X = < 100$

Contratto di *future* che vede Alfa impegnarsi ad acquistare da Beta a T'' X al prezzo di 105.

Se a T'' $X = 125$, Alfa guadagna 20

Se a T'' $X = 95$, Alfa perde 10

Plain vanilla structures:

Interest rate future: le parti si impegnano ad acquistare o a vendere ad una scadenza e ad un prezzo prestabiliti una quantità standardizzata di uno strumento finanziario, correntemente negoziato sui mercati *cash* (quali i titoli a reddito fisso; titoli di Stato).

Currency future: le parti si impegnano ad acquistare o vendere ad una scadenza prefissata una quantità standardizzata di valuta estera ad un prezzo predeterminato.

Stock index financial future: le parti si impegnano a liquidare i differenziali calcolati su un acquisto convenzionalmente ipotetico e commisurati alle variazioni dell'indice di Borsa.

Perché si stipula un contratto di *future*?

Copertura dal rischio di oscillazione del prezzo del titolo, della divisa o, più in generale, dello strumento finanziario oggetto del contratto.

Speculazione.

Arbitraggio (acquisti e vendite compiuti sfruttando le temporanee disarmonie dei prezzi tra mercato *futures* e mercato a pronti).

Contratto di *option*

Contratto con cui le parti si scambiano un premio contro la facoltà (e non l'obbligo) di acquistare (*call option*) o vendere (*put option*) una certa quantità di beni (titoli, valuta ecc.) ad una scadenza e ad un prezzo predeterminati.

Es. Call option

X: titolo di riferimento, valore 100 a T'

Alfa stima che a T'' il valore di X = 120/130

Beta stima che a T'' il valore di X = < 100

Contratto di *call option* che vede Beta concedere ad Alfa la facoltà di acquistare a T'' X al prezzo di **105** (*strike price*), dietro pagamento del premio di **5**

Se a T'' X = **125** l'opzione è *in the money*, Alfa guadagna 15

Se a T'' X = **95** l'opzione è *out of money*, Alfa non esercita l'opzione (perdita di -15)

Se a T'' X = **105** l'opzione è *at the money*.

Tipologie di *options*:

Option su titoli azionari (***stock option***);

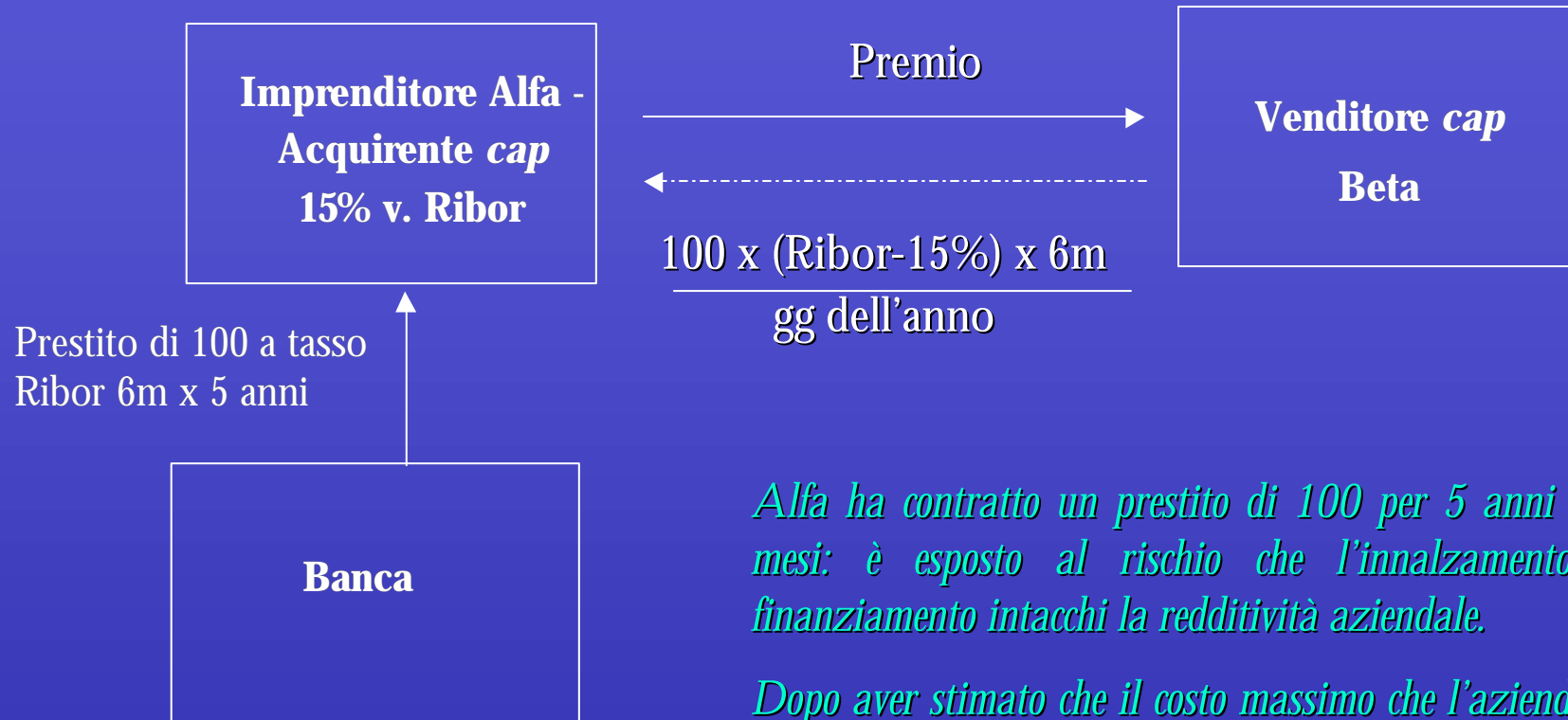
Option sugli indici di borsa (***index options***);

Option su titoli obbligazionari e del debito pubblico (***bond options***);

Interest rate cap / floor l'acquirente, verso il pagamento di un premio, ha il diritto di ricevere dal venditore, per la durata del contratto e alle scadenze prestabilite, un importo pari al prodotto tra un capitale convenzionale e la differenza positiva tra un tasso di mercato (es. Libor) e il tasso fissato dal contratto (strike rate, o cap rate) / tra il tasso fissato dal contratto (strike rate, o floor rate) e un tasso di mercato (es. Libor) . Tale cifra viene attualizzata moltiplicando per i giorni del periodo di riferimento diviso 360.

Interest rate collar: combinazione di un *cap* e di un *floor*

ES. *Interest rate cap*



Alfa ha contratto un prestito di 100 per 5 anni a tasso Ribor 6 mesi: è esposto al rischio che l'innalzamento del costo del finanziamento intacchi la redditività aziendale.

Dopo aver stimato che il costo massimo che l'azienda può sostenere è 15%, compra un cap al 15% contro il Ribor 6m su 100 per la durata di cinque anni.

Dietro pagamento di un premio, Beta (venditore del cap) si impegna a pagare all'imprenditore una somma di denaro nel caso in cui il tasso variabile in essere all'inizio del periodo di calcolo sia superiore al tasso del 15%. Se il tasso variabile è, ad es., 18 %, Alfa riceverà una somma pari a $100 \times 3\%$ ($18\% - 15\%$) $\times 180 / 360$

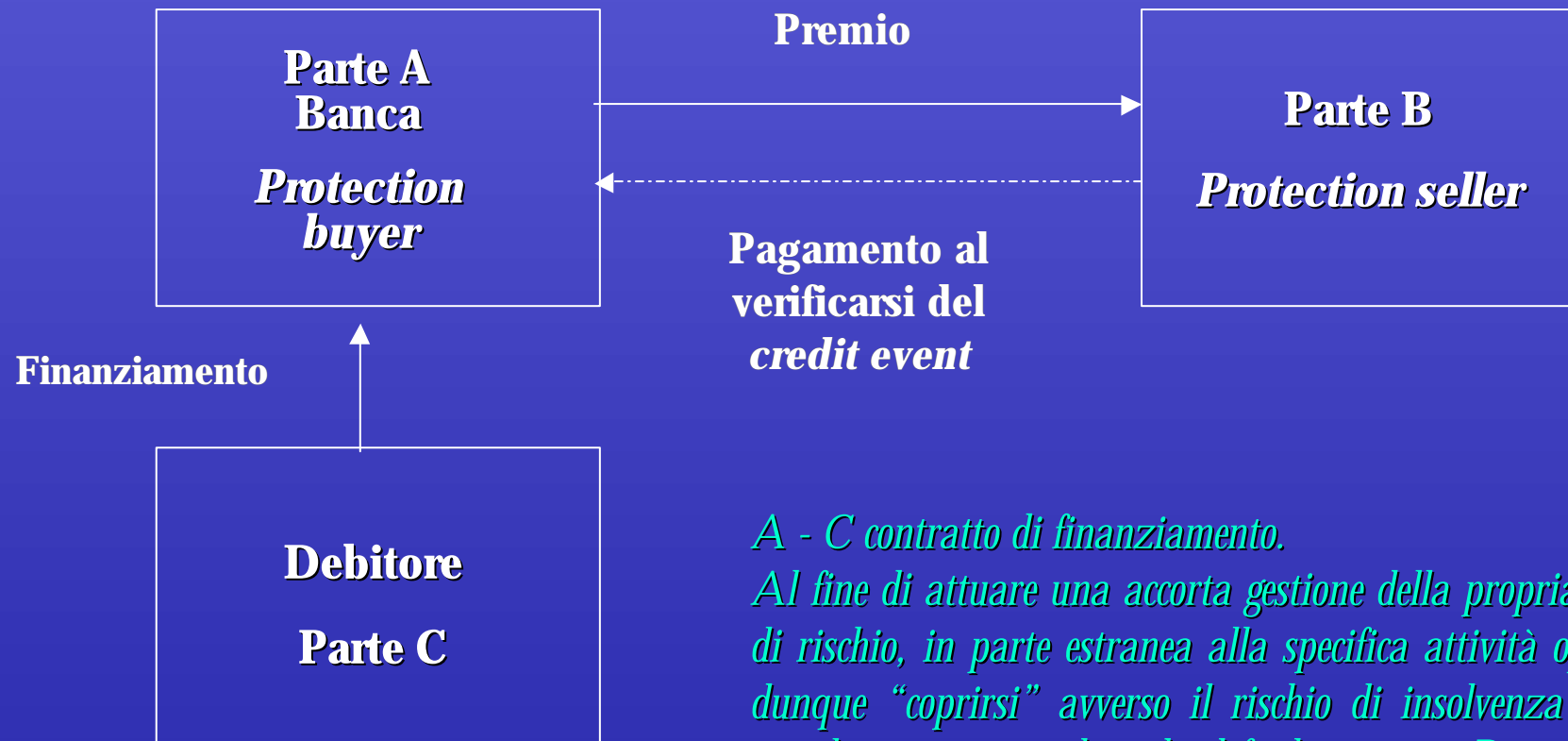
Credit derivatives:

Contratti finanziari mediante i quali una parte, verso il pagamento di un corrispettivo, ottiene l'eliminazione, o un'attenuazione, dei rischi di credito su determinate attività detenute in portafoglio. L'altra parte ottiene un rendimento certo per assumere l'esposizione a una perdita incerta (predeterminata o predeterminabile).

Tipologie di *Credit derivatives*

- ***Default products*** (*credit default swap* e *credit default option*): consentono di trasferire il solo rischio di credito relativo all'*asset* sottostante e il *pay off* viene quantificato nel suo ammontare e corrisposto allorchè si verifica il *credit event* determinato al momento della stipula del contratto;
- ***Replication products*** (*total rate of return swap* e *credit spread products*): consentendo la creazione sintetica di una o più attività sensibili al rischio di credito, permettono di trasferire sia il rischio di credito, sia il rischio di mercato. Il *pay off* dipende non solo dal verificarsi del *credit event*, ma anche dai flussi di cassa e dall'andamento del prezzo della *reference obligation*;
- ***Credit linked notes*** e ***warrant*** sono “titoli strutturati” (obbligazione ordinaria ed uno o più strumenti derivati).

Funzioni dei *Credit derivatives* : di copertura (*hedging*) e speculativa (*trading*).



A - C contratto di finanziamento.

Al fine di attuare una accorta gestione della propria posizione di rischio, in parte estranea alla specifica attività operativa, e dunque "coprirsi" avverso il rischio di insolvenza di C, A stipula un contratto di credit default swap con B.

A, dietro pagamento del premio, acquista protezione, i.e. al verificarsi del credit event B corrisponde ad A l'importo determinato in contratto.

Credit event:

Bankruptcy, insolvency, receivership, or failure to meet payment obligations where this can be determined, with a significant price deterioration (net of price changes due to interest rate movements) in a specified Reference Obligation issued or guaranteed by Reference Credit.

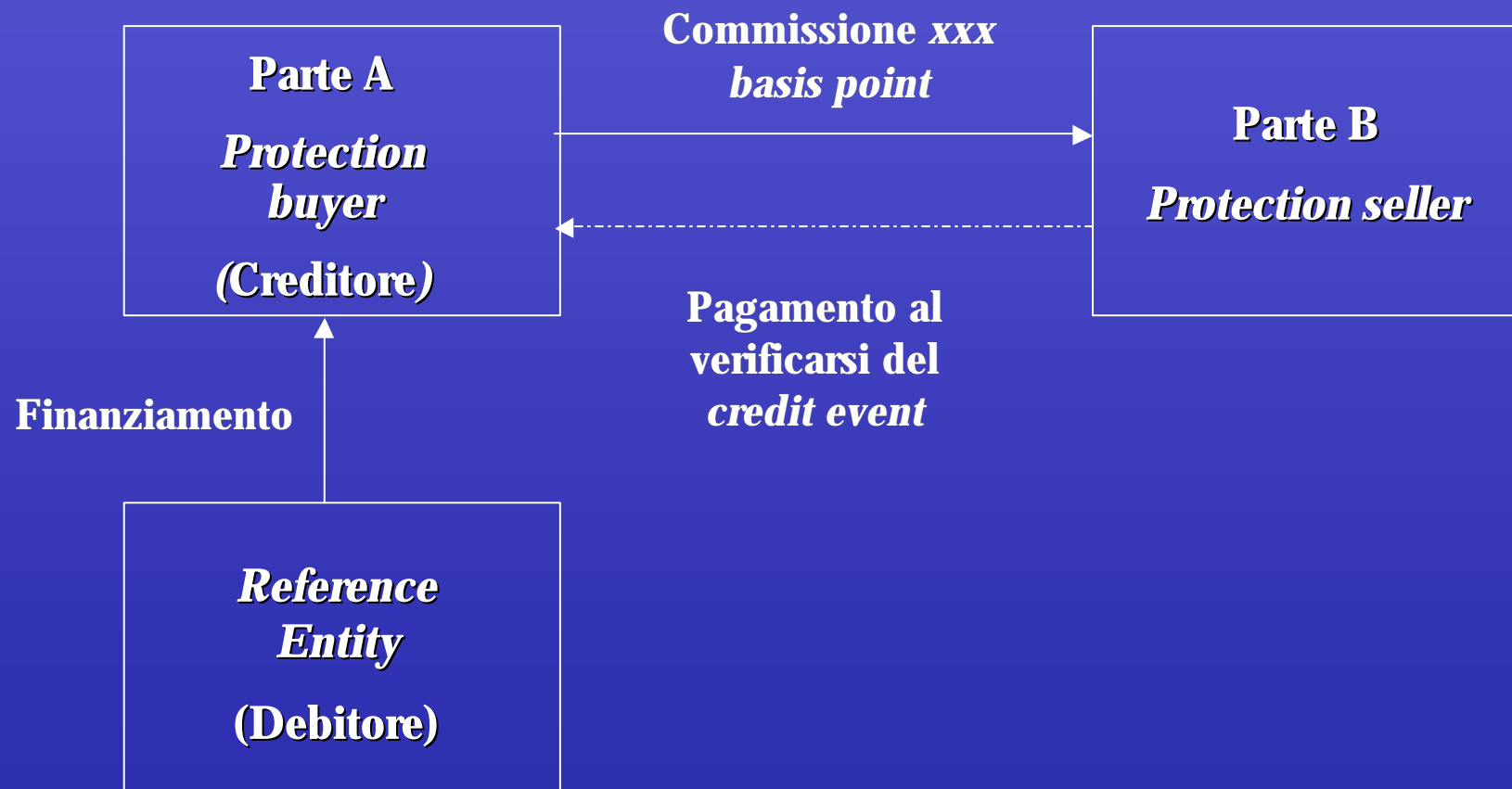
Perché si stipula un *credit derivative*?

- Diversificazione del portafoglio crediti;
- Costruzione di attività sintetiche;
- Riduzione dei costi di *administration* connessi al portafoglio dei crediti;
- Speculazioni ed arbitraggi sul profilo creditizio di terzi.

Credit default swap

Il contratto bilaterale in forza del quale il detentore di un'attività creditizia (promissario o ***protection buyer***) si impegna a pagare una commissione periodica - espressa in punti base fissi sull'ammontare nozionale (laddove il punto base è pari ad un centesimo dell'1%) - a favore della controparte (promittente o ***protection seller***); il *protection seller*, di contro, assume l'obbligo di tenere indenne il promissario dal rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento futuro ed incerto (*credit event*).

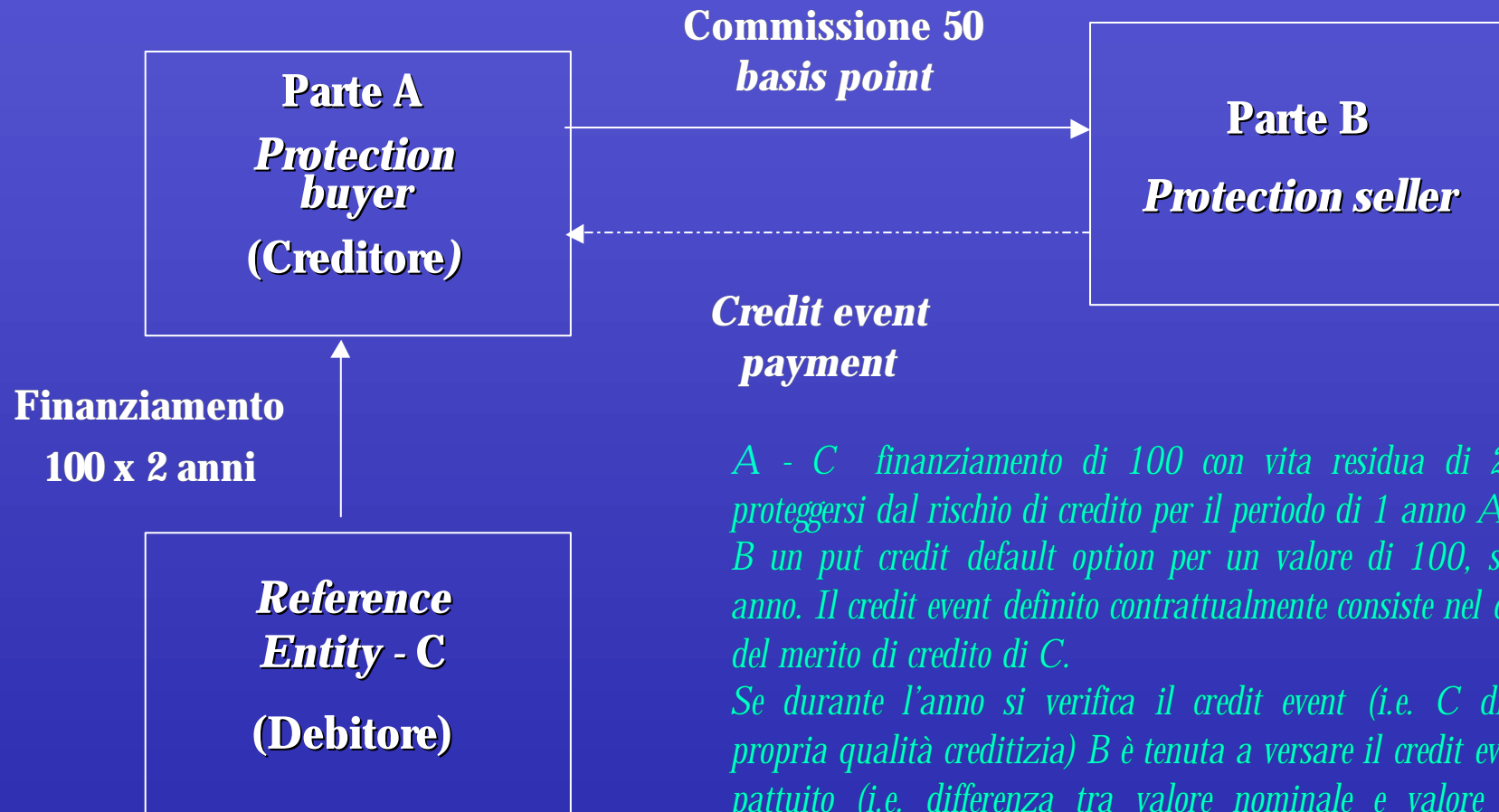
Es. *Credit default swap*



Credit default option

Contratto con cui il *protection buyer* si obbliga a pagare al *protection seller* un premio riservandosi, in cambio, il diritto (e non l'obbligo) di concludere un secondo contratto, ad una scadenza e ad un prezzo predeterminati, qualora si verifichi il *credit event*.

Es. *Credit default option*



A - C finanziamento di 100 con vita residua di 2 anni. Per proteggersi dal rischio di credito per il periodo di 1 anno A stipula con B un put credit default option per un valore di 100, scadenza un anno. Il credit event definito contrattualmente consiste nel downgrading del merito di credito di C.

Se durante l'anno si verifica il credit event (i.e. C diminuisce la propria qualità creditizia) B è tenuta a versare il credit event payment pattuito (i.e. differenza tra valore nominale e valore corrente del credito) ad A.

Se, invece, il rating di C rimane invariato, nulla è dovuto ad A, che non eserciterà l'opzione e alla scadenza dell'anno ritornerà ad essere esposta al rischio di credito verso C.

Differenze con il *Credit default swap*:

- Il *pay off* è legato al verificarsi del *credit event* ed all'esercizio dell'opzione;
- due contratti;
- il *protection buyer* può essere compratore o venditore (a seconda che sia call o put);
- la commissione è corrisposta in un'unica soluzione.

Total rate of return swap

Contratto in base al quale una parte (***total return payer/protection buyer***) si impegna ad effettuare dei pagamenti il cui ammontare equivale

a) ai pagamenti eseguiti da un terzo (*Reference Entity*) in relazione ad uno specifico debito (*Reference Obligation*)

b) alle variazioni del valore di mercato della *Reference Obligation* in aumento rispetto al valore che essa aveva alla conclusione del contratto di *swap ...*

.. e la controparte (***total return receiver*** – ***protection seller***) si impegna ad effettuare dei pagamenti il cui ammontare consiste

a) in una somma periodica determinata applicando un tasso di interesse di riferimento ad un capitale nozionale pari all'ammontare della *Reference Obligation*;

b) nelle variazioni del valore di mercato della *Reference Obligation* in diminuzione rispetto al valore che essa aveva alla conclusione del contratto di *swap* (c.d. “*cash flow RA*”).

Es. *Total Rate of Return Swap*

