



The European Law Students' Association
MILANO

ANALISI LEGALE DEI CREDIT DERIVATIVES CON PARTICOLARE RIGUARDO

AL

CREDIT DEFAULT SWAP

Opera collettanea curata da

NICOLA BUSTO (INTRODUZIONE, ASPETTI CIVILISTICI)

MASSIMILIANO GALLANA (INTRODUZIONE, ASPETTI CONTABILI)

NORMAN PEPE (ASPETTI FALLIMENTARI)

Introduzione all'opera

ELSA (The European Law Students' Association) è la più grande associazione al mondo di Studenti in giurisprudenza e giovani professionisti, indipendente, apolitica, apartitica, di volontariato e senza fini di lucro.

Nata nel 1981, ELSA raccoglie oltre 25.000 associati in 38 Paesi, dal Kazakistan al Portogallo, dall'Islanda a Malta, coinvolgendo oltre 200 realtà universitarie.

In Italia, ELSA conta ventitre sezioni locali e circa quattromila associati ogni anno.

Scopo dell'Associazione è contribuire alla formazione dei giovani giuristi di oggi, professionisti del domani, con iniziative di respiro internazionalistico, senza trascurare

tuttavia il giusto divertimento che deve caratterizzare lo spirito di un'associazione studentesca.

Prima sezione in Italia, ELSA Milano nasce nel 1989 e da allora si distingue per il rilievo delle attività di approfondimento e ricerca offerte ai propri associati. I Seminari di lingua giuridica (Inglese, Americano, Tedesco, Spagnolo e Francese giuridico) e di Diritto dell'Informatica, il programma STEP (Student Trainee Exchange Programme), attraverso il quale si offre l'opportunità di stage retribuiti all'estero in ambito legale, l'organizzazione di Conferenze con particolare attenzione alle novità che investono il panorama del Diritto.

Nell'ambito delle Attività Accademiche di ELSA Milano, un ruolo di primo piano è svolto dai Legal Research Group, o gruppi di ricerca legale.

Promuovendo i c.d. LRG, ELSA supporta studenti di giurisprudenza e giovani avvocati nel condurre ricerche giuridiche in vari settori del diritto.

La costante attività di ricerca ed aggiornamento costituiscono il cuore e l'essenza della professione legale, da cui nessun professionista può oramai prescindere.

Per uno studente, a maggior ragione, risulta, perciò, altamente professionalizzante acquisire i metodi ed i criteri della ricerca giuridica già durante il corso degli studi, in modo da trarne un sicuro vantaggio per il proprio futuro lavorativo.

PER MAGGIORI INFORMAZIONI SU QUESTO CONTRIBUTO, SU ELSA MILANO E
SUL PIÙ GRANDE NETWORK AL MONDO DI STUDENTI IN GIURISPRUDENZA E GIOVANI
PROFESSIONISTI È POSSIBILE CONSULTARE IL SITO WWW.ELSAMILANO.IT O SCRIVERE A
INFO@ELSAMILANO.IT.

Indice sommario:

- 1. Introduzione ai credit derivatives: l'evoluzione dei contratti derivati nelle società e nella Pubblica Amministrazione (Gallana/Busto)**
 - 1.1 Introduzione al Credit default swap (CDS)**
- 2. CDS e diritto internazionale privato. (Prati Lucca)**
 - 2.1 CDS e T.U.F (Busto)**
 - 2.1 Rapporto con la swap transaction (Busto)**
 - 2.2 CDS e codice civile (Busto)**
 - 2.2.1 Rapporto con la fideiussione e l'espromissione (Busto)**
 - 2.2.2 Rapporto con l'assicurazione (Busto)**
 - 2.2.3 Rapporto con la scommessa (Busto)**
 - 2.2.4 Rapporto con il negozio condizionato (Busto)**
 - 2.2.5 Rapporto con la emptio spei (Busto)**
- 3. Disciplina del contratto di CDS nell'ordinamento italiano**
 - 3.1 Diritto fallimentare e derivati di credito (Pepe)**
 - 3.1.1 Rischio di credito, compensazione e cherry picking (Pepe)**
 - 3.1.2 La compensazione convenzionale nella modulistica contrattuale standard (Pepe)**
 - 3.1.3 I derivati di credito in corso: l'articolo 76 l.f. e l'articolo 203 t.u.f. (Pepe)**
 - 3.1.4 Il decreto sulle garanzie finanziarie (Pepe)**
 - 3.1.5 Il close-out netting nelle altre procedure concorsuali (Pepe)**
 - 3.1.6 I derivati di credito e l'azione revocatoria (Pepe)**
 - 3.1.7 La revocabilità dei derivati di credito (Pepe)**
 - 3.1.8 La revocabilità delle clausole di close-out netto (Pepe)**
 - 3.1.9 Conclusioni (Pepe)**
- 4. Elementi essenziali del CDS (Busto)**
- 5. CDS complesso (Busto)**
 - 5.1 Tecniche di trasferimento del credito (Busto)**
- 6. Contratti multi-name (Busto)**
- 7. Synthetic collateralized debt obligations (CDOs) (Busto)**
- 8. La rilevazione contabile di bilancio nelle società; Le norme del c.c. dopo la riforma societaria (Gallana)**
- 9. Spunti critici ed attualità (Gallana)**
- 10. Rilevazione contabile di bilancio: norme nazionali, Europee, ed influssi della normativa internazionale (Gallana)**
- 11. L'incidenza degli IAS ed il concetto di "fair value" nella valutazione degli strumenti derivati (Gallana)**
- 12. Un breve excursus in tema di fiscalità e derivati (Gallana)**

1. Introduzione ai credit derivatives: l'evoluzione dei contratti derivati nelle società e nella Pubblica Amministrazione. (Gallana/Busto)

L'evoluzione dei mercati finanziari degli ultimi anni ha portato ad un rapido incremento di strumenti e prodotti, inizialmente rivolti alla copertura di “un rischio” per la parte contraente e successivamente evolutisi in strumenti atti a soddisfare le più svariate e possibili finalità (speculazione, meccanismi di contabilità, copertura della copertura del rischio base ecc. - si veda comunque oltre).

In un'accezione tecnica, si è passati da un mercato dominato dall'esigenza di proteggere il possibile contraente di fronte alle più svariate situazioni di rischio commerciale/finanziario, ad un enorme mercato, dove sia concesso il termine, regnano prodotti di cui il contraente ignora le potenzialità, con ripercussioni (si veda l'attualità finanziaria delle società commerciali nell'ultimo anno) non indifferenti.¹

Durante il mese di Marzo 2004, *Fitch* ha evidenziato in un suo comunicato stampa come l'utilizzo di strumenti derivati debba essere attentamente valutato da parte delle aziende (stante la variabile destabilizzante sui conti aziendali che potrebbe derivare dal loro utilizzo). A fronte di un mercato a livello mondiale stimato in 170 miliardi di \$ (dati ricavabili sempre dall'indagine condotta da *Fitch*), l'occhio è rivolto ai contratti derivati *over the counter/swap* a quanto pare responsabili di ingenti perdite di bilancio in fase di chiusura dei suddetti contratti.

Interessante è il rilevare, come si vedrà nel corso dell'esposizione, l'attualità di un dibattito su un utilizzo, sia concesso il termine, “spregiudicato” di tali strumenti da parte di società/P.A. non adeguatamente preparate ai fronte ad una offerta di mercato

¹ Il giorno 29 Gennaio 2004 - Il Riformista - titolava a pagina 4 in proposito all'utilizzo attuale dei contratti derivati - Armi finanziarie di distruzione di massa.

In tale articolo, tra l'altro si afferma “Un altro aspetto di cui si parla poco è il fatto che spesso il valore reale delle esposizioni attraverso derivati, secondo i criteri contabili prevalenti, non deve essere riportato in bilancio. La ricerca del profitto, specie in tempo di magra, induce alcune imprese industriali a speculare attraverso derivati, per cui dirigenti, azionisti e analisti hanno solo una vaga nozione delle esposizioni. In un sondaggio [...] il 36 % dei direttori di grandi società ammette di non capire con chiarezza a quali rischi le loro aziende sono soggette.” [...].

sempre più agguerrita in tema di ricerca di profitti.

Infatti, per quanto possa sembrare strano, uno dei maggiori utilizzatori di strumenti di finanza innovativa è proprio lo Stato Italiano²

² In merito alla finanza degli enti locali, tra le molte operazioni in strumenti derivati, si può prendere in esame quanto riportato il giorno 21 Luglio 2004 a pagina 33 da Il Sole 24 Ore - Regione Lazio cartolarizza immobili Asl. "La Regione si appresta a lanciare una nuova operazione, seguita a breve da un'altra sempre centrata sulla sanità. La prima interesserà il patrimonio immobiliare delle aziende sanitarie locali della Regione attraverso una complessa operazione, che, passando per la creazione di un fondo immobiliare, porterà alla cartolarizzazione delle quote del fondo stesso per concludersi con la cessione degli immobili. La struttura dell'operazione prevede il trasferimento degli immobili posseduti in comunione dalle Asl ad un fondo immobiliare in cambio di quote del fondo stesso. Le quote a loro volta sono state vendute al veicolo GL che sta provvedendo ora alla cartolarizzazione. Gli introiti derivanti dalle vendite dei titoli saranno incassati dal veicolo per pagare alla comunione delle Asl le quote trasferite". [...].

Ancora un altro caso. "Parte A. *bond* crediti Asl". Da Il Sole 24 Ore del giorno 28/7/2004 pag. 31: "Prende il largo la cartolarizzazione A.F., operazione da 518,1 milioni di euro effettuata da un *pool* di associazioni di imprese fornitrici del settore sanitario a fronte di crediti Asl e ospedali del Lazio.

A. è stata costruita su un portafoglio crediti di 225 fornitori (gli *originator* dell'operazione) e ha previsto l'assunzione da parte della Regione Lazio (il soggetto debitore) dei debiti pregressi delle aziende sanitarie locali nei confronti delle aziende fornitrici attraverso una delegazione di pagamento. Da parte loro, gli *originator* hanno ceduto pro-soluto i crediti nei confronti delle Asl al veicolo A. Spetterà quindi alla Regione Lazio corrispondere periodicamente alla società veicolo i flussi necessari per onorare il pagamento del capitale e degli interessi dei *bond Abs* emessi." [...]. Per cessione pro-soluto del credito ci si può riferire a quanto disciplinato dal c.c. In tema di cessione del credito, considerando che una cessione pro-soluto implica l'assenza del diritto di rivalsa nei confronti del cedente in caso di mancato buon fine del credito ceduto.

Esistono al momento numerosi richiami operati dal nostro Ministero delle Finanze nei confronti dell'uso dei derivati nei Comuni, nelle Province e Regioni. L'obiettivo è quello di fornire chiarimenti, ma anche limitare la libertà di azione di assessori comunali, provinciali e regionali in merito all'utilizzo di strumenti di finanza derivata. Si veda in merito il decreto n. 389 del Dicembre 2003.

Il controllo sull'utilizzo dei derivati nella Pubblica Amministrazione è oggi limitato solo alle 'maggiori' realtà offerte da Regioni, Comuni, Province. Viene rilevato come la Corte dei Conti abbia gettato un monito all'utilizzo improprio da parte di molti enti locali. Dall'esame recentemente dalla Corte emerge come esista un utilizzo diffuso di finanza creativa all'interno anche dei più piccoli Comuni, facendo emergere un processo di perdita di patrimonio senza precedenti. Ciò è rilevabile dalle frequenti operazioni di cartolarizzazione specie nel mondo sanitario dove è in atto una vendita di strutture ospedaliere per coprire il buco sanitario nazionale. I nuovi criteri contabili IAS (si veda oltre) non estendono alla finanza locale l'obbligo di contabilizzare le perdite; per gli enti locali esiste tuttavia il problema di come contabilizzare i prodotti derivati. Alcuni Comuni hanno deciso, ad esempio, di utilizzare gli *swap* come forma di indebitamento: si avverte la necessità di verificare il maniera più incisiva le manovre tese alla traslazione del rischio finanziario cui la sottoscrizione di contratti derivati è diretta. Per ulteriori approfondimenti, si faccia riferimento all'articolo apparso su Il Sole 24 Ore del giorno 5/1/2005 pag.11: "Ecco perché il rischio-derivati va sanzionato".

Stante la persistente riduzione di risorse erogate dallo Stato verso le Regioni, innovazioni si hanno anche in tema di finanza e bilancio negli enti locali, tanto che alla luce degli ultimi scandali finanziari che hanno coinvolto ben note società commerciali, il Ministero del Tesoro ha ravvisato l'esigenza di correre ai ripari. Il Regolamento di attuazione dell'articolo 41 della legge 448/2001³ ha voluto apportare meccanismi di trasparenza sugli effetti contabili riguardanti un utilizzo molto apprezzato dalla finanza locale in tema di operazioni in strumenti derivati. A tale proposito, il Governo potrà contare su un meccanismo di controllo costante sulla finanza locale, sia sull'emissione di strumenti di debito (medio/lungo termine connesse con operazioni di cartolarizzazione). A differenza delle società commerciali/finanziarie, il ricorso all'utilizzo di strumenti derivati agli enti locali sarà permesso solo con il fine di realizzare una copertura finanziaria.

Le implicazioni speculative per una normalissima società commerciale sono evidenti; non si può più parlare di utilizzo di strumenti derivati al solo fine di strumento di protezione, e copertura dei rischi, ma di utilizzo "di realizzo economico", talvolta azzardato e non ponderato con l'insorgere di alcuni casi di ben noti offerti dalla realtà di mercato.⁴

Questa prolungata premessa introduttiva di marca prettamente giornalistica vuole essere solo un monito critico all'utilizzo cauto di strumenti che prescindono dal loro valore nominale⁵; è ora tempo di introdurre il vero oggetto della ricerca ovvero l'analisi

³ Legge 448/2001 - Disposizioni per la formazione del Bilancio annuale e pluriennale dello Stato, in G.U. n. 301 del 29/12/2001.

⁴ Tra i molteplici casi offerti dalla realtà dei media, valga per tutti quanto affermato da MF del giorno 24/12/2003 a pag. 5 "Derivati, un boom fuori controllo".

"Un universo da 3 mila miliardi di dollari, ma anche una nebulosa di rischio non quantificato e di profitti praticamente mai precisati. E' questo, secondo l'agenzia di *rating* S&P, il valore nominale dei derivati sul credito esistenti nel mondo, lo strumento finanziario al centro dell'attenzione per lo scandalo P." [...] "Il rischio che corrono le banche nell'emettere questi prodotti è oggetto di grandi discussioni, perché, per dirla con le parole di un gestore, i numeri sui bilanci non corrispondono al grado di rischio che corrono le banche". [...] "Sul totale di 3 mila miliardi di dollari in valore nominale di derivati sul credito, solo 100 miliardi rappresentano un trasferimento a terzi del rischio di credito delle banche che fanno credito e *trading*, e quindi buona parte del rischio resta nei loro libri".

⁵ Uno degli elementi spesso non considerato adeguatamente è l'effetto leva/volatilità connessa

giuridica dei contratti credit derivatives con particolare riguardo al credit default swap.

Procediamo con ordine: i *credit derivatives*, a differenza degli altri prodotti finanziari derivati, “derivano” il loro valore non da tassi, valute o merci, bensì da crediti, oppure dal merito di credito⁶ di uno o più *reference entity*⁷. Questa loro caratteristica

all'operatività con strumenti derivati. Tale concetto di leva finanziaria si basa sull'assunto che l'ammontare di un investimento non è necessariamente pari al capitale di cui si dispone, ma è possibile che esso lo superi in maniera considerevole portando vantaggi / svantaggi. Per un investitore propenso alla speculazione la leva finanziaria si associa benissimo all'utilizzo di strumenti derivati, nel senso che tramite la sottoscrizione di un contratto derivato bisogna considerare il valore del capitale investito (*underlying*) e la reale posizione sottostante che si prende nel mercato finanziario. In particolare maniera *options, covered warrant, e warrants* permettono all'investitore di prendere una posizione più ampia rispetto al capitale sottoscritto tramite l'acquisto di strumenti di tipo *call, put*. E' necessario, quindi, per tali tipologie di investimento considerare non solo il valore del prodotto sottoscritto, ma anche il valore del “prodotto sottostante” legato al contratto sottoscritto.

Da Il Sole 24 Ore del 23/8/2003 pag. 22, si legge nell'articolo a firma di Mario Ghiraldelli - Presidente Assiom “Derivati, attenti al rischio-leva” quanto segue: “E' necessario che l'investitore comprenda che la leva indica di quanto il rendimento potenziale di un prodotto finanziario supera quello di un investimento diretto sull'*underlying* e che conseguentemente un elevato valore della leva sta a significare una maggiore rischiosità dello strumento finanziario stesso. Nel caso di patrimoni affidati in gestione l'investitore può orientare la rischiosità della linea prescelta sia attraverso la definizione delle categorie di strumenti finanziari in cui può essere investito il capitale e dei limiti specifici per ciascuna categoria di strumenti, ma anche attraverso la determinazione del livello di leva finanziaria utilizzabile nella gestione operativa della linea di investimento prescelta”. [...].

In particolare, l'articolo 18 del Regolamento Consob n. 10943/97 (attualmente art. 41 Regolamento Consob n. 11522/98) dispone: “L'intermediario contrae obbligazioni per conto dell'investitore che lo impegnano oltre il patrimonio gestito qualora la leva finanziaria utilizzata superi l'unità. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, per leva finanziaria si intende il rapporto tra il controvalore di mercato delle posizioni nette in strumenti finanziari ed il controvalore del patrimonio affidato in gestione calcolato secondo i criteri previsti per i rendiconti trimestrali [...]. In particolare la Consob ricorda: “L'utilizzo della leva finanziaria comporta per l'intermediario la necessità di adottare procedure di controllo che assicurino il costante rispetto dei vincoli contrattuali in termini di valore puntuale della leva finanziaria.”

⁶ Inteso come differenza di rendimento rispetto a titoli, della medesima durata e valuta, emessi da un Governo che, in quanto tali, vengono definiti privi di rischio (*risk-free*).

⁷ Secondo Banca d'Italia (Banca d'Italia, nota tecnica del 26 luglio 2000, in Circolare A.B.I. del 13 novembre 2000, serie Tecnica n. 93, Vigilanza prudenziale sui contratti derivati) la *reference entity* è: “Il nominativo (o i nominativi) o il Paese (nel caso di rischio sovrano) cui si riferisce la *reference obligation*”. Ove la *reference obligation* è costituita dalle: “attività verso un singolo debitore o una pluralità di debitori (*basket*) sottostanti ai derivati su crediti alle quali si fa riferimento per la valutazione del relativo merito di

consente, tra gli altri aspetti, sia il trasferimento del rischio di credito da un soggetto ad un altro senza l'alienazione della proprietà del credito sottostante - evitando quindi le problematiche, in particolar modo legali, relative alla cessione del credito - sia il mantenimento dei rapporti con la clientela, il cui rischio di credito è stato ceduto ad altri.

1.1 Introduzione al Credit default swap (CDS) (Busto)

Il *credit default swap* (d'ora in poi CDS) è un contratto derivato. Più nello specifico dottrina⁸ ed operatori di settore quali la *British Bankers' Association* fanno rientrare questa figura, insieme ai *credit default options*, tra i *default products*, in quanto entrambi consentono di trasferire un rischio di credito⁹, senza trasferire l'asset sottostante, mentre il *pay off* dell'operazione, quantificato e corrisposto al verificarsi di un *credit event* (in ipotesi, per l'appunto, un *default event*), è determinato al momento della stipula del contratto.

All'interno dei *default products* è bene distinguere, sin d'ora, tra *single-name contracts* e *multi-name contracts*. Nella versione essenziale, che ci accingiamo ad analizzare, il CDS rientra nella prima delle due categorie, in quanto l'attività sottostante il contratto è un titolo singolo; invece qualora nel sottostante vengano ricomprese un insieme di attività ci troveremmo nella seconda categoria¹⁰.

credito".

8 ANGELA MARIA CAROZZI, "Contratti derivati finanziari e di credito" lezioni tenute presso la LUISS Management S.p.a. - , 23, febbraio 2003.

9 Il rischio di credito rappresenta la probabilità che un debitore non sia in grado di far fronte ai pagamenti connessi ad un titolo di debito o ad un prestito.

Si può affermare che una misura approssimativa del rischio di credito di un'impresa è il suo *rating*, ovvero la valutazione del suo rischio di insolvenza stabilita da istituti specializzati, (*Moody's*, *Standard & Poors*, *Fitch*, ecc.) che fondano il proprio giudizio sull'analisi dei bilanci aziendali e delle prospettive dell'impresa, alla luce anche dello scenario macroeconomico sottostante.

Una misura alternativa del rischio di credito è rappresentato dal differenziale tra il tasso di interesse che un'impresa paga sul proprio debito ed il tasso di interesse su un titolo privo di rischio (per esempio un titolo di debito pubblico di uno stato, ovviamente, non soggetto a rischio di insolvenza).

¹⁰ Vedi par. : contratti multi-name.

E' possibile stimare che i primi contratti di questo genere siano stati conclusi intorno al 1991-1992, subendo da allora un utilizzo in costante crescita: la *British Bankers' Association* stimò che, nel 1997, il mercato dei *credit derivatives* avesse raggiunto un volume di 180 miliardi di dollari, prevedendo un'espansione del 400% circa per il 2000.

Allora, come oggi, la gran parte di questo mercato è concentrata a Londra, che, insieme a New York, è il centro finanziario dove più rapido è stato finora lo sviluppo di questi strumenti.

Per comprendere l'importanza dei CDS all'interno di questo mercato è ancora possibile fare riferimento alle stime della *British Bankers' Association* che calcola come i *default products* abbiano rappresentato all'incirca il 52% del mercato londinese dei *credit derivatives* nel 1997.

Da ultimo e ancor più nello specifico si può fare riferimento ai dati riportati dal Governatore della Banca d'Italia in un suo recente intervento alla conferenza organizzata dalla LUISS il 25/10/2004 in materia di finanza derivata. Secondo Antonio Fazio il valore nozionale degli scambi di CDS si colloca oggi a quota 5.400 miliardi di dollari.

Le ragioni di questo successo sono da ricercarsi sia nell'elasticità di utilizzo del medesimo sia nei concreti vantaggi che da esso derivano agli operatori che ne fanno uso.

Infatti benché questo strumento finanziario si presti principalmente ad essere utilizzato nel settore bancario ed assicurativo per eliminare o attenuare i rischi di credito su determinate attività detenute in portafogli (funzione di *hedging*)¹¹, la sua sfera di

11 Come nel caso di diversificazione del portafoglio crediti, costruzione di attività sintetiche, riduzione dei costi di *administration* connessi al portafoglio dei crediti.

Esemplificando: un'alta esposizione creditizia potrebbe essere conseguenza della concentrazione di un portafoglio in uno specifico segmento di mercato o su una specifica categoria di clienti; tramite il CDS è possibile attenuare questa situazione con il trasferimento di alcuni dei rischi su altri settori di mercato, diversificando, per l'appunto, il portafoglio crediti.

La costruzione di attività sintetiche fa riferimento al fatto che il CDS permette al suo utilizzatore di isolare e manipolare un rischio di credito, replicandolo "*sinteticamente*" (ovvero trattandolo come una *commodity*, ma senza spostare l'*asset* sottostante) in capo ad un altro soggetto.

Per quanto riguarda i costi: i CDS non presentano i costi amministrativi propri di altre transazioni similari; si pensi ad un acquisto di titoli obbligazionari in cui si devono sopportare costo di raccolta e di custodia dei titoli; senza considerare che in una tale ipotesi si è comunque esposti a svariati rischi tra cui: rischio di

applicazione può ampliarsi sino all'ambito speculativo (funzione di *trading*) come nell'ipotesi di speculazioni o arbitraggi sul profilo creditizio di terzi¹².

Al fine di comprendere quanto possa essere "sottile" il discrimine tra le due funzioni e quali rischi siano connessi ad una valutazione errata di questo discrimine, illuminante risulta la questione tra Poste Italiane e JP Morgan, recentemente giunta alla ribalta giornalistica per cui Poste Italiane ha dato avvio ad un'azione legale contro la banca americana con cui aveva concluso 242 operazioni di finanza derivata, dalle quali, tra il 1999 e il 2003, l'azienda italiana ha incassato 10,5 milioni di euro al netto dei costi, ma aveva anche maturato perdite potenziali di 44 milioni di euro.

Secondo la ricostruzione giornalistica, queste perdite potenziali erano già emerse nell'aprile del 2002 nella misura di 23 milioni, ma Poste Italiane si era accordata con JP Morgan per ristrutturare i contratti, salvo scoprire, due anni dopo un raddoppio delle perdite.

L'azienda prendeva completa coscienza del problema quando il revisore Price Waterhouse le consigliava di conteggiare i derivati al valore di mercato che facevano emergere una perdita potenziale di 104 milioni.

Sulla base di questi dati Poste Italiane chiedeva a Mediobanca di condurre

mercato e di custodia, rischio di consegna e rischio di cambio.

Questi vantaggi hanno suggerito, tra gli altri aspetti, l'utilizzo del CDS nella più recente tipologia di operazioni di cartolarizzazione, le cosiddette "cartolarizzazioni sintetiche".

12 Sull'uso speculativo dei *credit derivatives* (che nel caso di specie è sfociato in un uso illegittimo) si veda: ROBERTO BALDINELLI, Caso Enron: analisi e questioni aperte, Luiss, Archivio Ceradi, giugno-settembre 2002.

In alternativa si faccia riferimento all'esperienza Parmalat, fino al *crack*, protagonista del mercato italiano dei CDS, il titolo Parmalat era considerato connesso a buoni rischi di credito, molto liquido e con un interessante rendimento. Con questi presupposti si comprende come i CDS Parmalat abbiano avuto il privilegio di entrare nella composizione dei due indici che dominano il mercato dei CDS: Track - X, lanciato da BNP Paribas, JP Morgan e Morgan Stanley e i -Boxxx sponsorizzato da numerose banche (Abn Amro, Barclays, Bbva, Citigroup, Deutsche Bank, Hsbc, Merrill Lynch e SocGen), per poi esserne depennato a seguito del noto scandalo finanziario.

Il marchio Parmalat è anche stampato in oltre tre quarti delle *collateralized debt obligation* (CDOs), una sorta di cartolarizzazione che non viene costruita con titoli di debito o prestiti bancari bensì con CDS; secondo gli addetti ai lavori, al tempo del crack Parmalat, i CDO europei erano un centinaio, in 76 era presente il titolo Parmalat, con evidenti implicazioni negative sul *rating*.

Data la stretta connessione dei CDOs con l'argomento in trattazione, per ragioni di chiarezza espositiva, essi verranno trattati in apposita sede.

un'analisi della materia, distinguendo tra contratti di pura copertura e contratti speculativi: per i primi, purché non eccedessero i 50 milioni ciascuno, il responsabile dell'area finanze di Poste Italiane aveva la delega del CDA, per i secondi no.

Constatato che almeno la metà delle perdite derivava da iniziative speculative e, pertanto, non autorizzate, il responsabile veniva licenziato, sia per aver travalicato i suoi poteri sia per aver posto in essere operazioni da 50 milioni di euro in sequenza per eludere i vincoli, nel contempo JP Morgan veniva citata per non aver ottemperato ai vincoli contrattuali che le imponevano di verificare i poteri del responsabile dell'area finanze di Poste Italiane.

L'esempio riportato dimostra come questo genere di contratti, pur riducendo il rischio di credito, possono dar vita ad altri tipi di rischi finanziari.

In particolare i CDS, spesso negoziati - su mercati *over the counter*, quindi non regolamentati - direttamente fra le due controparti, sono soggetti a rischi di tipo operativo, derivante dal fatto che possono venire utilizzati a fini speculativi (per definizione rischiosi), di controparte (legati al fallimento della medesima) e di liquidità che inerisce all'incertezza circa la possibilità di vendere o controbilanciare una precedente posizione in *credit derivatives*¹³.

2. CDS e T.U.F (Busto)

Un'analisi legale di questo contratto di matrice anglosassone non può prescindere da alcune considerazioni che permettano di inquadrarlo all'interno dell'ordinamento nazionale.

A questo proposito si parta da un inquadramento dei derivati di credito e, tra essi del CDS, all'interno degli strumenti finanziari per come intesi dal diritto interno. Il D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria - T.U.F.) elenca all'art. 1, con una tecnica legislativa tipicamente anglosassone, una lunga serie di definizioni; tra di esse si trova anche quella di "strumenti finanziari".

¹³ Questo rischio che è attualmente elevato, non esistendo ancora un attivo mercato secondario per *credit derivatives*, si riduce per coloro che, utilizzando tali contratti a fini di copertura, li congegnano perché siano detenuti fino alla scadenza.

A loro volta gli “strumenti finanziari derivati” sono individuati attraverso il richiamo agli “strumenti finanziari” indicati, al secondo comma, lettere f), g), h), i) e j) dell’art. 1.

La problematica dell’inserimento o meno dei *credit derivatives* tra gli “strumenti finanziari derivati” non appare d’immediata soluzione, sia a causa della tecnica casistica di redazione impiegata dal legislatore nel T.U.F., sia a causa dell’impiego di un linguaggio giuridicamente a-tecnico e che risente della terminologia “economica”.

La dottrina¹⁴ pare orientata ad attribuire alla definizione legislativa di “strumento finanziario” carattere cogente. Si afferma, infatti, che non è possibile allargare la sfera di operatività della nozione di “strumento finanziario”, senza intaccare l’ambito dei “servizi di investimento” che il medesimo legislatore (art. 18, co. 1, T.U.F.) riserva a soggetti con particolari caratteristiche.

Si consideri, comunque, che il legislatore aveva ben presente, al momento dell’emanazione del T.U.F., la possibilità che l’ingegneria finanziaria potesse creare nuovi contratti, difficilmente ipotizzabili al momento dell’emanazione del Testo Unico, quindi, al fine di consentire un rapido recepimento di tali contratti, il T.U.F. prevede, all’art. 18, quinto comma, un apposito meccanismo che autorizza il Ministero del Tesoro ad individuare nuove categorie di strumenti finanziari.

Su questa problematica si innesta il lavoro interpretativo di parte della dottrina la quale, in base alla difficoltà a ricondurre il CDS alla *swap transaction* pone in dubbio la possibilità di inserire il contratto in oggetto nell’ambito degli strumenti finanziari¹⁵.

¹⁴ Luca Ruggeri, I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati, in rivista: I contratti, n. 8-9/2003, pp. 839/844.

¹⁵ Per un approfondimento vedi Luca Ruggeri, I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati, in rivista: I contratti, n. 8-9/2003, pp. 839/844.

In senso contrario Caputo Nasseti che argomenta sulla base della definizione di contratti derivati di cui alla Circolare Banca d’Italia 29 marzo 1988, n. 4, Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi, Capitolo LXI.8, Sez. I, Par. 3.

Le conseguenze di una simile osservazione non sono puramente classificatorie: l’istituto dello “strumento finanziario” è, infatti, impiegato dal legislatore nel T.U.F. per determinare l’ambito dei “servizi di investimento” che, ai sensi dell’art. 18, primo comma, T.U.F., sono riservati alle imprese di investimento ed alle banche.

L’art. 18 T.U.F. precisa che: l’esercizio dell’attività, per ricadere nell’ambito della riserva, deve essere professionale e rivolta al pubblico.

Valorizzando quest’aspetto la dottrina ha sostenuto che la stipulazione di un singolo contratto non ricadrebbe nella riserva in oggetto e conseguentemente non sarebbe da considerarsi nullo. Così come reputa che la semplice emissione dello strumento finanziario non costituisca di per sè negoziazione.

2.1 Rapporto con la swap transaction¹⁶ (Busto)

Fatto salvo l'art. 18 comma 5 del T.U.F per ragioni di completezza si osservi che per la citata dottrina pur rientrando il contratto di *swap* nella categoria di "strumento finanziario" ex art. 1 comma 2 lett. G, D. Lgs 58, 24/02/1998 (T.U.F.) il CDS non è ad esso *swap* riconducibile¹⁷ e ciò per diversi ordini di ragioni che qui di seguito si riassumono.

In primo luogo, mentre nelle categorie di *swap* tradizionali ci sono due posizioni debitorie sottostanti, che costituiscono oggetto della transazione, e che vengono "swappate" a fini di copertura, nei CDS c'è la sola posizione sottostante, del *protection buyer*¹⁸.

Inoltre nello *swap* classico avviene periodicamente uno scambio del controvalore del capitale nozionale riferito ai tassi di riferimento (d'interesse o di cambio) procedendo alla liquidazione del solo differenziale. Nei CDS, non essendoci una duplicità di rapporti sottostanti che vengono incrociati, non può avvenire il periodico scambio di flussi di cassa, può, anzi crearsi il caso in cui una delle parti non dovrà versare alcuna somma¹⁹.

Il contratto perfezionato con un intermediario non autorizzato, invece, è da considerarsi nullo, secondo quanto statuito da una recente sentenza della Cassazione (Cass. 6 aprile 2001, n. 5114, relativa, peraltro, alla pre-vigente legge n. 1 del 199,1 ma le cui conclusioni in ordine alla nullità del contratto sono estensibili alla attuale disciplina).

Detto ciò si osservi che in maniera esplicita è intervenuta la Consob con la pubblicazione nell'aprile del 2005 di "I PRINCIPALI PRODOTTI DERIVATI elementi informativi di base", in cui vengono inseriti anche i CDS.

¹⁶ Chi scrive intende utilizzare la definizione di *swap transaction* come comprensiva di ogni tipologia di contratto di *swap*, in quanto, ai fini della presente indagine, non appare utile distinguere tra le diverse strutture contrattuali create dall'ingegneria finanziaria.

¹⁷ Luca Ruggeri, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, cit.

¹⁸ Girino E., *I contratti derivati*, Milano, 2001, Giuffrè, pag 138.

¹⁹ Specifica a tal proposito Ruggeri (Luca Ruggeri, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, in

Infine, nei classici contratti di *swap* la posizione debitoria sottostante non entra mai nell'impianto contrattuale del contratto di *swap*, che circoscrive i suoi effetti solamente alle parti contraenti e mai si riferisce a rapporti giuridici esterni. In certi CDS²⁰ accade che il *protection seller* si impegna ad acquisire la titolarità delle posizioni creditorie del finanziatore qualora il debitore originario non sia in grado di ottemperare al suo debito. Non solo posizioni giuridiche esterne vengono espressamente richiamate nella fattispecie contrattuale, ma ne costituiscono il presupposto di funzionamento: al verificarsi dell'inadempimento del debitore originale, infatti, il *protection seller* solleverà il *protection buyer* dalle eventuali perdite economiche del mancato recupero del credito, subentrando nella posizione del finanziatore e acquisendo il credito. Viene meno con ciò una delle più rilevanti finalità pratiche dei contratti tipici di *swap*: il cambiamento sostanziale della propria posizione giuridica senza che debba intervenire una nuova negoziazione del contratto o altre formalità.

D'altro canto occorre anche osservare come nei CDS in cui si convenga semplicemente una liquidazione dell'importo pari ai crediti insoluti senza cessione del credito, la differenza con gli *swap* tipici sembra attenuarsi in quanto anche in questo caso non c'è necessariamente un coinvolgimento della posizione sottostante, indebolendo, almeno sotto questo profilo la posizione dottrina ora citata.

2.2 CDS e codice civile (Busto)

Un ulteriore passo per comprendere l'inquadramento del CDS all'interno del nostro ordinamento non può prescindere dal verificare la sua disciplinabilità ai sensi del

rivista: I contratti, n. 8-9/2003, pp. 839/844):

“Nè si potrebbe porre nel nulla tale obiezione affermando che nei contratti di swap in realtà vi è un solo esborso di denaro o comunque una sola posizione a debito. Si è infatti, in tal caso, di fronte alla applicazione della clausola di netting, spesso presente, che si configura quale compensazione effettuata tra le posizioni delle due parti e non muta la rappresentazione giuridica della fattispecie.”

Per ragioni di chiarezza espositiva chi scrive ritiene opportuno precisare cosa si intenda per clausola di netting/compensazione (Economics&Business – Dizionario enciclopedico economico e commerciale, Ferdinando Picchi, Zanichelli, 2001):

“La procedura attraverso la quale si compensano reciprocamente acquisti e vendite, specialmente nel campo dei contratti a termine standardizzati, delle opzioni e dei contratti a termine non standardizzati in valute estere. Il servizio è di solito fornito a un mercato da una stanza di compensazione.”

²⁰ Come meglio si vedrà in seguito a proposito di physical settlement e CDS complesso.

codice civile.

Nella sua versione essenziale il contratto di CDS prevede che A (*Protection Seller*) si impegni a pagare una somma di denaro verso B (*Protection Buyer*), il quale desidera ridurre la propria esposizione creditizia verso C (*Reference Entity*), se entro un periodo di tempo concordato C diviene insolvente rispetto ad un credito di riferimento (*Reference Obligation*). A si sostituisce a B nel rischio di credito su C e, per corrispettivo, ne riceve un premio.

Benché da un punto di vista giuridico, la struttura sia piuttosto semplice:

“Il CDS può essere definito come quel contratto in forza del quale il promittente, verso pagamento di un premio, si impegna ad eseguire un pagamento predeterminato in favore di un promissario al verificarsi di un evento futuro ed incerto (credit event), che esprime il deterioramento del profilo creditizio di un terzo²¹”,

la complessità, specie sotto il profilo finanziario, la difficoltà ed il rischio di utilizzazione (come dimostra la perdita patita da Bipop - Carire di 16, 49 ml di euro nel 2001 a causa del *default* Enron), inducono alcune riflessioni sulla comprensione di tale contratto. In particolar modo trattandosi di un contratto di derivazione anglosassone pare, opportuno valutarne la sussumibilità in fattispecie proprie del nostro ordinamento che, secondo dottrina, ad esso siano accostabili²²:

- fideiussione;
- espromissione;
- assicurazione;
- *swap transaction*;
- scommessa;
- negozio condizionato;
- *emptio spei*;

21 FRANCESCO CAPUTO NASSETTI – ANDREA FABBRI, trattato sui contratti derivati di credito, aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari, p. 59, EGEEA, Milano 2001.

22 A questo fine si fa principalmente riferimento alla ripartizione operata da CAPUTO NASSETTI – FABBRI, *ibidem*, 60 e ss..

2.2.1 Rapporto con la fideiussione e l'espromissione (Busto)

Nel codice civile italiano l'istituto della fideiussione è disciplinato ex artt. 1936/1957 e costituisce un contratto mediante il quale un terzo si obbliga personalmente verso un creditore, garantendo un'obbligazione altrui; nel fare ciò (ex art. 1944 c.c.) il fideiussore diviene obbligato "in solido" con il debitore principale garantito.

Questa è la prima differenza che va rimarcata tra CDS e fideiussione, infatti, pur condividendo i due contratti la funzione di contenimento del rischio, nel CDS, non vi è alcuna insorgenza di solidarietà in capo al *protection seller* rispetto all'obbligazione che rappresenta il *credit event*.

L'art. 1939 c.c. indica che la fideiussione costituisce un'obbligazione accessoria: sussistendo la garanzia solo qualora l'obbligazione principale sia valida. Al contrario nel CDS, il negozio che lega il *protection seller* al *protection buyer*, non può essere considerato accessorio rispetto a quello esistente tra quest'ultimo ed il soggetto terzo obbligato, sia perchè nel CDS è irrilevante la validità dell'obbligazione contenuta nella *reference obligation*, sia perchè l'obbligazione del *protection seller* non solo è autonoma, ma risulta anche di oggetto diverso rispetto a quello della *reference obligation*. Pensiamo al caso in cui l'attivo sottostante sia costituito da una pluralità di crediti (*basket*) ed il *credit event* sia dato dal *default* di un credito o di una percentuale predeterminata di crediti. Al verificarsi di tale evento il *protection seller* non deve pagare al *protection buyer* quanto dovuto dal debitore inadempiente, ma la somma determinata dal contratto.

Il fideiussore può opporre al creditore le eccezioni che spettano al debitore principale (art. 1945 c.c.), mentre il *protection seller* non può opporre eccezioni relative alla *reference obligation*.

La fideiussione non può essere prestata a condizioni più onerose del debito garantito (art. 1941 c.c.), mentre il *protection seller* assume un'obbligazione che in quanto indipendente dalla prima può prevedere a condizioni più onerose di quelle

contenute nella *reference obligation*.

Con il pagamento, il fideiussore ottiene il diritto di regresso contro il debitore principale (art. 1950 c.c.), mentre il *protection seller*, pagando, non acquisisce alcun diritto di regresso.

Si conclude anticipando un argomento che meglio verrà analizzato in seguito: verificatosi il *credit event* il pagamento potrà avvenire anche qualora non vi sia alcun inadempimento delle obbligazioni nascenti dalla *reference obligation*.

===\$\$\$===

Secondo Caputo Nasseti²³ il CDS non appare nemmeno assimilabile all'espromissione, in quanto l'espromittente ex art. 1272 c.c. assume - in via autonoma e non accessoria - il debito altrui, mentre nella fattispecie in esame il *protection seller* assume - seppure sempre in via autonoma e non accessoria - un debito nuovo, diverso da quello altrui (sempre che tale debito sussista, vista la possibilità di semplice speculazione sul profilo creditizio della *reference entity*).

2.2.2 Rapporto con l'assicurazione (Busto)

La funzione di copertura del rischio offerta dal CDS potrebbe indurre ad assimilarlo al contratto di assicurazione contro i danni. In effetti il *protection buyer*, a fronte del deprezzamento dell'attivo sottostante al CDS, otterrebbe una somma che gli consentirebbe di azzerare o ridurre la perdita subita. Il *protection seller*, quindi, potrebbe assumere il ruolo dell'assicuratore che distribuisce il rischio su una massa omogenea di posizioni.

Ruggeri suggerisce che non osterebbe a tale interpretazione la mancanza, per l'ipotetico "assicuratore", della possibilità di esercitare il diritto di surroga; benché tale diritto faccia parte della disciplina del contratto assicurativo, le parti possono, derogarvi, o tutt'al più, inserire una clausola contrattuale che preveda, al verificarsi del *credit event*, la cessione dell'attivo al *protection seller*²⁴.

²³ CAPUTO NASSETTI, op. cit, 61.

²⁴ Luca Ruggeri, I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati, in rivista: I contratti, n. 8-9/2003, pp.

Considerando però che, se la causa dell'assicurazione è il trasferimento del rischio dietro corrispettivo di premio dall'assicurato all'assicuratore, quella del CDS è l'assunzione del rischio di deterioramento del profilo creditizio della *reference entity*, dietro corrispettivo versato dal *protection buyer* al *protection seller*, alcune differenze cominciano a manifestarsi.

Sotto questo profilo, infatti, si ricordi che il CDS può avere caratteristiche speculative, per le quali può apparire del tutto irrilevante l'esistenza di una posizione da proteggere il capo al *protection buyer*. Al contrario il contratto di assicurazione è nullo se, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art. 1904 c.c.).

Infine, mentre la diminuzione o l'aggravamento del rischio assicurato sono causa di mutamenti del premio o, perfino di recesso del contratto di assicurazione (art. 1897 - 1898 c.c.), nel contratto di CDS qualsiasi variazione del grado di rischio non ha alcun effetto sulle obbligazioni delle parti contraenti, anzi alcune di esse sono da considerarsi *credit event* da cui scaturisce l'obbligo di pagare a carico del *protection seller*²⁵.

2.2.3 Rapporto con la scommessa (Busto)

Benchè *swap transaction* e CDS siano strutturalmente diversi, occorre osservare come la loro funzione economico sociale/causa sia sostanzialmente la medesima: *hedging* o *trading*.

Partendo da questa osservazione pare necessario articolare una rapida disamina di un

839/844, si veda par. 5.0

²⁵ Ciò trova ulteriore conferma da quanto indicato nel recente accordo denominato "Basilea 2" in cui al punto 189, in tema di requisiti operativi comuni alle garanzie personali e ai *credit derivatives*, si indica "Non sono ammesse clausole contrattuali che consentano al *protection seller* di annullare unilateralmente la copertura del credito o che aumentino il costo effettivo di questa ultima a seguito di un deterioramento della qualità creditizia dell'esposizione garantita".

argomento già ampiamente trattato in dottrina – ed in misura minore in giurisprudenza - ovvero l'applicabilità dell'eccezione di gioco ex 1933 c. c. allo *swap*.

A parere di chi scrive tale necessità deriva dal fatto che la dottrina, per dirimere tale controversia, si è principalmente concentrata sull'analisi delle differenze tra le cause delle due fattispecie; quindi se, come detto, le cause dello *swap* le medesime del CDS, le conclusioni cui sono giunte dottrina e giurisprudenza in tema di *swap* e scommessa possono essere ritenute valide anche per i CDS.

Sotto questo profilo anche la giurisprudenza, pur partita dalla teorizzazione dell'applicabilità dell'art. 1933 c. c., è giunta a conclusioni di segno opposto. Essa²⁶, inizialmente, assimilò lo *swap* al gioco, ciò nel caso in cui fosse stato provato l'intento meramente speculativo di almeno una parte, e ciò nonostante l'altra parte fosse stato un istituto di credito o una Sim²⁷. In un secondo momento, si distinse a seconda che lo *swap* fosse stato, o meno, stipulato nell'esercizio di un'attività di intermediazione mobiliare con una banca o una Sim²⁸.

A dirimere qualsiasi controversia in materia, è intervenuto l'art. 23, co. 5, TUF. Esso 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., in quanto questo considera obbligazioni naturali (di cui non si può chiedere l'adempimento all'autorità giudiziaria) solo i debiti derivanti da gioco o da scommessa, anche non proibiti²⁹.

26 Come osserva ANGELA MARIA CAROZZI, "Contratti derivati finanziari e di credito" Lezioni tenute presso la LUISS Management S.p.a. -, 13, febbraio 2003) per la prima volta, a proposito del rapporto tra *swap* e scommessa, si è pronunciata la *House of Lords* (in *Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, 1991) affermando la natura di *gambling* della *swap transaction*.

27 Trib. Milano 20.2.1997, Fioroni c/ Credito Italiano, in Banca, Borsa e Titoli di Credito (2000), vol. II, 82-98; nonché Trib. Milano 26.5.94.

28 Trib. Milano 3.1.1996 e 20.2.1997; Trib. Torino 10.4.1998, Fallimento Mediogest SPA c/ Sacchi, in I Contratti 1999, n. 1, 45-53.

29 NICCOLO' SALANITRO, Società per azioni e mercati finanziari, 288, Giuffrè, Milano, 2000.

Per meglio comprendere questi passaggi è opportuno aprire una parentesi per ripercorrere brevemente l'evoluzione dottrina, normativa e giurisprudenziale del rapporto tra *swap transaction* e scommessa.

All'apparire dello *swap transaction* sul mercato, nella prassi commerciale si diffuse il timore della riconducibilità del contratto alla figura della scommessa e, quindi, della conseguente applicabilità dell'eccezione di cui all'art. 1933 c.c..

Secondo dottrina³⁰, l'applicazione dell'art. 1933 c.c. ai derivati poteva essere ricollegata alla formulazione dell'abrogato art. 23, comma 4 della legge n. 1/1991, che disponeva: *“Ai contratti indicati nel comma 1 non si applica l'art. 1933 del codice civile”*. Il comma 1 così recitava:

“La Consob può autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, quotati nei mercati regolamentati, tassi d'interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi d'interesse e valute”.

Dalla disposizione sembra emergere che oggetto della disciplina non sono gli strumenti finanziari, quali la *swap transaction*, quanto piuttosto i contratti a termine, su questi stipulati.

Ne sarebbe derivato che l'art. 23, 4° comma, non sarebbe stato applicabile alla *swap transaction* (assoggettabile, quindi, all'eccezione ex art. 1933 c.c.). Da simile interpretazione si deduceva che il compratore a termine del contratto sulla *swap transaction* sarebbe stato immune dall'eccezione di gioco, ma sarebbe stato soggetto a quella del contraente ceduto - parte della *swap transaction* -.

Da tale incongruenza derivò l'interpretazione per cui sarebbero stati esenti dall'eccezione ex art. 1933 c. c. gli strumenti finanziari suscettibili di negoziazione mediante contratti uniformi a termine; non rientrando le *swap transaction* in questa categoria, esse restano assoggettate all'eccezione di gioco.

La giurisprudenza del periodo, in più di un'ordinanza, osservava che la *swap*

³⁰ Flavio Rivellini, L'eccezione ex art. 1933 nel contratto di swap, articolo inserito in *Diritto&Diritti* nel luglio 2004.

transaction, ove stipulata a fini speculativi non era dotata di una causa che giustificasse la piena tutela delle ragioni di credito, e perciò era da qualificare come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c..³¹

Il profilo evidenziato in giurisprudenza, si inserisce su quanto affermato in premessa, infatti esso fa eco alla dottrina che, in un primo tempo, tentò di distinguere tra *swap transaction* poste in essere a fini di copertura, causalmente giustificati e *swap transaction* meramente speculative, causalmente ingiustificate e, dunque, assimilate alla scommessa.

Sulla base di tali argomentazioni si riteneva che l'art. 1933 fosse applicabile solo quando l'interesse fosse volto a conseguire un guadagno da attività meramente ludica o dalla sorte; che non lo fosse, pur trattandosi di gioco e scommessa, quando gli interessi perseguiti fossero ritenuti meritevoli di tutela dall'ordinamento³².

In seguito, l'evoluzione legislativa ha ampliato la sfera d'inapplicabilità dell'eccezione di gioco ai contratti derivati, determinando un'inversione di tendenza anche in giurisprudenza. Il Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 abrogando l'art. 23, L. n. 1/1991, all'art. 18, 4° comma ha disposto che:

“Nell’ambito della prestazione di un servizio d’investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell’art. 2, comma 3, non si applica l’art. 1933 del c.c. .

Benchè la novella disponga la non applicabilità dell'eccezione di gioco a tutti i contratti indicati (*swap* compreso), sono sorti alcuni problemi interpretativi causati dal riferimento dell'art. 18, 4° comma, D. Lgs n. 415/1996 *“all’ambito della prestazione di*

³¹ Tribunale di Milano, 24-11-1993, in Banca, borsa e titoli di credito, parte II, 1995, p. 81: *“Alla luce di un’eccezione richiamante l’art. 1933 c.c. non può essere accolta l’istanza, ex art. 186 ter c.p.c., di ingiunzione al pagamento di un debito derivante da contratti di domestic swaps conclusi da entrambe le parti con finalità meramente speculative”*.

³² Tra l'altro questa logica si inserisce perfettamente nelle previsioni legislative degli art. 1934 c.c., in materia di competizione sportive; art. 1935 c.c., in materia di lotterie autorizzate; art. 5, r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601, in materia di contratti di borsa; art. 23, comma 4, L. n. 1/1991, in tema di contratti uniformi a termine su strumenti derivati.

un servizio d'investimento”.

Questo riferimento sembrerebbe escludere dalla previsione normativa i contratti stipulati al di fuori dell'ambito della “prestazione di un servizio d'investimento”, ma se l'appartenenza a quest'ambito fosse l'unica discriminante, anche contratti chiaramente commutativi - ove stipulati al di fuori dal citato ambito - sarebbero soggetti all'eccezione di gioco, vista l'illogicità di tali conclusioni si è giunti a ritenere che l'art. 18 abbia solo valore dichiarativo, discendendo, l'inapplicabilità da esso prevista dalla natura stessa dello *swap*, non assimilabile a quella della scommessa.

Come anticipato in premessa, in questo periodo si fa spazio nella giurisprudenza la consapevolezza della non applicabilità, alla *swap transaction*, della eccezione di gioco, quando uno dei contraenti sia una banca o una SIM³³.

Il successivo D.Lgs. n. 58/1998, - T.U.F. - dispone:

“Nell'ambito della prestazione dei servizi d'investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), non si applica l'art. 1933 del codice civile”.

Ai sensi dell'art. 1, comma 3, T.U.F. per “strumenti finanziari derivati” si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j), fra cui

³³ Collegio arbitrale, 26 marzo 1996, in Banca, borsa e titoli di credito, 1996, II, 669: “Il contratto di swap, se concluso tra una banca, o una società di intermediazione mobiliare, e altro soggetto non può essere assimilato al gioco e alla scommessa”.

“(…) il nostro ordinamento conosce e disciplina il contratto swap e tale riconoscimento risulta del tutto incompatibile con un regime che neghi l'azione per il pagamento dei debiti da esso derivanti.

L'applicabilità dell'eccezione di gioco o di scommessa trova dei limiti non tanto nella misura più o meno accentuata della aleatorietà, quanto piuttosto nella complessa funzione causale realizzata dal contratto.

Tale funzione, nel caso del contratto di swap, è diretta a realizzare una finalità ritenuta meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico (la soddisfazione di un'esigenza di garanzia).

L'elemento aleatorio, infatti, non costituisce l'unica ragione che determina le parti alla conclusione del contratto, bensì, al contrario, costituisce lo strumento tecnico attraverso il quale si distribuisce il rischio dei cambi su una massa di soggetti.

L'eccezione di gioco o di scommessa non è, quindi, invocabile per quei contratti che, come lo swap, utilizzano l'alea per perseguire e realizzare funzioni ed esigenze economiche complesse ed articolate (quale la neutralizzazione del rischio valutario o finanziario) ma sicuramente meritevoli di tutela”.

proprio lo *swap* (lett. g).

Sotto la spinta legislativa anche la giurisprudenza dell'epoca si orienta per l'inapplicabilità allo *swap* dell'eccezione di gioco, in tutti i casi in cui vi sia l'intervento dell'intermediario finanziario e, comunque, quando l'operazione non sia bilateralmente speculativa³⁴:

A parere di chi scrive detto scopo speculativo - anche bilaterale - difficilmente fa venir meno la finalità della *swap transaction* meritevole di tutela.

Infatti, mediante l'intervento dell'intermediario finanziario, è sempre astrattamente possibile rintracciare un operatore economico interessato a coprirsi dai rischi. Questo contratto, quindi, attraverso l'intervento di speculatori disposti ad assumere rischi finanziari, è sempre astrattamente in grado di realizzare la funzione economico sociale di neutralizzare rischi, funzione certamente meritevole di tutela.³⁵

Ritornando a parlare più espressamente di CDS, si conclude ricordando che tale contratto, indipendentemente da questioni causali, presenta più di un elemento di differenziazione strutturale dalla fattispecie della scommessa ex. art. 1933 c.c..

³⁴ Tribunale di Milano, 20 febbraio 1997, in Gius. 1997, 1263: "Il contratto di *swap* non ha natura di giuoco o di scommessa, con conseguente inapplicabilità della disciplina per gli stessi previsti, e ciò anche quando lo stesso rivesta finalità meramente speculativa o comunque prescinda dalla sussistenza di un collegamento tra l'operazione finanziaria ed un rapporto sottostante.

³⁵ A parere di chi scrive, anche l'analisi della *swap transaction* dal punto di vista strutturale porta alla conclusione: esso non è assimilabile alla scommessa.

Questa è negozio con cui le parti, assumendosi reciprocamente il rischio dell'esito di un gioco o dell'esattezza di un'opinione, si obbligano, l'una verso l'altra, a pagare la posta pattuita, nel caso in cui l'esito del gioco si verifichi in modo sfavorevole, oppure l'affermata opinione risulti sbagliata.

Il contratto di scommessa comporta, attraverso un rapporto arbitrario tra prestazione ed evento dedotto in contratto (arbitrarietà che non sussiste nello *swap* dove vi è dipendenza tra evento incerto - parametri di riferimento - ed entità della prestazione e le previsioni e l'attività degli operatori influiscono sull'evento incerto, al contrario della scommessa che non influisce in alcun modo sull'evento), un trasferimento di ricchezza inutile e socialmente neutro.

Al contrario nello *swap* l'alea trova la sua giustificazione nella funzione del contratto, che consiste nell'attuare uno scambio di flussi finanziari disomogenei, ossia, in termini giuridici, uno scambio di diritti di credito aventi ad oggetto la dazione di somme di denaro diverse fra loro, in quanto parametrate a differenti meccanismi di indicizzazione.

L'utilità socio-economica di detto scambio, al di là delle finalità dei singoli contraenti, è sufficiente a collocare il contratto in generale al di fuori dell'area della scommessa.

Innanzitutto l'esito della scommessa può dipendere sia da un evento futuro ed incerto sia da un evento passato, mentre l'esito del CDS può dipendere solo da un evento futuro ed incerto.

La scommessa può avere come oggetto un'unica posta che le parti si obbligano reciprocamente a pagare, nel CDS le obbligazioni sono sempre diverse (premio contro assunzione del rischio di credito e pagamento di una somma solo in caso di *credit event*).

Infine nella scommessa si ha bilateralità dell'alea: entrambe le parti rischiano, infatti, di perdere la prestazione dedotta in scommessa; la funzione del CDS è, al contrario, quella di attribuire al solo *protection seller* il rischio della perdita.

2.2.4 Rapporto con il negozio condizionato (Busto)

Il CDS va tenuto distinto anche dal negozio condizionato. Benché ambedue siano influenzati da un evento futuro ed incerto, il secondo è efficace solo al verificarsi della condizione (ex art. 1353 c.c.), mentre il CDS lo è immediatamente, dipendendo la sola obbligazione di pagamento del *protection seller* dal verificarsi della condizione, ma sussistendo per il *protection buyer* l'immediato obbligo di pagare il premio.

2.2.5 Rapporto con la emptio spei (Busto)

Il CDS richiama alla mente una particolare ipotesi di compravendita, la *emptio spei*, disciplinata ex art. 1472, comma 2 c. c., il cui oggetto è la "speranza" che il prodotto contrattato venga ad esistere. Essendo la "speranza" oggetto del contratto, il prezzo è dovuto anche qualora il bene non venga ad esistere o sia quantitativamente o qualitativamente da quello sperato o supposto.

Si tratta di un contratto aleatorio in cui il venditore nella speranza di incassare un prezzo senza fornire alcuna controprestazione è disposto a ricavarne un utile immediato, ma inferiore, a quello che sarebbe ricavabile mediante una normale compravendita.

Tale contratto, per Caputo Nasseti³⁶ ha struttura simile al CDS in cui: a fronte della

36 FRANCESCO CAPUTO NASSETTI – ANDREA FABBRI, trattato sui contratti derivati di credito, aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari, 64, EGEA, Milano 2001.

possibilità di incamerare il premio, il *protection seller* assume il rischio di dover effettuare un pagamento di un ammontare di gran lunga superiore a quanto incassato.

A parere di chi scrive, per meglio identificare le differenze tra *emptio spei* e CDS, sarebbe più opportuno analizzare quest'ultimo contratto dal punto di vista del *protection buyer*, il quale, ponendosi in una posizione assimilabile a quella dell'acquirente nella *emptio spei* paga un premio per essere indennizzato dal rischio di credito che potrebbe scaturire dal verificarsi di un *credit event* (solamente eventuale). A parte la distinzione evidente tra evento nei CDS e venuta in essere dei beni nella *emptio spei*, in quest'ottica appare chiaro che, sebbene la struttura dei due negozi sostanzialmente la medesima, la differenza principale risiede nella prestazione: mentre nella *emptio spei* il venditore è obbligato a trasferire la proprietà dei beni, nel CDS il *protection seller* è obbligato ad una prestazione in denaro.

3. Disciplina del contratto di CDS nell'ordinamento italiano (Busto)

Premessa la provenienza anglosassone del contratto di CDS e osservata la non riconducibilità della sua struttura alle fattispecie contrattuali proprie del nostro ordinamento, si è ritenuto opportuno analizzare a quale disciplina esso possa essere assoggettabile.

In base a quanto sino ad ora osservato, si evidenzia come il CDS configuri un'ipotesi di contratto innominato e atipico. Il codice civile ex art. 1322 c. c., co. 2 prevede che le parti possano concludere contratti atipici, purché questi realizzino interessi meritevoli di tutela alla luce dell'ordinamento; per causa meritevole di tutela, si intende ex art. 1343 c. c. quella la cui funzione tipica non sia contraria alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume. Sotto questo profilo:

1. se la causa del contratto di CDS sta nell'assunzione del rischio del deterioramento del profilo creditizio del *reference entity* da parte del *protection buyer* ;
2. se mediante ciò si ottiene una re-distribuzione del rischio di credito;
3. se l'utilità sociale che si vuole perseguire tramite questa re-distribuzione del rischio di credito sta nel rendere più efficienti i mercati finanziari e con ciò

neutralizzare, almeno parzialmente, i rischi finanziari;

4. se questa funzione non è contraria alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume;

allora si deve ammettere la tutelabilità nel nostro ordinamento dei CDS e la conseguente applicabilità ad essi delle norme generali sul contratto ex art. 1323 c. c..

Oggetto del contratto è il rischio di deterioramento del profilo creditizio della *reference entity*; l'obbligazione fondamentale del *protection seller* sta, dunque, nel sopportare il rischio di *credit event*.

Incombendo incertezza su una delle prestazioni, l'assunzione di un'alea assurge a causa del contratto, qualificandolo, ai fini del nostro ordinamento, quale contratto aleatorio.

Tale qualificazione ha come conseguenza principale l'applicazione al contratto in esame dell'art. 1469 c. c. che esclude la risoluzione per eccessiva onerosità, nonché dell'art. 1448 c. c., co. 4. che esclude la rescissione per lesione, in quanto non vi è nessuna iniziale corrispondenza economica da tutelare come nei contratti commutativi.

Le condizioni a cui viene concluso un contratto di CDS sono influenzate dallo *standing* creditizio del *protection seller*³⁷. Costituendo, quindi, la scelta della parte con cui negoziare uno degli elementi essenziali del CDS, risulta palese che ci si trova in presenza di un contratto *intuitu personae*, con la conseguenza che, nel nostro ordinamento, detta la posizione del *protection seller* risulta incredibile (fatto salvo diverso accordo delle parti).

Per quando riguarda la forma, rifacendosi alla prassi contrattuale³⁸, appare evidente che per i CDS non sono previste particolari forme né *ad substantiam* né *ad probationem*. Per la conclusione degli stessi vigono le regole generali proprie dei contratti consensuali, ovvero esso si conclude nel momento in cui chi ha formulato la

37 Un *protection seller* con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società con *rating* inferiore.

38 La prassi contrattuale prevede che questo genere di contratti si concluda telefonicamente e si confermi con scambio di corrispondenza. Ovviamente in caso di contestazione sugli elementi dell'accordo è usuale fare ricorso alle registrazioni effettuate sulle linee telefoniche tramite le quali vengono concluse le operazioni in esame.

proposta viene a conoscenza della altrui accettazione ex art. 1326 c. c..

Essendo il CDS un contratto a prestazioni corrispettive (premio/assunzione del rischio), l'eventuale mancanza nell'obbligazione di pagare il premio determina vizio genetico del sinallagma e conseguente nullità del contratto.

Si noti ancora, per un verso che, sorgendo in capo al *protection buyer* l'obbligo di pagare il premio e in capo al *protection seller* l'obbligo di un *pati* il CDS è contratto ad effetti obbligatori; per l'altro verso, che il CDS è contratto ad esecuzione differita rispetto al tempo della sua perfezione.

3.1 Diritto fallimentare e derivati di credito (Pepe)

Come detto i derivati di credito sono normalmente retti dalla legge inglese o dal diritto dello stato di New York. Ciò nondimeno, ogniquale volta anche solo una delle parti sia italiana, l'analisi giuridica di tali contratti non può prescindere dalla valutazione della normativa fallimentare interna che, come noto, al ricorrere dei relativi presupposti, troverebbe senz'altro applicazione³⁹.

Alla luce di tale considerazione, il presente capitolo, previa alcune precisazioni relative allo tipo di strumento contrattuale in discorso, si propone di offrire una breve descrizione del regime applicabile ai derivati di credito ai sensi del diritto fallimentare italiano.

3.1.1 Rischio di credito, compensazione e cherry picking (Pepe)

I derivati di credito costituiscono ordinari strumenti di copertura del rischio di credito o, il che è lo stesso, hanno per "sottostante" il merito creditizio di una c.d. reference entity. Può quindi apparire paradossale, avendo riguardo a tali strumenti, che coloro i quali si sono occupati di contratti derivati abbiano concentrato l'attenzione proprio sul tema della riduzione del rischio di credito cui è esposta ciascuna parte del contratto nei confronti dell'altra.

³⁹ Secondo un orientamento del tutto pacifico, dato il carattere processuale del diritto fallimentare, esso è destinato quale *lex fori concursus* a prevalere su qualsiasi legge da cui il contratto sia retto. A tal proposito, si veda A. Perrone, "Gli accordi di *close-out netting*", in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1998, I, p. 59; e E. Girino, "I contratti derivati", Giuffrè, Milano, 2001, p. 383.

In astratto, infatti, il rischio di controparte nei contratti derivati (ivi inclusi i derivati di credito) risulta aggravato dalla loro stessa struttura che prevede un accordo quadro (o *master agreement*) cui normalmente accedono una serie di singole operazioni, ciascuna delle quali, a sua volta, può dare luogo ad una pluralità di pagamenti. In presenza quindi di più rapporti obbligatori reciproci tra medesimi soggetti, in caso di insolvenza di una delle parti, l'altra sarebbe chiamata, in assenza di meccanismi compensativi legali o convenzionali, a soddisfare interamente i propri debiti verso il fallimento rimanendo di contro esposta al pericolo di realizzare i propri crediti in un futuro incerto ed in moneta fallimentare.

In un tale contesto, il ricorso a meccanismi compensativi (*netting*) consente, all'opposto, una considerevole riduzione di un tale rischio di credito (ossia, sulla base di posizioni cc.dd. lorde) attraverso la definizione di una posizione c.d. netta. A seconda che tale posizione netta risulti a favore dell'una o dell'altra parte, infatti, in caso di fallimento di una di esse, quella *in bonis* ridurrebbe, a seconda dei casi, il rischio di mancato pagamento di quanto dovutole al solo importo netto ovvero sarebbe chiamata a pagare al curatore unicamente tale importo.

Si tenga inoltre presente che la normativa fallimentare di un dato ordinamento giuridico può presentare istituti in grado di incidere profondamente sul rischio di credito, eventualmente aggravandolo: si pensi al regime revocatorio dei contratti e dei pagamenti o ancora al c.d. *cherry picking*, ossia alla possibilità, più o meno ampia, riconosciuta da un dato ordinamento giuridico all'organo concorsuale di decidere, in presenza di una pluralità di contratti pendenti all'apertura della procedura, quali tra questi contratti proseguire (cioè, presumibilmente, quelli sfavorevoli alla parte *in bonis*) e da quali invece recedere (vale a dire quelli economicamente svantaggiosi alla procedura).

3.1.2 La compensazione convenzionale nella modulistica contrattuale standard (Pepe)

Se nei mercati regolamentati il rischio di credito risulta oramai virtualmente eliminato⁴⁰, il tema della sua riduzione è ancora di attualità per le operazioni in derivati effettuate nel mercato *over the counter*, dove, infatti, la prassi negoziale è molto attenta ai pericoli insiti in un elevato rischio di credito. Per questa ragione, al fine di stemperare le possibili conseguenze di un *default* della propria controparte in derivati, gli operatori economici ricorrono normalmente alla costituzione di garanzie e all'impiego di complessi meccanismi compensativi di natura convenzionale.

Al fine di garantire uno o entrambi i contraenti contro l'inadempimento di controparte, i modelli contrattuali di matrice anglosassone offrono alle parti la possibilità di concludere, tramite la sottoscrizione dei appositi *annexes*⁴¹, *collateral arrangements* per la costituzione di veri e propri diritti di garanzia (*security interests*) su titoli ovvero per il trasferimento della proprietà di denaro o titoli in garanzia⁴².

Gli operatori economici, in linea con la prassi contrattuale anglosassone in tema di derivati, affidano, inoltre, la riduzione del rischio di credito in via convenzionale a specifiche clausole già inserite nei *master agreements* ed aventi ad oggetto forme diverse di compensazione, e cioè principalmente il *close-out netting*⁴³ ed il *netting by novation*.

⁴⁰ Nei mercati regolamentati, infatti, operano i cc.dd. sistemi di compensazione e garanzia che si interpongono tra le parti di ogni contratto garantendone il buon fine. Poiché, per tutta una serie di motivi, l'ipotesi dell'insolvenza di siffatti sistemi di compensazione e garanzia è del tutto teorica, si considera "virtualmente" eliminato il rischio di controparte per gli operatori economici che partecipano ai mercati regolamentati e che quindi aderiscono a detti sistemi. In proposito, vedi A. Perrone, "La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati", Giuffrè, Milano, 1999, pp. 57 e ss..

⁴¹ Tali *annexes*, una volta adottati, costituiscono parte integrante del *master agreement* cui accedono e alla cui disciplina sono assoggettati.

⁴² Nel sistema ISDA, ad esempio, a seconda della legge regolatrice prescelta (che sarà la medesima del relativo *master agreement*) è possibile distinguere l'*ISDA Credit Support Annex* retto dalla legge dello stato di New York, da un lato, e l'*ISDA Credit Support Deed* e l'*ISDA Credit Support Annex* retti dalla legge inglese, dall'altro. A loro volta, l'*ISDA Credit Support Deed (English law)* e l'*ISDA Credit Support Annex (English law)* si distinguono tra loro per il fatto che si procede, nell'un caso, alla costituzione di un diritto di garanzia vero e proprio e nell'altro al trasferimento della proprietà dell'oggetto di titoli o denaro con funzione di garanzia. Per un'analisi dei principali profili giuridici di tali *annexes* alla luce del diritto italiano, Allen & Overy, in "Memorandum of law prepared for the International Swaps and Derivatives Association, Inc. – Validity and Enforceability under Italian law of Collateral Arrangements under the ISDA Credit Support Documents", Roma, 20 ottobre 2004.

⁴³ Nella prassi commerciale anglosassone è conosciuto anche il c.d. *netting of payments*. Si tratta del risultato dell'accordo con cui le parti tra le quali sussistono debiti denominati nella stessa divisa ed aventi

Rispetto alle clausole di *netting by novation*⁴⁴, gli accordi di *close-out netting* godono di maggiore popolarità tra i commentatori in quanto secondo l'opinione prevalente consentirebbero (ove applicabili) una drastica riduzione del rischio di credito. Tali accordi, infatti, una volta inseriti nei già citati *master agreements*, hanno ad oggetto tutte le reciproche obbligazioni delle parti coinvolte e derivanti dal medesimo contratto quadro, e ciò indipendentemente dal fatto che siano espresse nella medesima divisa o presentino la stessa data di scadenza. Ai sensi del relativo accordo compensativo si prevede che al verificarsi di alcuni eventi determinati (che vanno sotto il nome, a seconda dei casi, di *events of default* o *termination events*) i contratti soggetti all'accordo si risolvono automaticamente o su richiesta della parte c.d. fedele (cioè quella non direttamente interessata dall'evento) e che le obbligazioni derivanti da questi contratti divengano immediatamente esigibili. Si tenga conto del fatto che tra gli eventi che determinano l'automatica risoluzione dei contratti sottostanti, vi è l'insolvenza, il fallimento, la sottoposizione a procedure concorsuali, l'inadempimento (nei confronti della controparte o di terzi) e così via, ovverosia una serie di circostanze rivelatrici di un peggioramento del merito creditizio della parte interessata e quindi di un aggravamento del rischio di credito cui è esposta la controparte.

A seguito della risoluzione dei contratti e dell'immediata esigibilità delle relative pretese, le corrispondenti obbligazioni sono convertite in un'unica divisa ed "attualizzate" attraverso una serie di complesse operazioni di matematica finanziaria e di cambio. Una

la medesima scadenza, prevedono che, al momento dell'esecuzione dei relativi pagamenti, si provveda ad un unico pagamento su base netta. In sostanza si tratta dei medesimi effetti che, nell'ordinamento italiano, conseguono per legge in forza della c.d. compensazione legale. In dottrina è stato fatto peraltro notare che il *netting of payments* produce un effetto ulteriore rispetto alla compensazione legale: la dichiarazione espressa nella relativa clausola dalle parti circa l'operatività della compensazione renderebbe, infatti, l'eccezione di compensazione rilevabile d'ufficio dal giudice di una eventuale controversia (in proposito, si veda A. Perrone, *op. ult. cit.*, p. 86, n. 3). Il *netting of payments* comunque non è in grado di incidere sul rischio di credito poiché le obbligazioni sottostanti rimangono in essere nella loro interezza fino al momento della loro scadenza.

⁴⁴ Ai sensi di queste clausole tutte le obbligazioni di pagamento intercorrenti tra le parti ai sensi del contratto ed aventi medesima scadenza e denominate nella stessa divisa sono automaticamente e di volta in volta (e così via fino alla scadenza del contratto) sostituite da un'unica nuova obbligazione avente ad oggetto il saldo differenziale. Si tratta di una forma di compensazione che prescinde da un peggioramento del merito creditizio delle parti coinvolte, puntando piuttosto ad una "gestione corrente" del rischio di credito attraverso la sistematica creazione di una posizione netta e la conseguente riduzione degli spazi lasciati alla pratica del *cherry picking*.

volta ottenuti importi omogenei opera il meccanismo compensativo ad esito del quale residuerà un unico pagamento netto in favore di una sola delle parti.

3.1.3 I derivati di credito in corso: l'articolo 76 l.f. e l'articolo 203 t.u.f. (Pepe)

L'operatività degli accordi di *close-out netting* in caso di fallimento della controparte italiana risultava in passato ostacolata dalla generalizzata convinzione che dette clausole, per la parte in cui deducevano in condizione risolutiva un siffatto evento, si ponessero in contrasto con il diritto interno ed in particolare sia con il generale principio di prevalenza della legge fallimentare su qualsiasi altra normativa (ed in particolare quella di origine pattizia), sia con la facoltà riconosciuta all'organo della procedura di scegliere fra esecuzione e risoluzione dei contratti pendenti⁴⁵.

Nell'impossibilità di dare semplicemente attuazione alle pattuizioni raggiunte dalle parti nell'esercizio della loro autonomia contrattuale, certa giurisprudenza, in linea con la migliore dottrina in argomento⁴⁶, ha riconosciuto applicabile a talune tipologie contrattuali (oggi annoverate tra gli "strumenti finanziari derivati"⁴⁷ di cui al testo unico della finanza), a tutela di interessi sostanzialmente analoghi a quelli sottesi agli accordi di *close-out netting* veri e propri, una sorta di sistema legale di *close-out netting* imperniato sugli articoli 56⁴⁸ e 76⁴⁹ l.f..

⁴⁵ A. Perrone, *op. ult. cit.*, p. 91.

⁴⁶ Così P. De Biasi, "Il *netting* nei contratti derivati", in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1999, II, pp. 232-256, n. 32.

⁴⁷ Con riferimento ai contratti a termine su valuta, App. Milano 17 ottobre 1986, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1988, II, pp. 62 e ss.; e Trib. Milano 12 gennaio 1981 in *Foro padano*, 1981, I, pp. 376 e ss.. In materia di opzioni su valuta e *futures*, Trib. Torino 20 febbraio 1998, in *Il Fallimento*, 1998, VI, pp. 629-630; e Trib. Torino 23 gennaio 1998, in *Il Fallimento*, V, 1998, p. 534. Quanto agli swaps, Trib. Firenze 15 gennaio 1998, in *Il Fallimento*, 1998, VIII, p. 857.

⁴⁸ L'articolo 56 l.f. (Compensazione in sede di fallimento) recita:

"I creditori hanno diritto di compensare coi loro debiti verso il fallito i crediti che essi vantano verso lo stesso, ancorché non scaduti prima della dichiarazione di fallimento.

Per i crediti non scaduti la compensazione tuttavia non ha luogo se il creditore ha acquistato il credito per atto tra i vivi dopo la dichiarazione di fallimento o nell'anno anteriore."

⁴⁹ L'articolo 76 l.f. (Contratto di borsa a termine) recita:

La citata giurisprudenza, chiamata a decidere sul fallimento di una parte di un derivato ancora in corso, di fronte all'alternativa tra il riconoscimento in capo al curatore fallimentare della facoltà di *cherry picking* ai sensi dell'articolo 72 l.f. e l'applicazione dell'articolo 76 l.f., facendo leva su una definizione "elastica e relativa"⁵⁰ di contratto di borsa, aveva infatti optato per il ricorso a quest'ultima disposizione con il risultato di anticipare alla data di dichiarazione del fallimento la scadenza del contratto e delle relative obbligazioni a quel momento non ancora scadute nonché di liquidare a quella stessa data dette obbligazioni. Le opposte partite intercorrenti tra le parti del contratto derivato divenivano quindi suscettibili di compensazione ex articolo 56 l.f.⁵¹.

L'opzione sottesa alla giurisprudenza su richiamata fu consolidata in un vero e proprio sistema legale di *close-out netting* da parte del legislatore delegato del 1998 a seguito dell'introduzione dell'articolo 203 t.u.f.⁵². Questa disposizione, da un lato, ha stabilito

"Il contratto di borsa a termine, se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti, è risolto alla data della dichiarazione di fallimento. La differenza fra il prezzo contrattuale e il valore delle cose o dei titoli alla data di dichiarazione di fallimento è versata nel fallimento se il fallito risulta in credito, o è ammessa al passivo del fallimento nel caso contrario."

⁵⁰ App. Milano 17 ottobre 1986.

⁵¹ L'articolo 56 l.f., come noto, amplia l'ambito di applicazione della compensazione legale oltre i confini indicati dall'articolo 1243 del codice civile (ai sensi del quale la compensazione legale per così dire comune si realizza *ipso jure* tra due debiti reciproci, aventi per oggetto una somma di denaro o una quantità di cose fungibili dello stesso genere e che siano ugualmente liquidi ed esigibili), prevedendo la facoltà per il soggetto *in bonis* di compensare coi propri debiti verso il fallito i crediti dal medesimo vantati verso quest'ultimo, ancorché non scaduti prima della dichiarazione di fallimento. Sebbene, quindi, l'articolo 56 della legge fallimentare attui già di per sé una certa riduzione del rischio di credito attraverso la definizione di una posizione netta, ciò non di meno occorre tener presente che non ha alcun effetto rispetto al rischio di *cherry picking*.

⁵² L'articolo 203 t.u.f. (Contratti a termine) recita:

"Fermi restando la decorrenza degli effetti della liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'articolo 83 del T.U. bancario, e quanto previsto dall'articolo 90, comma 3, del medesimo T.U. bancario, l'articolo 76 della legge fallimentare si applica agli strumenti finanziari derivati, a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), alle operazioni a termine su valute nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto. Ai fini del presente articolo sono ricompresi tutti i contratti conclusi, ancorché non ancora eseguiti in tutto o in parte, entro la data di dichiarazione del fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

Per l'applicazione dell'articolo 76 della legge fallimentare agli strumenti finanziari e alle operazioni indicati nel comma 1, può farsi riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta

per tabulas, a superamento di ogni possibile incertezza, l'applicazione dell'articolo 76 della legge fallimentare in tema di contratti di borsa a termine anche (ma non solo) agli strumenti finanziari derivati (come definiti nel medesimo decreto legislativo) "conclusi, ancorché non ancora eseguiti in tutto o in parte, entro la data di dichiarazione del fallimento"; dall'altro, ha allineato la norma legale alla prassi contrattuale in tema di liquidazione delle somme dovute in conseguenza dell'anticipato scioglimento del contratto riconoscendo la facoltà di prendere a riferimento non la prestazione differenziale ex articolo 76 l.f., bensì il "costo di sostituzione" degli strumenti finanziari anticipatamente risolti.

Occorre, sotto questo profilo, ribadire quanto già specificato in altra sede, notare che i derivati di credito non risultano, per lo meno esplicitamente, richiamati nella definizione di "strumenti finanziari derivati" di cui all'articolo 2, terzo comma, t.u.f.⁵³.

Sebbene, come detto, dall'analisi della letteratura sull'assimilabilità dei derivati di credito agli strumenti derivati emerga un quadro variegato, sembra poter assumere rilievo la circostanza che il derivato di credito "deriv" il proprio valore da uno strumento finanziario (ad esempio, un titolo obbligazionario) piuttosto che da un credito. Secondo alcuni, infatti, tale caratteristica consentirebbe in molti casi di giungere alla conclusione che il derivato di credito integrare uno strumento finanziario derivato ai sensi dell'articolo 1, secondo comma, lettere (h)⁵⁴ o (j)⁵⁵ (e di conseguenza, presumibilmente, lettera (i) per quanto riguarda le varie tipologie di opzioni su derivati di credito), t.u.f..

amministrativa."

⁵³ Ai sensi della quale sono strumenti finanziari derivati gli strumenti finanziari indicati alle lettere (f), (g), (h), (i) e (j) del secondo comma dell'articolo 2 t.u.f., ossia rispettivamente: i contratti «futures» su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; le combinazioni di contratti o di titoli costituenti, singolarmente intesi, strumenti finanziari.

⁵⁴ F. Caputo Nasseti e A. Fabbri, *op. cit.*, p. 258, e F. Caputo Nasseti, *op. cit.*, p. 61, ricomprendono i *credit default swaps* tra i contratti a termine collegati a strumenti finanziari e ai relativi indici.

Anche in un tale scenario, comunque, rimarrebbe impredicato il problema di identificare il regime fallimentare applicabile ai derivati di credito che presentino un legame non con uno strumento finanziario bensì con un prestito bancario o il cui valore derivi da un indice che esprima la qualità di credito di un terzo.

Per i casi in cui manchi una “precisa disposizione”, la legge dispone che, prima di ricorrere ai principi generali (e quindi nel nostro caso, a quello che riconosce al curatore un generale diritto di *cherry picking*⁵⁶), si debba anzitutto verificare l’esistenza di eventuali “disposizioni che regolano casi simili o materie analoghe”⁵⁷. Su tale presupposto non è mancato quindi chi, qualificando gli articoli 203 e 76 come norme speciali (e non eccezionali), ne abbia ammesso l’applicabilità in via analogica a fattispecie similari ed in particolare agli stessi *credit derivatives* nei confronti dei quali, infatti, si riscontrerebbe la medesima esigenza di protezione dell’asse fallimentare dalla continuazione di contratti aleatori⁵⁸ e di tutela della stabilità dei mercati finanziari posta a base dei due articoli⁵⁹.

3.1.4 Il decreto sulle garanzie finanziarie (Pepe)

La normativa italiana di recepimento della direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria (cioè il decreto legislativo del 21 maggio 2004, n. 170, noto anche con il nome di decreto sulle garanzie finanziarie) dovrebbe incidere profondamente sul regime fallimentare dei derivati di credito (oltre che dei derivati in generale). A parziale

⁵⁵ Allen & Overy, in “*Memorandum of law prepared for the International Swaps and Derivatives Association, Inc. on the enforceability under Italian law of the Termination, Close-Out and Multibranch Netting Provisions of the 1992 and 2002 ISDA Master Agreements*”, Roma, 15 luglio 2004, p. 23.

⁵⁶ Conformemente, tra gli altri, A. Maffei Alberti, “Commentario breve alla legge fallimentare”, CEDAM, Padova, 2000, p. 283; G. Lo Cascio (a cura di), IPSOA, 1996, Corsico (Milano), p. 729; e A. Jorio, “Le crisi d’impresa. Il fallimento”, Giuffrè, Milano, p. 503.

⁵⁷ Articolo 12, secondo comma, *disp. prel.*, del codice civile.

⁵⁸ In questo senso anche P. Pajardi, “Codice del fallimento”, Giuffrè, Milano, 2001, p. 562.

⁵⁹ Si tratta di una possibilità interpretativa proposta da Allen & Overy nel *Memorandum* ultimo citato, pp. 23 e 24.

superamento delle incertezze circa la loro riconducibilità alla categoria degli strumenti finanziari derivati, e in merito all'applicabilità ai medesimi in via analogica del sistema legale di *close-out netting* previsto dal t.u.f., tale decreto sembrerebbe ammettere, a determinate condizioni, l'immediata validità ed efficacia delle previsioni contenute nelle clausole di *close-out netting* del *master agreement* "anche in caso di procedura di risanamento⁶⁰ o di liquidazione⁶¹ nei confronti di una delle parti"(articolo 7).

Perché la disciplina speciale prevista nel decreto sulle garanzie finanziarie possa trovare applicazione è necessario che le clausole di *close-out netting* siano inserite in un "contratto di garanzia finanziaria" ovvero in un "contratto che comprende un contratto di garanzia finanziaria" (cfr. articolo 1, primo comma, lettera (f), del decreto). Per "contratto di garanzia finanziaria" il decreto intende, sotto il profilo oggettivo, un contratto di pegno o di cessione di credito o di trasferimento della proprietà di denaro o strumenti finanziari (le cc.dd. attività finanziarie) con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie (cfr. articolo 1, primo comma, lettera (d), del decreto). Quanto ai requisiti di tipo soggettivo, il "contratto di garanzia finanziaria" per essere tale deve intervenire tra parti che non siano persone fisiche e di cui almeno una costituisca un'autorità pubblica, una banca, un ente finanziario sottoposto a vigilanza prudenziale, una società di gestione o una controparte centrale che ricadano nelle rispettive definizioni di cui all'articolo 1, primo comma, lettera (d), nn. da 1 a 4, del decreto. Ulteriori condizioni di applicabilità del decreto sono che il contratto di garanzia finanziaria sia provato per iscritto e che la garanzia finanziaria sia stata prestata e tale prestazione sia anch'essa provata per iscritto (articolo 2).

Ciò detto e posto che i contratti derivati (inclusi i derivati di credito) non dovrebbero essere come tali contratti di garanzia finanziaria, tali schemi contrattuali sembrano poter

⁶⁰ Ai sensi dell'articolo 1, primo comma, lettera (s), del decreto sulle garanzie finanziarie, per "procedure di risanamento" si intendono "l'amministrazione controllata, il concordato preventivo, il provvedimento di sospensione dei pagamenti delle passività e delle restituzioni dei beni ai terzi ai sensi degli articoli 74, 77, comma 2, 107, comma 6, del testo unico bancario, e dell'articolo 56, comma 3, del testo unico della finanza, nonché ogni altra misura destinata al risanamento delle imprese e che incide sui diritti dei terzi".

⁶¹ Ai sensi dell'articolo 1, primo comma, lettera (r), del decreto sulle garanzie finanziarie, per "procedure di liquidazione" si intendono "il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa, nonché ogni altra misura destinata alla liquidazione delle imprese e che comportano l'intervento delle autorità amministrative o giudiziarie".

costituire “contratti che comprendono contratti di garanzie finanziarie” ogniqualvolta le parti, sottoscrivendo ed allegando al *master agreement* il relativo *credit support annex*, concludano un *collateral arrangement* che presenti tutte le citate caratteristiche del contratto di garanzia finanziaria.

In conclusione, un derivato di credito assistito da una garanzia reale qualificabile come contratto di garanzia finanziaria e che contenga una clausola di *close-out netting* attivabile in caso di sottoposizione di una delle parti ad una procedura fallimentare, dovrebbe, al ricorrere dei requisiti soggettivi di applicabilità del decreto, risultare assoggettato alla disciplina (fallimentare) prevista nell'accordo di *close-out netting*, con esclusione quindi di qualsiasi altro regime, ivi incluso il combinato disposto degli articoli 203 t.u.f., 76 e 56 l.f. ed eventuali diritti di *cherry picking* in favore dell'organo concorsuale. Solo la giurisprudenza, peraltro, ci dirà quale sarà il reale impatto del recente decreto sulla normativa fallimentare e i principi che la informano⁶².

3.1.5 Il *close-out netting* nelle altre procedure concorsuali (Pepe)

Ad esito e completamento di questa prima parte, volgiamo brevemente la nostra attenzione al tema “collaterale” degli effetti dell'apertura delle altre procedure concorsuali sui derivati di credito in corso, provvedendo all'uopo a distinguere a seconda che si tratti di fattispecie rientranti nell'ambito di applicazione del decreto sulle garanzie finanziarie, ovvero che dal medesimo fuoriescano.

In questo secondo caso, il quadro si presenta alquanto variegato.

Così, in caso di liquidazione coatta amministrativa ex articoli 80 e successivi del testo unico bancario, l'articolo 203 t.u.f. troverà senz'altro applicazione in relazione ai contratti “conclusi, ancorché non eseguiti in tutto o in parte, entro la data [...] di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa”, vale a dire il momento di insediamento dell'organo liquidatorio o comunque il terzo giorno successivo all'emanazione del relativo decreto del Ministero dell'economia e delle finanze. Al di là, quindi, del diverso riferimento temporale valgono anche in questo caso le considerazioni svolte a suo tempo per il caso di derivati di credito pendenti alla data di apertura della procedura fallimentare cui si aggiunge un'ulteriore precisazione: in deroga a

⁶² Lo stesso interrogativo, anche se in termini più generali, lo ritroviamo in M. Lantelme, “*The implementation in Italy of the financial collateral directive may solve a number of issues*”, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2004, n. 12, p. 512.

quanto previsto dall'articolo 203, l'articolo 90 del testo unico bancario dispone che, nel caso in cui i commissari liquidatori siano autorizzati nel citato decreto alla continuazione dell'esercizio dell'impresa (e solo in tale ipotesi e non già qualora l'autorizzazione riguardi la continuazione solo di determinati rami di attività), la procedura dovrebbe subentrare in tutti i contratti a termine pendenti, senza alcuna possibilità di *cherry picking*, mentre l'eventuale accordo di *close-out netting* troverebbe eventualmente applicazione, laddove ne sussistano i presupposti, una volta che sia ponga fine alla continuazione dell'esercizio dell'impresa.

Per quel che riguarda, invece, la procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi⁶³ e quella di amministrazione straordinaria per la ristrutturazione industriale delle grandi imprese insolventi⁶⁴, il dettato di cui all'articolo 50 del decreto legislativo del 8 luglio 1999, n. 270 (applicabile ad entrambe) sembra aver chiaramente conferito agli organi concorsuali un pervasivo *cherry picking right*, in grado di travolgere eventuali accordi di *close-out netting*.

Da ultimo, nulla sembra ostare, invece, all'efficacia dell'accordo di *close-out netting* qualora intervenga l'ammissione del contraente italiano all'amministrazione controllata, al concordato preventivo ovvero all'amministrazione straordinaria disciplinata agli articoli 70 e successivi del testo unico bancario, di modo che in presenza di una clausola di *close-out netting* che preveda (come normalmente accade) quale *termination event* l'assoggettamento di una parte a queste procedure, in caso di apertura delle stesse, si dovrebbe, in linea di principio, pervenire *tout court* alla scadenza anticipata dei relativi contratti e quindi alla compensazione delle partite di segno opposto che ne deriverebbero. Una sola precisazione appare d'obbligo con riguardo all'amministrazione straordinaria: in caso di sospensione dei pagamenti disposta ai sensi dell'articolo 74 del testo unico bancario, per tutto il tempo in cui tale misura dovesse rimanere in vigore, dovrebbe risultare precluso qualsiasi atto solutorio e quindi nessuna compensazione potrebbe aver luogo⁶⁵.

⁶³ Procedura istituita con decreto legislativo del 8 luglio 1999, n. 270.

⁶⁴ Procedura istituita con decreto legge del 23 dicembre 2003, convertito in legge dalla legge del 18 febbraio 2004, n. 39.

⁶⁵ Quanto al concordato preventivo e all'amministrazione controllata, nei limiti in cui la clausola di *close-out netting* operi in concomitanza con l'apertura di tali procedure concorsuali, non sembrerebbe rilevare il divieto di compensazione tra opposte partite di credito e di debito sorte le une, antecedentemente, e le altre, anteriormente a tale momento (in merito al divieto in discorso, cfr. Cass. 28 agosto 1995 n. 9030, in

Discorso diverso sembra doversi fare per le clausole di *close-out netting* di cui all'articolo 7 del decreto sulle garanzie finanziarie. Tale disposizione, come abbiamo visto in precedenza, fa salva l'efficacia di questi accordi nel caso di apertura di "procedure di liquidazione" e di "procedure di risanamento" andando così in teoria a coprire l'intero spettro delle fattispecie concorsuali ipotizzabili.

Solo il tempo ci dirà se, in ossequio all'armonizzazione perseguita con la direttiva 2002/47/CE, le esaminate "nicchie" di non-operatività degli accordi di *close-out netting* cesseranno effettivamente di trovare riconoscimento per quei derivati di credito cui si applicabile del decreto sulle garanzie finanziarie.

3.1.6 I derivati di credito e l'azione revocatoria (Pepe)

A completamento dell'analisi sin qui condotta, occorre determinare quale sia il rischio revocatorio cui è esposta la parte *in bonis* di un derivato di credito per l'ipotesi in cui la propria controparte italiana nel derivato sia sottoposta a fallimento o (qualora si tratti di banche, SIM, SICAV o SGR) a procedura di liquidazione coatta amministrativa.

3.1.7 La revocabilità dei derivati di credito (Pepe)

Si pone anzitutto la necessità di comprendere se ed in che termini i derivati di credito siano assoggettabili a revocatoria ex articolo 67 l.f..

Come noto, detto articolo prevede due diverse azioni revocatorie, disciplinate rispettivamente al primo comma e al secondo comma, che presentano presupposti applicativi tra loro notevolmente diversi.

Ai sensi dell'articolo 67, primo comma, numero 1⁶⁶, l.f., "[s]ono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore [...] gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso". In proposito occorre osservare che, secondo un orientamento suffragato dalla dottrina⁶⁷ e da certa giurisprudenza di merito⁶⁸, tale azione re-

Il Fallimento, 1996, p. 69; e Cass. 19 agosto 1992 n. 9655, in *Diritto Fallimentare*, 1993, II, p. 367).

⁶⁶ Come modificato dalla legge del 14 maggio 2005, n. 80.

⁶⁷ G. U. Tedeschi in "Parte prima: Il fallimento: artt. 1-91 L.F.", G.U. Tedeschi (a cura di), UTET, Torino, 1996, p. 377; E. Girino, *op. cit.*, p. 395; e A. Maffei Alberti, *op. cit.*, p. 254.

vocatoria sarebbe esperibile solo rispetto ai contratti commutativi, con esclusione quindi dei contratti aleatori. La natura stessa del negozio aleatorio, infatti, renderebbe radicalmente incerta l'individuazione *a priori* della parte su cui ricadrà il vantaggio economico del contratto, con l'effetto che un'eventuale e successiva sproporzione tra le prestazioni non giustificerebbe la presunzione (ex articolo 67, primo comma, l.f.) della *scientia decotiois* del soggetto poi fallito in capo alla controparte *in bonis*.

Ai sensi del secondo comma dell'articolo 67 possono essere revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, gli atti a titolo oneroso compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.

Alla luce di quanto precede è, quindi, possibile affermare che una prima valutazione del rischio revocatorio cui è esposta la parte in un derivato di credito con una controparte italiana passa inevitabilmente attraverso l'analisi del carattere aleatorio e oneroso dello specifico contratto.

Ne segue che la controparte del contraente italiano in un *credit derivative* risulta essere esposta anzitutto ad un generico rischio di revoca del contratto in caso di fallimento della parte italiana nei successivi sei mesi anche se solo nei limiti in cui l'organo della procedura sia in grado di dimostrare il requisito della *scientia decotiois*.

A tale rischio, si aggiunge, in caso di derivato di credito commutativo, l'ulteriore pericolo che il curatore possa esperire anche l'azione revocatoria ai sensi del primo comma con conseguente onere della prova dell'*inscentia decotiois* a carico del contraente *in bonis* ed allungamento del così detto periodo sospetto fino ad un anno antecedente alla dichiarazione di fallimento. Tale pericolo risulterà ovviamente ridotto ogni qual volta il contratto presenti condizioni di mercato tali per cui non possa ravvisarsi quella sproporzione tra le prestazioni richiesta ai fini dell'operatività dell'articolo 67, primo comma, numero 1, l.f..

3.1.8 La revocabilità delle clausole di close-out netting (Pepe)

Il tema della esperibilità del rimedio revocatorio non si pone solo per i derivati di credito nel loro complesso ma anche rispetto alle stesse clausole di *close-out netting* e ai pagamenti effettuati in base alle stesse.

⁶⁸ Trib. S. Maria Capua Vetere, 24 marzo 1990, in *Diritto Fallimentare*, 1990, II, p. 918, e Trib. S. Maria Capua Vetere, in *Diritto Fallimentare*, 1992, II, p. 1121.

Occorre anzitutto chiarire che tali clausole costituiscono veri e propri *pacta de compensando*, che quindi rientrano tra quelle fattispecie di compensazione volontaria disciplinate all'articolo 1252, secondo comma, del codice civile⁶⁹. Si tratta infatti di previsioni contrattuali mediante le quali le parti non già si accordano sulla compensazione di reciproci rapporti di debito già esistenti, bensì stabiliscono preventivamente le condizioni per future compensazioni anche nei casi in cui non sussisterebbero i requisiti per avervi compensazione legale. Una tale lettura risulta d'altronde suffragata dal meccanismo di "conversione-attualizzazione" delle reciproche partite debitorie che, come abbiamo già visto, caratterizza l'operatività delle *close-out netting clauses* in presenza di un *termination event*.

Stante poi la comune opinione secondo cui il decreto sulle garanzie finanziarie nulla ha innovato sul punto⁷⁰, non sembra aver perso di attualità l'orientamento (sino ad oggi assolutamente pacifico) secondo cui ai fini della revocatoria fallimentare occorre fare riferimento al momento di stipulazione dell'accordo compensativo e non a quello delle compensazioni effettuate in base allo stesso. Tali compensazioni, infatti, come confermato dalla giurisprudenza, non costituiscono distinti atti giuridici rispetto al *pactum de compensando* (diversamente dai pagamenti rispetto al rapporto che ne costituisce la causa), rappresentando esse l'effetto giuridico stesso della volontà negoziale manifestata in quella sede⁷¹.

Le compensazioni effettuate in base ad una clausola di *close-out netting*, dunque, saranno revocabili se, ricorrendo tutti gli altri requisiti di cui all'articolo 67 l.f., il momento della conclusione dell'accordo compensativo ricada all'interno del "periodo sospetto" ivi previsto⁷².

⁶⁹ D. Loiacono, A. Calvi e A. Bertani, "Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione", Relazione al Convegno Paradigma *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 25-26 Novembre 2004, p. 59.

⁷⁰ In relazione al decreto sulle garanzie finanziarie, D. Loiacono, A. Calvi e A. Bertani, *op. cit.*, p. 58; e E. Castellani "La riduzione del rischio di controparte mediante l'utilizzo della clausola di *close-out netting*", Relazione al Convegno Paradigma *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 25-26 Novembre 2004, p. 10. Con riferimento alla direttiva sulle garanzie finanziarie, F. Annunziata, "Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)", in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2003, I, p. 212.

⁷¹ In questo senso, Cass. 16 novembre 1986 n. 5621, in *Giurisprudenza Italiana*, 1987, I, 1, p. 1226.

⁷² Secondo D. Loiacono, A. Calvi e A. Bertani, *op. cit.*, p. 61, l'unico periodo sospetto che possa

Qualora, poi, a seguito del fallimento del contraente italiano (o analogo procedura liquidatoria a suo carico) si proceda alla compensazione ai sensi di una clausola di *close-out netting* soggetta al regime di cui al decreto sulle garanzie finanziarie, è possibile ritenere, sulla scia di certa giurisprudenza⁷³, che la compensazione che ha luogo, nei limiti in cui coincidente con quella ex articolo 56 l.f., si sottragga a qualsiasi azione revocatoria e ciò indipendentemente dal fatto che il relativo contratto sia stato o meno stipulato nel periodo sospetto.

Altro e diverso tema è, da ultimo, quello della revocabilità ex articolo 67, secondo comma, l.f. dei pagamenti precedenti effettuati dalla parte italiana (poi fallita) in esecuzione della clausola di *close-out netting* inserita nel derivato di credito e resa operativa dall'avveramento di un diverso *termination event*. In proposito dovrebbe ammettersi che tali pagamenti, se avvenuti nei sei mesi precedenti la dichiarazione di fallimento del contraente italiano e sempre che l'organo della procedura sia in grado di dimostrare il requisito della *scientia decotiois*, sono revocabili in quanto effettuati ad estinzione dei debiti certamente liquidi ed esigibili per effetto delle clausole di *close-out netting* e ciò indipendentemente dal momento in cui tali clausole siano state pattuite (e quindi, per ipotesi, anche se precedenti a detto semestre).

3.1.9 Conclusioni (Pepe)

Alla luce di quanto si qui esposto, appare chiaro che il quadro giuridico di riferimento per i derivati di credito nell'ordinamento fallimentare italiano si presenta quanto mai composito.

Così, in tema di effetti del fallimento e della liquidazione coatta amministrativa sui derivati di credito in corso, al sistema legale di *close-out netting* (di incerta applicazione) di cui agli articoli 203, 76 e 56 per le fattispecie non rientranti nell'ambito applicativo del

ragionevolmente trovare applicazione dovrebbe essere solo quello di cui al secondo comma del citato articolo, cui è associato l'onere a carico del curatore fallimentare di provare la *scientia decotiois* da parte del terzo revocando. Questo perché sarebbe remota, per lo meno con riferimento alle clausole di *close-out netting* in uso nella modulistica internazionale, la possibilità di ravvisare tra le prestazioni assunte reciprocamente dalle parti quella sproporzione che è richiesta ai fini dell'articolo 67, primo comma, numero 1, l.f., e quindi di ammettere il conseguente "allungamento" del periodo sospetto ed aggravamento del regime probatorio a carico della parte *in bonis*.

⁷³ In tema di non revocabilità della compensazione ex articolo 56 l.f., Cass. 17 luglio 1997 n. 6558, in *Il Fallimento*, 1998, I, p. 50; e Cass. 23 maggio 1986 n. 3447, in *Giurisprudenza Italiana*, 1987, I, 1, p. 886.

decreto sulle garanzie finanziarie si contrappone la nuova ed innovativa disciplina di origine comunitaria ivi contenuta, la quale consentirebbe un'ulteriore contenimento del rischio di credito ma i cui esiti sono peraltro strettamente legati al recepimento che ne sarà fatto nel diritto vigente. La stessa dicotomia, sebbene in termini più sfumati, sembra sussistere anche con riferimento agli effetti dell'apertura delle altre procedure concorsuali su tali tipologie contrattuali.

Il quadro si ricomponе nuovamente in materia di revocatoria fallimentare. Qui infatti non sembra che la distinzione tra contratti soggetti o non alla disciplina di cui al decreto sulle garanzie finanziarie possa avere alcuna rilevanza pratica. In proposito, va salutata con favore la riduzione dei termini di computo dei periodi sospetti ai sensi dell'articolo 67 l.f. attuata con la recente mini-riforma del diritto fallimentare, in quanto dovrebbe poter incidere positivamente sulla riduzione del rischio di controparte italiana.

4 Elementi essenziali del CDS (Busto)

La ricostruzione di un'ipotesi *standard* di CDS (*plain vanilla*), quale quella sino ad ora trattata, pone in luce i seguenti elementi essenziali:

1. il premio,
2. la durata,
3. il *credit event*,
4. l'eventuale esecuzione dell'obbligazione di pagamento.

Il premio

Per quanto concerne il premio, si pongono delle difficoltà relative alla scelta dei parametri cui ancorare la determinazione dello stesso.

Uno di questi è il *recovery rate* (tasso di ritorno dell'investimento) determinato secondo: il valore dell'*asset* di riferimento, l'esistenza di eventuali ulteriori garanzie, la possibilità di recupero del credito in caso di avveramento del *credit event*.

Il premio varierà poi a seguito della valutazione (*rating*), da parte di operatori specializzati, del rischio di verificazione dell'evento, il valore del quale è, altresì, correlato alla tipologia di *reference obligation* e del mercato su cui essa è negoziata⁷⁴.

⁷⁴ In presenza di titoli negoziati in mercati regolamentati, il giudizio sarà maggiormente efficace non solo per la determinazione del premio, ma per la conclusione stessa del contratto; qualora le parti si trovino a negoziare in presenza di strumenti non trattati su mercati regolamentati, la valutazione sarà meno

Occorre, inoltre, considerare il grado di probabilità di *default* del *protection seller*, il rischio di insolvenza del quale influenzerà in maniera inversamente proporzionale la valutazione del premio.

In altre parole il *protection buyer* si obbliga a pagare un premio, il cui ammontare è commisurato alla probabilità del verificarsi dell'evento, al *quantum* eventualmente dovuto dal *protection seller*, nonché al suo *rating* ed alle condizioni di mercato.

Sostanzialmente il premio viene pagato in soluzione periodica che, come avverte Carozzi viene “*espressa in punti base fissi sull'ammontare nozionale, laddove il punto base è pari ad un centesimo dell'1%*”⁷⁵

La durata

La durata del contratto è legata alla funzione che il negozio assolve: può arrivare fino a 10 anni, ma, generalmente, la durata non è significativa tant'è vero che la maggioranza delle negoziazioni avviene per tempi brevi.

La durata del *credit derivative* non coincide necessariamente con la scadenza dell'esposizione del *protection buyer*, che può corredare il contratto di CDS con una clausola di revisione automatica del tasso di remunerazione (*step-up*), tale da consentirgli di estendere la copertura, qualora ne ravvisasse l'opportunità.

Il credit event

Con il *credit event* si tende a determinare, nella maniera più oggettiva possibile, la situazione che rappresenta un tangibile ed inequivocabile segno di "insolvenza" della *reference entity*, "insolvenza" da cui scaturirà l'obbligo di eseguire la prestazione da parte del *protection seller*. Su questo punto si è spesa molto l' ISDA⁷⁶ che ha

oggettiva.

75 ANGELA MARIA CAROZZI, “Contratti derivati finanziari e di credito” Lezioni tenute presso la LUISS Management S.p.a. -, p. 28, febbraio 2003).

76 ISDA, International Swaps and Derivatives Association ha sedi in Tokio, Londra, New York e Singapore e raggruppa tutti i maggiori utilizzatori di strumenti derivati all'interno della comunità finanziaria. La sua attività principale consiste nel creare documentazione standard per gli utilizzatori di contratti derivati al fine di prevenire controversie insorgenti a seguito delle transazioni sui medesimi. Vedi www.isda.org.

individuato una serie di eventi⁷⁷ quali:

1. *bankruptcy*⁷⁸,
2. *failure to pay*⁷⁹,
3. *restructuring*⁸⁰,
4. *repudiation/moratorium*⁸¹,
5. *cross-default*⁸²,

77 Benché la normativa ISDA in proposito sia stata rivisitata all'inizio del 2003 con la specificazione delle singole fattispecie, si noti come, il successivo accordo "Basilea 2" al punto 191 A, si esprima nuovamente in termini estremamente generali, per cui il *credit event* deve quantomeno contemplare:

1. Il mancato pagamento degli importi dovuti in base all'obbligazione contrattuale sottostante (con un periodo di tolleranza strettamente in linea con quello previsto in detta obbligazione);
2. Il fallimento, l'insolvenza o l'incapacità dell'obbligato di far fronte al proprio debito, ovvero l'inadempienza o l'ammissione scritta della sua incapacità di onorare in generale i propri debiti in scadenza, ed eventi analoghi;
3. La ristrutturazione dell'obbligazione sottostante che comporti la remissione o il rinvio dei pagamenti in linea capitale, interessi o commissioni, e si configuri come evento all'origine di perdite su crediti.

78 Rientrano in questa categoria il fatto che la *reference entity*.

1. non esista più, con l'esclusione delle ipotesi di fusioni o acquisizioni;
2. dichiarare la propria insolvenza;
3. istituisca o sia oggetto di un procedimento volto all'ottenimento di una dichiarazione di insolvenza o di bancarotta;
4. abbia una risoluzione approvata per la sua liquidazione;
5. cerchi o diventi soggetto alla nomina di un amministratore o di un liquidatore per tutte le attività;
6. abbia processi in corso volti ad espropriare una parte notevole delle proprie attività.

79 Incapacità della *reference entity* di effettuare i pagamenti previsti, in relazione all'attività cui fa riferimento il CDS, secondo i termini contrattuali.

80 La ristrutturazione del debito emesso dal *reference entity* avviene in modo tale che le condizioni del debito ristrutturato siano, economicamente ed in termini di rischiosità, meno favorevoli ai creditori.

81 La *reference entity* disconosce, in tutto o in parte, il debito emesso o impone, di fatto o di diritto, una moratoria.

6. *obligation default* e *obligation acceleration*⁸³.

Il significato di *credit event*, come si vede dalle ipotesi su elencate, non è esaurito dalla figura del mero inadempimento ma, piuttosto, risponde ad un concetto giuridico ampio, tendente a rappresentare una situazione di grave difficoltà economica. In ragione della genericità del concetto di “grave difficoltà economica” impone una verifica dello stesso fondata su criteri oggettivi, ancorati a parametri legali e finanziari condivisi dalle parti. A questo fine, le clausole contrattuali relative al *credit event* fanno riferimento sia a *public available information*⁸⁴, sia alla cd. *materiality clause*⁸⁵

Da notarsi infine che, come avverte Boido⁸⁶, le parti alla definizione del contratto, sono libere di subordinare la sua attivazione al verificarsi di uno o più eventi creditizi, oppure di non applicare la documentazione ISDA, con la conseguente necessità, al fine di evitare controversie, di specificare i *credit event* con estrema accuratezza⁸⁷.

82 *Default* del *reference entity* relativo a qualsiasi forma di finanziamento a questo concesso.

83 Una o più attività di riferimento relative alla *reference entity* divengono dovute e pagabili prima della loro scadenza in seguito a *default* o ad altri accadimenti simili riferiti alla *reference entity* (differenti però dal *failure to pay*). La differenza tra i due *credit event* risiede nel diverso trattamento del beneficio del termine da cui si decade in caso di *obligation acceleration*).

84 Cioè alla diffusione della notizia di realizzazione della condizione attraverso fonti di informazione accreditate.

85 La cosiddetta *materiality clause* impone il pagamento solo in presenza di un documento effettivamente esistente per il *protection buyer*, e non per un qualunque deterioramento della capacità creditizia della *reference entity*.

Nella prassi, per ridurre al minimo gli elementi discrezionali del giudizio, si ricorre alla quantificazione della *materiality clause* in termini di variazione del prezzo della *reference obligation* oltre ad un livello concordato.

86 CLAUDIO BOIDO, Gli strumenti di mitigazione del rischio di credito: i derivati creditizi, in: *Analisi finanziaria*, 52/2003, p. 6.

87 Si cita a proposito il caso riportato da Telesca (MASSIMO TELESCA, in www.dirittobancario.it, analysis of credit default swap, applications and legal issues, p. 8 nota 24, novembre 2003) per cui: nel marzo del 2001 UBS Warburg citò Deutsche Bank per il mancato pagamento di una obbligazione (il cui nozionale era pari a \$ 10.000.000) derivante da CDS, avente come *reference entity* la Armstrong World Industries.

La prestazione

Verificatosi il *credit event*, il *protection seller* dovrà adempiere la prestazione e l'operazione si considererà estinta. L'ammontare da versare nel caso di realizzazione del *credit event* viene calcolato ricorrendo alternativamente a diverse procedure. Le metodologie di assolvimento dell'obbligo (*settlement*) possono essere ricondotte a tre situazioni:

a) *Cash settlement* o pagamento di una somma di denaro prestabilita: il *protection seller* paga un ammontare pari alla differenza tra il valore iniziale della *reference obligation* (*initial price*) ed il suo valore di mercato alla data del *credit event* (*final price*)⁸⁸.

b) *Physical settlement* o pagamento del valore nozionale ed consegna di un *asset*: al verificarsi del *credit event* il *protection seller* corrisponde l'importo nozionale della *reference obligation* e ottiene il trasferimento di una qualsiasi obbligazione di pagamento della *reference entity* (*deliverable obligation*) o dell'*asset* detenuto dal *protection buyer* (*reference obligation*).

Nel corso del processo di riorganizzazione e contemporaneamente alla dichiarazione di *bankruptcy*, Armstrong aveva vita ad una *holding*; ciò, in ragione del fatto che il nome della società fallita era diverso da quello della nuova entità generata tramite il processo di ristrutturazione, aveva permesso alla Deutsche Bank di rifiutare il pagamento alla UBS.

88 Questo sistema, altamente certo, espone il *protection buyer* al rischio di ottenere un indennizzo ridimensionato, nel caso di una sopravvalutazione della capacità creditizia del debitore al momento della conclusione del contratto. Inoltre necessita di una valutazione attenta delle attività garantite, operazione difficoltosa se si tratta di *asset* non scambiati in mercati non regolamentati (OTC, cioè *over the counter*).

Una variante del *cash settlement* è rappresentata dal *post-default price* che, secondo Telesca consiste "In an amount correspondent to the transaction principal multiplied for the change in the reference asset following the credit event" MASSIMO TELESCA, *cit*, p. 9; autore che, per altro, utilizza una definizione di *cash settlement*, per la quale

"In a cash settlement compensation the buyer receives an amount which represents a pre-agreed fixed percentage of the notional principal covered by the credit default swap"

come indicato nella seguente figura 3 tratta da Source: Tolk, J. (2001), "Understanding the risks in credit default swaps", <http://www.mayerbrownrowe.com/cdo/news/MoodysSyntheticCDORisks.pdf>

Con il trasferimento di uno di questi crediti il *protection seller* mantiene la speranza di attutire la perdita subita a seguito del *credit event*, rivendendolo; si consideri infatti che, dato il *default*, l'*obligation* appartenente alla *reference entity* avrà certamente un valore inferiore al nozionale.

c) *binary payout* ovvero il pagamento di una somma di denaro prestabilita.

Post-default price e *physical settlement* sono i metodi che hanno maggior seguito nella pratica dei mercati; al fine di evitare eventuali impedimenti legali o regolamentari al loro utilizzo, nei contratti di CDS sono normalmente previste clausole di opzione a favore di altri metodi.

5 CDS complesso (Busto)

Nel *physical settlement* si fa riferimento ad un CDS che si discosta dai primi due qualificabili come CDS *plain vanilla*. In quest'ultimo, infatti, si realizza una cessione di credito contestuale al pagamento convenuto. In ragione di tale differenza è possibile parlare, in questo caso, di CDS "complesso" che, nella prassi, assume diverse forme. Visto l'oggetto della cessione⁸⁹ - una *deliverable obligation* o in alternativa la *reference obligation* - atta a consentire al *protection seller* la possibilità di recupero, almeno parziale⁹⁰, dell'esborso, il CDS "complesso" manifesta una funzione di *hedging*: in questo caso non solo a copertura del *protection buyer*, ma anche del *protection seller*.

Occorre, a questo punto, verificare se tale ulteriore obbligazione, variando il sinallagma contrattuale, comporti una variazione nella funzione economico-sociale del CDS, tale da dar vita ad una nuova figura contrattuale. Premesso che la seguente analisi prende le mosse da quanto scritto in materia da Caputo Nasseti, si dovrà

89 Il termine "cessione" è usato in senso a-tecnico: nella prassi, infatti, ciò che le parti intendono trasferire è il rischio di credito nei confronti di un terzo; a volte trasferendo giuridicamente la titolarità del credito, a volte con differenti strutture giuridiche che non comportano il trasferimento della titolarità del credito.

90 Si noti che essendo iniziata, ad esempio, una procedura concorsuale a carico dell'emittente, detto titolo avrà un valore di mercato o di realizzo inferiore all'intero valore nozionale, eventualmente, pagato dal *protection seller*.

concludere, con questo autore, che il CDS complesso è da considerarsi *species* del CDS *plain vanilla*, in quanto, sempre secondo Caputo Nasseti, la prestazione aggiunta, oggetto dell'analisi, ha carattere strumentale/integrativo rispetto a quelle proprie del CDS *plain vanilla*.

La *deliverable obligation* può essere rappresentato da un titolo obbligazionario, o può consistere in un credito pecuniario derivante da un contratto di mutuo, di *leasing*, di locazione, di vendita od altro. In altri termini, ogni credito pecuniario, sia esso esigibile o non esigibile, scaduto o non scaduto, può essere trasferito al *protection seller*.

La previsione di una *reference obligation* all'interno di un CDS complesso assume lo scopo di consentire l'oggettiva misurazione della *materiality* dell'evento dedotto in contratto, e non già quello suo proprio e principale di fungere da parametro per la determinazione del *quantum* dovuto dal *protection seller* a seguito del verificarsi del *credit event*. Un esempio in tal senso potrebbe risultare chiarificatore: il *protection buyer* che abbia erogato un prestito alla *reference entity*, intende proteggersi dal rischio di credito di quest'ultima mediante CDS "complesso".

Tale CDS "complesso" prevede sia la clausola della *materiality*, sia che tale prestito venga indicato nel contratto quale *deliverable obligation*.

In considerazione del fatto che, tendenzialmente, i prestiti non sono liquidi e sono, perciò, difficilmente valutabili, le parti, per misurare la *materiality* dell'evento, stabiliscono di avvalersi di una *reference obligation* che, invece, per definizione deve essere liquida o di facile e sicura valutazione.

Come appare evidente, in questo caso, la *reference obligation* non coincide con la *deliverable obligation*.

5.1 Tecniche di trasferimento del credito (Busto)

Le forme tecniche di trasferimento del credito dipendono dalla natura della *deliverable obligation*. Nella presente analisi ne elencheremo alcune senza pretese di completezza.

A) Trasferimento fisico (art. 2003 c. c.):

nel caso in cui si tratti di un titolo obbligazionario, al verificarsi del *credit event*, il *protection buyer* sarà obbligato a consegnare alla controparte un quantitativo di titoli pari all'importo nozionale incassato, il cui valore di mercato o di realizzo sarà, come detto, inferiore a quanto pagato dal *protection seller*.

B) Surrogazione (artt. 1201 ss. c.c.):

l'atto di surrogazione ha carattere negoziale, in quanto consiste in un atto di disposizione del creditore in ordine alla sorte del proprio credito⁹¹.

A seguito del pagamento ed in forza di una dichiarazione espressa del creditore di surrogare il terzo nei propri diritti, questi subentra nella posizione giuridica del creditore soddisfatto, realizzandosi una successione a titolo particolare, *ope legis*, nel lato attivo del rapporto obbligatorio.

Tale successione, per ciò che rileva ai nostri fini, comporta il trasferimento della titolarità del diritto di credito; titolarità che si trasferisce non, come nella cessione del credito, in virtù di un atto a struttura negoziale e specificamente contrattuale, bensì in conseguenza del pagamento effettuato al creditore e della sua con testuale dichiarazione di surroga.

La surrogazione è ammissibile anche in un tempo anteriore al pagamento, purché abbia un oggetto determinato o determinabile, e sempre con effetto al momento del pagamento.

C) Cessione di credito:

in base ad essa il creditore può trasferire a titolo oneroso o gratuito (ma l'ipotesi del trasferimento a titolo gratuito, chiaramente, non interessa ai fini della presente analisi) uno o più crediti verso uno o più debitori, anche senza il consenso di questi ultimi. La nozione di trasferimento, in tal caso, implica l'identità del diritto, nel senso che, il diritto spettante al nuovo creditore è giuridicamente coincidente con quello spettante al creditore originario e ciò comporta, tra l'altro, il permanere, a suo favore, dei diritti accessori e, tra essi, in particolare, dei diritti di garanzia.

La cessione si realizza, quindi, attraverso un atto a struttura negoziale, e specificamente contrattuale, tra cedente e cessionario, produttivo di effetti reali, e perciò immediatamente traslativo della titolarità del diritto di credito in forza del

⁹¹ Francesco Caputo Nasseti, Giovanni Carpenzano, Germano Giordano, I derivati di credito aspetti civilistici, contabili e fiscali, Giuffrè 2001, p. 33.

semplice consenso legittimamente manifestato ai sensi dell'art. 1376 c.c.

Il debitore è parte del rapporto obbligatorio ceduto, ma non è parte del contratto di cessione, in quanto per esso è, di regola, indifferente pagare al creditore cedente o al cessionario e l'accettazione o la notificazione non concorrono al perfezionamento del contratto; esse rilevano solo ai fini dell'efficacia della cessione nei suoi confronti e al fine di determinare quale tra più cessioni del medesimo credito a persone diverse debba prevalere. La cessione può aver luogo *pro solvendo* o *pro saluto*, cioè con o senza assunzione, da parte del creditore cedente, della garanzia negoziale della solvenza del debitore ceduto; è prassi consolidata che nel contratto in esame essa avvenga *pro soluto*, una cessione *pro solvendo* in un contratto di questo genere risulterebbe contraddittoria rispetto alla *ratio* del CDS.

D) Sub-partecipazione:

si tratta di uno strumento giuridico che non trova un'espressa regolamentazione nel nostro ordinamento giuridico⁹².

La sub-partecipazione è un contratto in cui sono presenti due parti, rispettivamente il "venditore di rischio" ed il "compratore di rischio", che non intendono trasferire diritti e obblighi relativi ad un determinato prestito, ma soltanto il rischio di credito ad esso inerente. Per raggiungere tale risultato, il "compratore di rischio" (sub-partecipante o depositante) esegue un deposito presso la banca⁹³ "venditrice di rischio" (sub-

⁹² La sub-partecipazione è stata definita dalla Banca d'Inghilterra come segue:

"The term sub-participation is not a term of art as a matter of English Law. Rather it is a market expression applied to the "sale" of a loan by way of back-to-back non-recourse funding arrangement: the buyer deposits a sum of money (equal to the whole or part of the underlying loan) with the seller on terms under which the money are repayable (and interest is payable) if and only if the seller receives payments of principal (and interest) from the underlying borrower, and subject to a maximum of the amount received. The sub-participation, as customarily documented, is a separate legal agreement from the underlying loan, creating a debtor-creditor relationship between buyer and seller. The buyer does not acquire any legal or beneficial interest in the underlying loan, nor any contractual relationship with the ultimate borrower. In consequence, in contrast to novations and assignments, the buyer does not have any direct recourse to the borrower and is not able to exercise any of the seller's rights against the borrower"

(BANK OF ENGLAND, Note on loan transfers and securitisation, Londra, 1989); come riportato in; Francesco Caputo Nasseti, Giovanni Carpenzano, Germano Giordano, I derivati di credito aspetti civilistici, contabili e fiscali, Giuffrè 2001, p. 35.

⁹³ Per semplicità espositiva ed in considerazione della prassi dei mercati finanziari internazionali, si fa riferimento ad un istituto bancario nella veste di "venditore di rischio"; ciò non toglie tuttavia, che un tale

partecipata o depositaria) per un ammontare pari al credito concesso da quest'ultima.

I termini e le condizioni del deposito sono uguali a quelli del prestito, il cui rischio è stato venduto. La banca depositaria, per parte sua, si obbliga a restituire il deposito e a pagare gli interessi pattuiti al sub-partecipante, se ed in quanto riceverà dal mutuatario equivalenti somme di denaro.

Quello di sub-partecipazione è un contratto perfettamente autonomo rispetto al contratto che ha originato il prestito il cui rischio è stato trasferito. Nella sostanza la *sub-participation* può essere qualificata come un contratto di deposito oneroso, condizionato e a termine, dove il sub-partecipante non acquista alcun diritto nei confronti del mutuatario e non può esercitare nessuno dei diritti che la banca "venditrice di rischio" vanta nei confronti di quest'ultimo.

In caso d'insolvenza del mutuatario, quindi, il sub-partecipante, per riavere quanto depositato (con i relativi interessi), potrà contare soltanto sull'attività di recupero del credito che la banca depositaria si impegnerà ad eseguire nel suo interesse, così come da accordi contrattuali. Da quanto appena detto, risulta chiaro che il sub-partecipante sopporta tutti i rischi creditizi relativi al prestito e, per contro, la banca sub-partecipata se ne libera.

Il profilo appena esposto è di tutta evidenza se solo si analizza la posizione dei terzi creditori del depositante, i quali potranno ottenere, ad esempio, diritti di prelazione, di sequestro o di pignoramento su tale deposito, ma non potranno esigere un pagamento anticipato rispetto alla scadenza inizialmente stabilita perché il beneficio del termine è disposto a favore della banca depositaria. Come detto, poi, la prestazione del "venditore di rischio", consistente nella restituzione del deposito e nel pagamento degli interessi pattuiti, è subordinata al verificarsi della condizione di ricevere l'importo dovuto dal mutuatario, ma, qualora questi risultasse inadempiente, la banca "venditrice" non sarà tenuta a restituire alcunché.

Il sub-partecipante sopporta, infine, il rischio d'insolvenza della banca depositaria in quanto, non vantando alcun privilegio sul credito sub-partecipato, in caso di fallimento di quest'ultima verrà pagato in moneta fallimentare, nonostante il puntuale adempimento del mutuatario.

===\$\$\$===

ruolo possa essere ricoperto anche da un diverso soggetto di diritto.

In tutte le ipotesi di trasferimento del rischio di credito appena esposte, le parti possono concordare che il trasferimento stesso sia *undisclosed* al debitore e, cioè, che questo avvenga a sua insaputa. In altri termini, nel caso di surrogazione, non sarà data comunicazione al debitore dell'eseguito pagamento da parte del *protection seller* a favore del creditore-compratore di protezione; allo stesso modo, nel caso di cessione, non sarà effettuata alcuna notifica al debitore ceduto; ed infine, nel caso di *sub-participation*, non sarà data alcuna comunicazione, al debitore, dell'esistenza di essa.⁹⁴

Possono, tuttavia, darsi delle ipotesi in cui il diritto di credito sia sottoposto ad un vincolo assoluto di incedibilità, piuttosto che ad un vincolo relativo, consistente nella necessità, per il creditore cedente, di ottenere il consenso del debitore ceduto, che, a seconda dei casi, potrà rifiutarlo *sic et simpliciter* o dovrà motivarlo.

Nella concreta prassi commerciale il metodo di trasferimento del credito più utilizzato è il trasferimento della proprietà del titolo obbligazionario o la cessione del credito.

Si deve, comunque, sottolineare come pure il metodo della *sub-participation* venga ampiamente utilizzato e ciò, sia perché in tal modo il sub-partecipato si libera completamente del rischio di credito associato ad un dato prestito, sia, e soprattutto, perché, per tale via, si riescono ad ovviare i vincoli alla cessione appena esposti.

È da sottolineare, infine, che, qualora il *protection buyer* nel CDS complesso sia caratterizzato da un basso profilo creditizio, il *protection seller* avrà una maggiore convenienza a che il trasferimento del credito sia effettuato una surrogazione, che, così, finisce per rivestire il ruolo di metodo residuale tra quelli descritti.

6 Contratti multi-name (Busto)

Riprendendo la distinzione tra contratti *single-name* e *multi-name*, operata nel

⁹⁴ Le ragioni di una simile scelta, ad opera dei contraenti, sono facilmente intuibili e risiedono nell'esigenza del *protection buyer* di non portare a conoscenza della *reference entity* il fatto di essersi liberato del rischio di credito nei suoi confronti, poiché in alcune situazioni date, potrebbe conseguire un incremento della propensione soggettiva all'inadempimento, essendo, un tale atteggiamento, incoraggiato dall'esistenza di una qualche forma di protezione contro il rischio di credito stesso.

primo paragrafo, pare ora, opportuno accennare a questa seconda categoria, in cui rientrano alcuni contratti riconducibili alla struttura dei CDS.

Tra i contratti *multi-name* si distingue una prima categoria caratterizzata dal regolamento delle posizioni a seguito del verificarsi di un determinato numero di insolvenze all'interno del paniere di titoli prescelto, si tratta dei cosiddetti *basket default swap* o più in generale *rank credit derivatives*.

Nella prassi il caso più ricorrente si ha con i cosiddetti *first to default swap*, in cui il regolamento delle posizioni si ha al verificarsi del primo *default* di un qualunque titolo incluso nel paniere.

Sovente si fa riferimento a contratti *second to default swap*; più correttamente identificati come *kth to default swap* in base ai quali le parti liquidano le rispettive posizioni al verificarsi di un numero prefissato *k* di insolvenze all'interno del paniere determinato contrattualmente.

Una seconda categoria fa dipendere il pagamento al *protection buyer* della perdita subita dal raggiungimento di una determinata percentuale di insolvenze all'interno del portafoglio di attività sottostanti; questi contratti sono noti come *percentile credit derivatives*, tra cui ai nostri fini è bene ricordare i *portfolio default swap*.

Questo genere di contratti viene utilizzato per ridurre il rischio di credito di un portafoglio di attività normalmente compreso tra le quaranta e le cento, trasferendo solo una percentuale tra il 20% e il 25% dei debitori sottostanti, offrendo quindi uno strumento ideale per la diversificazione degli strumenti di copertura del rischio.

In base alla distribuzione del rischio di credito tra *protection buyer* e *protection seller* si avranno *portfolio CDS first loss* o *second loss*.

Nei primi la copertura della perdita avviene tra lo 0 e la percentuale di perdita da immunizzare contrattualmente stabilita; la parte di perdita che supera questa percentuale resta a carico del *protection buyer*.

Nei *second loss* il *protection buyer* è coperto solo per le perdite rientranti in un intervallo percentuale stabilito contrattualmente.

7. Synthetic collateralized debt obligations (CDOs) (Busto)

Riprendendo quanto indicato in precedenza, si accenna, ora, alle cartolarizzazioni

sintetiche⁹⁵. Benché non sia compito di chi scrive addentrarsi nell'argomento delle cartolarizzazioni, è bene osservare che è questo il terreno su cui i CDS si innestano con il risultato di incrementare il potenziale di protezione e di trasferimento del rischio di credito insito nelle *securizations*.⁹⁶

A seconda della composizione del paniere di attività sottostanti questi strumenti possono essere definiti:

1. *collateralized loan obligation*, quando il collaterale è costituito da prestiti;
2. *collateralized bond obligation*: quando è composto da obbligazioni.

Benché questi prodotti abbiano caratteristiche comuni quali: i flussi di cedole ed il rimborso del capitale a scadenza generati e sostenuti dai pagamenti dovuti all'emittente da parte di un insieme di obbligazioni o prestiti; possono essere conclusi sia tra *originator* e SPV, sia con la mediazione di una banca di uno stato membro OECD⁹⁷; i CDOs sintetici devono essere distinti tra:

1. *fully funded CDOs*;

⁹⁵ Il mercato dei CDOs è stato costituito nell'agosto del 1997 quando la SWISS Bank Corporation ha concluso il primo contratto sintetico dell'era moderna chiamato Glacier Finance LTD. Presto, le banche divennero consapevoli del potenziale offerto applicando i CDS alle transazioni CDOs, e realizzarono di poter evitare il trasferimento fisico dei loro crediti con la finalità di raggiungere uno sgravio sul capitale. In altre parole le banche scoprirono che applicando il CDS alle cartolarizzazioni potevano operare fuori bilancio, con il risultato che, oggi, la maggior parte dei CDO vengono chiusi sinteticamente. Si stima che solo nel 2000, 83 miliardi di dollari di rischio di credito siano stati ceduti tramite CDOs sintetici.

⁹⁶ Nel maggio del 2000 Merrill Lynch, in qualità di *arranger*, e Banca Commerciale italiana, come *originator*, strutturarono un CDOs sintetico per 1 miliardo di dollari in *aircraft financing*. Merrill Lynch acquistò protezione comprando 3 *tranches* di CDS: *senior*, *junior* e *mezzanine*.

Il programma, denominato "Leonardo synthetic", fu reso possibile solo facendo ricorso a CDS, infatti, a causa sia della particolare natura del portafoglio, che della varietà e dell'entità degli *asset* sottostanti, nonché per l'enorme numero di debitori sottostanti - a cui si sarebbe dovuta notificare la transazione e chiedere il consenso - il trasferimento mediante tradizionale cartolarizzazione non sarebbe stato possibile.

⁹⁷ La banca entra nel primo CDS con l'*originator* che, a sua volta, acquista protezione dalla banca; in un secondo momento la banca acquista protezione dalla SPV entrando in un secondo CDS.

2. *partially funded CDOs*;⁹⁸

Per quanto attiene la struttura de *fully funded CDOs*, l'*originator* pone in essere un CDS con una *special purpose vehicle* (SPV); a sua volta la SPV emette titoli, approssimativamente equivalenti al valore dell'asset di riferimento, che sono ripartiti in base alla qualità del credito⁹⁹. L'*originator* assorbe una *first loss equity portion* che normalmente ammonta all'1% - 1,5% del valore dei titoli¹⁰⁰, con il risultato che solo le perdite che superano questa percentuale fanno scattare l'obbligo di pagamento a carico della SPV.

I titoli emessi dalla SPV sono collocati sul mercato e acquistati dagli investitori. Il premio pagato dall'*originator* per la protezione è destinato a coprire le cedole sui titoli CDOs sottoscritti dagli investitori. I ricavi dei titoli sono generalmente utilizzati dalla SPV per comprare *collateral* e sono investiti in azioni con elevato rating.

Alla chiusura della transazione coloro che hanno investito nei titoli ricevono gli interessi sui titoli stessi, equivalenti al rendimento del *collateral* sottoscritto dalla SPV, con l'aggiunta del più premio del CDS pagato dall'*originator*, mentre gli investitori nei titoli CDOs ottengono protezione per l'asset di origine.

La principale differenza tra il primo prodotto e i *partially funded CDOs* riguarda l'ammontare dei titoli emessi dalla SPV per sostenere la protezione del credito che in questo caso rappresentano al massimo il 15% dell'asset di riferimento. Ciò è possibile in quanto la parte non coperta dai titoli in questo tipo di CDOs è sempre composta di un paniere di *asset* con elevato *rating*¹⁰¹.

⁹⁸ Secondo la distinzione proposta da Telesca, (MASSIMO TELESCA, in www.dirittobancario.it, analysis of credit default swap, applications and legal issues, p. 14, novembre 2003).

⁹⁹ Spesso, infatti, al fine di rendere più gradito il prodotto agli investitori e di conseguenza la realizzazione di una più ampia varietà di profili di rischio, l'emissione viene suddivisa in più *tranches* distinte tra loro da una diversa priorità (*seniority*) nel rimborso di interessi e capitali. Le eventuali perdite del portafoglio vengono sopportate dalle varie *tranches*, in base alla loro priorità fino ad un massimo pari all'importo nominale delle singole classi di titoli.

¹⁰⁰ Con il risultato che, come osservato in precedenza, solo le perdite che superano questa percentuale fanno scattare l'obbligo di pagamento a carico della SPV.

¹⁰¹ Talvo Ita, questi CDOs possono rifornire la parte di portafoglio priva della copertura mediante l'emissione di titoli dei titoli da parte della SPV di una protezione attraverso un *super senior* CDS, mentre

8. *La rilevazione contabile di bilancio nelle società; Le norme del c.c. dopo la riforma societaria. (Gallana)*

Concluderemo la nostra indagine sui profili legali dei derivati di credito ed in particolare del credit default swap, andando ad indagare l'aspetto che forse più di ogni altro ha spinto società e Pubbliche Amministrazioni ad utilizzare questa tipologia di contratti finanziari: l'aspetto contabile.

L'esposizione contabile, e le relative modalità su come procedere, determinano in tema di contratti derivati effetti non modesti sui dati di bilancio. Tralasciando per ora il problema aperto dalla futura adozione degli *IAS*¹⁰², vediamo di chiarire quale sia la normativa di riferimento applicabile nel nostro paese.

Prima delle recenti modifiche apportate dal nostro legislatore al codice civile in tema di società, per le imprese non finanziarie la disciplina di riferimento in tema di bilancio è data dal D.Lgs. 127/91 integrata dalle disposizioni emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri (principi contabili poi riconosciuti dalla Consob).

Tuttavia, non esistendo riferimenti diretti in tema di esposizione e valutazione di bilancio per gli strumenti derivati, è possibile fare riferimento a quanto esposto in tema di imprese finanziarie (D.Lgs. 87/92) (ed in aggiunta, i principi contabili internazionali riguardanti il trattamento contabile dei contratti derivati, per cui si dirà oltre).

Intervento rilevante del nostro legislatore è dato dall'emanazione del D.Lgs. 6/03 riguardante la disciplina di bilancio delle società di capitali (valutazione degli strumenti finanziari).

l'altra parte viene protetta mediante uno *junior* CDS.

¹⁰² *IAS International Accounting Standards* - sostanzialmente rappresentanti le nuove regole contabili da adottare in futuro per le società, di cui si dirà oltre.

Le implicazioni nascenti da quanto elaborato dal Comitato di Basilea - Comitato nato per la supervisione bancaria in tema di modalità di concessione degli affidamenti alle società - rappresentano a livello internazionale (Banchieri Centrali e Autorità di Vigilanza creditizia) un tentativo di armonizzare i requisiti patrimoniali minimi per la concessione del capitale bancario alle società. Tale tema sarà ripreso nel corso della trattazione.

Il codice civile pur non dettando una disciplina puntuale per i contratti derivati presenta molti articoli richiamabili, applicabili, e di controllo in merito all'esposizione in bilancio dei contratti derivati. L'art. 2424-bis c.c. dispone al comma n.5:

“Le attività oggetto di contratti di compravendita con obbligo di retrocessione a termine devono essere iscritte nello Stato Patrimoniale del venditore”.

L'art. 2425-bis c.c. dispone ai commi n. 2/3:

“I ricavi e i proventi, i costi e gli oneri relativi a operazioni in valuta devono essere determinati al cambio corrente alla data nella quale la relativa operazione è compiuta. I proventi e gli oneri relativi a operazioni di compravendita con obbligo di retrocessione a termine, ivi compresa la differenza tra prezzo a termine e prezzo a pronti, devono essere iscritti per le quote di competenza dell'esercizio”.

L'art. 2426- 8bis dispone:

“Le attività e le passività in valuta, a eccezione delle immobilizzazioni, devono essere iscritte al tasso di cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio, ed i relativi utili e perdite su cambi devono essere imputati al conto economico, e l'eventuale utile netto deve essere accantonato in apposita riserva non distribuibile sino al realizzo. Le immobilizzazioni in valuta devono essere iscritte al tasso di cambio al momento del loro acquisto, o a quello inferiore alla data di chiusura dell'esercizio se la riduzione debba giudicarsi durevole”.

Tali richiami a differenti disposti del codice civile hanno esclusivamente ad oggetto la valutazione di prodotti finanziari. Si parla di contratti con obbligo di retrocessione a termine (ossia i pronti contro termine),¹⁰³ od i contratti *forward* in valuta

¹⁰³ Per contratto di pronti contro termine deve intendersi un contratto finanziario nel quale la controparte "cede" attualmente una propria disponibilità finanziaria ad un intermediario finanziario, contro la restituzione della stessa accompagnata dal pagamento di un premio (premio a termine - prezzo

(contratti di copertura a termine)¹⁰⁴, e permettono di affermare che i contratti con obbligo di retrocessione a termine (articolo 2424-bis, comma n.5) sono soggetti alla relativa iscrizione nello Stato Patrimoniale del venditore.

I ricavi ed i proventi riguardanti le operazioni *forward* in valuta, in base al principio della competenza, devono essere rilevati nel conto economico con riferimento al cambio alla data nella quale l'operazione è compiuta. I proventi/oneri connessi a contratti con obbligo di retrocessione a termine (compresa la differenza tra prezzo a pronti e prezzo a termine) devono essere iscritti in bilancio - conto economico - per la quota di competenza dell'esercizio (riferimento all'articolo 2425-bis comma n. 2 e 3).

In merito all'operatività in cambi (operazioni *forward* - a termine), l'articolo 2426 8 bis dispone che le attività e le passività in valuta devono essere iscritte al tasso di cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio contabile; utili e/o perdite su operatività in cambi sono imputati direttamente al conto economico con l'aggiunta dell' indisponibilità dell'utile distribuibile (accantonamento a riserva).¹⁰⁵

Il richiamo operato finora agli articoli del codice civile è veramente poca cosa considerando le diverse tipologie di contratti derivati stipulabili nel mercato, pensando

dell'operazione).

¹⁰⁴ L'articolo 1515 e l'articolo 1516 del c.c dispongono: "Se il compratore non adempie la obbligazione di pagare il prezzo, il venditore può far vendere senza ritardo la cosa per conto e spese di lui. [...]. Il venditore ha diritto alla differenza tra il prezzo convenuto e il ricavo netto della vendita oltre al risarcimento del maggior danno."

"Se la vendita ha per oggetto cose fungibili che hanno un prezzo corrente a norma del terzo comma dell'articolo precedente, e il venditore non adempie la sua obbligazione, il compratore può far acquistare senza ritardo le cose, a spese del venditore, a mezzo di una delle persone indicate nel secondo e terzo comma dell'articolo precedente. [...] Il compratore ha diritto alla differenza tra l'ammontare della spesa occorsa per l'acquisto e il prezzo convenuto, oltre al risarcimento del maggior danno".

¹⁰⁵ Per tasso/cambio di riferimento a pronti deve intendersi, nel linguaggio commerciale delle valute, il cambio di una divisa contro un'altra divisa con riferimento lo *spot* (nel mercato delle valute le divise comprate / acquistate vengono regolate con uno stacco di 2 giorni lavorativi di valuta (normalità dei casi). Tale regolamento a pronti - con stacco però di regolamento di 2 giorni lavorativi viene definito *spot*). Diverso è il concetto di *forward* - regolamento a termine (dove le divise acquistate / vendute vengono regolate dalle controparti 2 giorni antecedenti la data prefissata (lo stacco dei 2 giorni di valuta anche per i contratti *forward* è una costante del mercato valutario e come detto sopra ne rappresenta quasi la normalità dei casi).

anche all'evoluzione degli stessi. Altra modifica importante operata dalla riforma societaria del codice civile riguarda i disposti degli articoli 2423-bis e 2426 c.c.

L'articolo 2423-bis 1 dispone che - nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi: 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato.

Tale disposto vuole evidenziare tra i principi di redazione del bilancio, il fatto di tenere conto della funzione economica dei diversi elementi dell'attivo e del passivo (principio della sostanza oltre la forma):

La revisione della struttura dell'articolo 2426 c.c. riguardante i criteri di valutazione, dove risultano scomparsi i richiami di natura fiscale dalla stesura del bilancio di esercizio. Si è operata una netta scissione tra regole del diritto contabile e regole del diritto tributario (per l'aspetto riguardante redazione del bilancio e finalità fiscale, si veda oltre).

In merito al concetto di prevalenza della sostanza sulla forma (articolo 2423-bis c.c. n.1) opera una vera rivoluzione in quanto vieta espedienti di bilancio improntati alla prudenza contabile. Affinché l'esposizione dei contratti derivati in bilancio sia utile e fornisca in modo veritiero gli eventi di gestione è necessario comprendere, e, determinare gli aspetti sostanziali di ogni "evento aziendale", e non solo gli aspetti formali (si veda oltre in tema di trattazione degli IAS).

Quanto sopra esposto è di notevole rilevanza in considerazione della determinazione del corretto comportamento dei revisori contabili (proprio in merito all'operatività della società revisionata in tema di prodotti derivati - si veda nota n.13), i quali negli ultimi tempi hanno chiesto a numerose società non finanziarie di esporre direttamente in bilancio le perdite di valutazione nascenti da contratti derivati (con gli ovvi risultati in tema di utile d'esercizio, e posizioni manageriali non uniformi nel mercato).

Il tema della tutela degli azionisti, la propensione alla realizzazione dell'utile di bilancio è tra i più recenti temi di discussione in ambito societario. E' necessario determinare sino a che limite sia corretto "spingere" l'utilizzo di prodotti derivati (realizzazione di utili potenziali, coperture dei rischi, ma anche perdite illimitate), soddisfare l'interesse degli azionisti, e contemporaneamente operare una veritiera e chiara rappresentazione degli eventi societari in bilancio.

La Corte di Cassazione ha accettato il fatto che il principio di chiarezza che presiede alla funzione informativa ha una dignità pari al principio di precisione (rappresentazione

veritiera e corretta). Le violazioni del principio di chiarezza hanno la stessa tipologia di sanzione della violazione del principio di rappresentazione veritiera e corretta.¹⁰⁶

Tentando una semplificazione, le basi di riferimento per la determinazione contabile delle diverse tipologie di contratti derivati possono così riassumersi:

- 1) D.Lgs. 127/91;
- 2) Principi contabili approvati dalla Consob;
- 3) D.Lgs. 87/92 per le società finanziarie;
- 4) articoli del c.c. riguardanti la normazione societaria (i quali recepiscono i contenuti di quanto sopra riportato);
- 5) IAS, principi contabili internazionale, normativa comunitaria (di cui si dirà oltre).

Tutto ciò premesso, è bene chiarire che secondo i principi contabili applicabili in Italia vi è una quasi “chiara” distinzione (in merito ai contratti derivati) tra strumenti di copertura e strumenti non di copertura.

Un contratto derivato di copertura si ha quando la stipulazione dello stesso ha quale causa la protezione di singole passività od attività relative all'esercizio di impresa, dal rischio connesso ad avverse situazioni di mercato: tassi di interesse, tassi di cambio, variazioni di prezzo di mercato ecc.

E' deducibile come tali strumenti abbiano una connessione univoca con gli elementi attivi/passivi di bilancio oggetto di copertura. Rimandando a temi precedentemente trattati nel corso di quest'opera in merito ai dettagli tecnici, ad esempio con un contratto IRS (*Interest Rate Swap*), l'impresa, poniamo Alfa, indebitata per un certo ammontare ad un tasso variabile, scambia il tasso variabile con un tasso fisso, predeterminando così il “costo” della propria raccolta necessaria all'estinzione del debito contratto. Ipotizzando una passività finanziaria pari a 100 mila Euro, il cui costo di provvista è determinato sulla base di un tasso variabile (ad esempio Euribor + 0,50 bp)¹⁰⁷, tramite

¹⁰⁶ “Di fronte all'adozione dei principi contabili internazionali, si sta andando, anche se bisognerà capire è in realtà anche decidere, perché ci sono ancora scelte da fare a livello di legislatore delegato [...] però si sta andando verso un sistema in cui la funzione informativa sul bilancio non è semplicemente equiparata alla funzione valutativa, ma è messo in primo piano e porta a posporre la funzione valutativa [...] a posporre il principio di prudenza posta a tutela dei creditori sociali”. Così da atti del Convegno *Ius Novum* del 9/3/2004 dal titolo - I principi contabili internazionali: aspetti civilistici e riflessi sul sistema fiscale - intervento a cura del Prof. Roberto Sacchi (Ordinario di diritto commerciale - Università degli Studi

¹⁰⁷ L'Euribor (tasso Euro) rappresenta il tasso di riferimento per le operazioni finanziarie nel mercato dei

la stipulazione di un contratto IRS, vi è la possibilità di determinare l'onere finanziario da sostenere tramite lo scambio periodico di flussi finanziari determinati in base al differenziale pagato in base ad un determinato fisso pattuito con la controparte del contratto derivato.

Effetti contabili: per ciascun esercizio di bilancio in cui la passività finanziaria sussiste (non giunta a scadenza), l'impresa Alfa rileverà a conto economico (conto dei Profitti e delle Perdite), il flusso finanziario degli interessi maturati a tasso variabile, onere che verrà rettificato in seguito alla stipula di un contratto IRS con i differenziali maturati (tasso fisso), andando così a determinare l'onere effettivo sostenuto (in conto economico).

Un altro esempio simile in merito ad un contratto di copertura sul rischio di cambio/divisa a scadenza.

La società Alfa stipula un contratto di fornitura per l'acquisto di merci per un ammontare di \$ 100000,00, con pagamento a 120 giorni data spedizione. Se l'obiettivo della società è quello di neutralizzare il rischio di cambio esistente (cambio *spot* della divisa del giorno di stipula del contratto / cambio *spot* del giorno di regolamento a scadenza della transazione commerciale), è possibile stipulare un contratto di *currency swap*. Pattuito un determinato cambio a scadenza, se durante la vita del contratto derivato il dollaro si indebolisce rispetto al cambio prefissato, l'azienda dovrà registrare un flusso negativo sul derivato a suo carico; se il cambio si rafforza, l'azienda dovrà registrare un flusso positivo a suo carico. Il differenziale dei flussi positivi e negativi originati dalle differenze cambi determinerà l'onere / utile derivante dalla stipula di un contratto di *currency swap*.

Le “vicende” sopra descritte devono avere, in tema di bilancio, una idonea rappresentazione nelle voci di conto economico (gestione finanziaria), ed una opportuna “illustrazione nella nota integrativa”. Il contratto derivato non trova invece una rappresentazione idonea nello stato patrimoniale (sebbene la situazione sia destinata a cambiare con l'adozione dei principi contabili IAS – si veda oltre).

Il decreto legislativo 394/03, il quale recepisce con decorrenza 2005 la Direttiva

tassi a livello internazionale. La determinazione dello stesso è giornaliera, e normalmente viene maggiorato di una base (bp / 100) in entità differenti per le operazioni di provvista / erogazione monetaria.

2001/65/CE¹⁰⁸apporta in ogni caso dei correttivi in merito all'inserimento in bilancio di elementi relativi agli strumenti derivati che sono indirizzati a visualizzare in maniera più reale la situazione patrimoniale delle società. Il recepimento operato dal decreto è, tuttavia, parziale in quanto è rivolto solo all'informativa per i bilanci d'esercizio e consolidati delle imprese industriali e commerciali, assieme a banche ed a società assicurative. Nello specifico il D.Lgs. introduce l'articolo 2427 bis nel c.c. (informazioni relative al valore equo – *fair value* degli strumenti finanziari), integrando l'articolo 2428 c.c.(relazione sulla gestione).¹⁰⁹

Nella nota integrativa si forniranno informazioni per ciascuna tipologia di strumenti finanziari derivati (*fair value* – si veda oltre)e l'entità e la natura degli stessi.

Il decreto legislativo stabilisce che il *fair value* è determinato in relazione ai valori di mercato per tutti quegli strumenti finanziari per cui è possibile individuare un valore di riferimento nel mercato finanziario. Se ciò non è possibile il valore viene determinato facendo riferimento ai “componenti” dello strumento (elementi che compongono il prodotto derivato – tassi / valute / indici ecc.), o tramite valutazioni che permettano una idonea approssimazione ai valori di mercato.

Per quanto concerne la relazione sulla gestione, si devono fornire tutte quelle informazioni relative all'utilizzo dello strumento finanziario derivato (finalità), ed una informativa adeguata relativa alla gestione del rischio finanziario (politica di copertura,

¹⁰⁸D.Lgs. 394/2003 del 30 Dicembre 2003 “Attuazione della direttiva 2001/65 che modifica le direttive CEE 78/660, 83/349 e 86/635, per quanto riguarda le regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie”. Pubblicato in G.U. n. 44 del 23 febbraio 2004.

¹⁰⁹L'articolo 2427-bis c.c.(Informazioni relative al valore equo “*fair value*” degli strumenti finanziari) così dispone: “Nella nota integrativa sono indicati: 1) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati: a) il loro *fair value*; b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura; [...]. Ai fini dell'applicazione delle disposizioni del comma 1, sono considerati strumenti finanziari derivati anche quelli collegati a merci che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari, ad eccezione del caso in cui si verificano contemporaneamente le seguenti condizioni: [...]. In merito al concetto di *fair value*, l'articolo 2427-bis c.c. verrà ripreso in esame successivamente.

L'articolo 2428 c.c.(Relazione sulla gestione allegata al bilancio di esercizio) aggiunge alla fine del comma 2 quanto segue: “6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio: a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari”.

esposizione al rischio di credito).

Da quanto sopra, si evince che con decorrenza 2005 le imprese, tramite quanto espresso in nota integrativa forniranno informazioni relative agli strumenti derivati in portafoglio. Anche le imprese che non saranno tenute ad adottare gli IAS evidenzieranno idonee informazioni negli schemi di bilancio (per la problematica di adozione degli IAS – per i quali il nostro Governo si sta mostrando abbastanza incerto sul da farsi – si veda quanto si dirà oltre). Si vuole qui premettere come l'utilizzo dei nuovi criteri contabili prevedano la rilevazione immediata di eventuali perdite finanziarie connesse a contratti derivati, rispetto alla situazione attuale in cui la comunicazione di ingenti perdite avviene in momenti in cui il danno (perdita) si è oramai reso concreto (scadenza del contratto).

9. Spunti critici ed attualità (Gallana)

L'operatività in strumenti derivati sta raggiungendo volumi considerevoli trascinando con sé innumerevoli problematiche.

I contratti derivati, come visto nelle parte precedenti di questo lavoro, possono essere utilizzati per coprire il rischio di volatilità dei tassi di interesse, prezzi delle materie prime, rischio di cambio sulle valute ecc. Tuttavia, come sopra evidenziato, almeno sino a quando non entreranno in vigore i nuovi principi contabili, le aziende sono tenute a contabilizzare i contratti derivati stipulati nei solo conti d'ordine.¹¹⁰

Questa prassi comporta che il bilancio d'esercizio non è influenzato, dai contratti derivati stipulati, sino a quando gli stessi non giungano a scadenza. E da qui possono cominciare a sorgere i problemi, le diatribe tra il mondo politico e finanziario, anche alla luce dei recenti scandali finanziari nazionali o meno.

Procediamo con ordine.

L'operatività in strumenti finanziari derivati implica, di norma, una conoscenza, o per lo meno, una consapevolezza sui potenziali rischi del contratto (più o meno complesso

¹¹⁰Per conti d'ordine ci si riferisce all'esposizione dei valori in poste contabili che non influiscono sul patrimonio societario. Si veda ad esempio quanto sopra citato in merito al contenuto della nota integrativa e gli articoli relativi del nostro codice civile.

nei suoi elementi costitutivi).¹¹¹

Quello che sta emergendo, è come a fronte della stipula di un contratto derivato a scadenza si passi alla sostituzione con un altro contratto derivato al fine di minimizzare i “danni potenziali” sul bilancio in fase di regolamento.¹¹² Considerando come il mercato dei prodotti derivati si prospetta in costante crescita, diviene indispensabile, diciamo, per un corretto utilizzo, il possedere una idonea preparazione tecnica onde evitare un futuro indebitamento non adeguatamente considerato in fase di conclusione del contratto.¹¹³

Dall'esposizione precedente, diviene importante, onde evitare futuri scandali finanziari di rilevante portata, come i tempi recenti hanno portato alla ribalta, trovare strumenti e strutture che siano in grado di fornire adeguati controlli tra quanto si espone in bilancio, ed impegni derivanti dalla avvenuta sottoscrizione di contratti derivati. In attesa che entrino in vigore i criteri *IAS*, sta emergendo l'esistenza di una differente impostazione tra autorità di controllo internazionali (in primo luogo la *SEC – Security Exchange Commission*), ed autorità nazionali (Consob e Banca d'Italia), specialmente per le

¹¹¹Da un articolo apparso sul Sole 24 Ore del giorno 20 Agosto 2004, a pag. 27, Derivati, conoscerli bene per utilizzarli al meglio, si può leggere in proposito: “La trasparenza delle condizioni di ogni contratto – e massimamente dei contratti “complessi” come i derivati – deve diventare una leva per ampliare il mercato di riferimento, in modo da stimolare il ricorso delle imprese ad un “indebitamento ragionato”. [...] “... allo stesso modo è un fattore di indebolimento del processo produttivo il “derivato” che non corrisponda trasparentemente alle strategie dell'imprenditore.” [...] “Quello dei derivati è sostanzialmente un servizio reso all'imprenditore, e va condotto in quanto tale. Soprattutto nel caso dei derivati di copertura, il servizio si traduce in una consulenza il cui esito deve essere un prodotto improntato al conseguimento dell'equilibrio finanziario del cliente” [...]. Il dibattito è attualmente aperto, come si dirà oltre, in merito alle vivaci discussioni nascenti dalle conseguenze nate dalla sottoscrizione di alcune tipologie di contratti derivati, sui risultati “catastrofici” in fase di regolamento a scadenza del contratto, e delle eventuali ricadute di bilancio.

¹¹²Quanto sta trasparendo dalla realtà commerciale è come a fronte di avvenuta, e ci auspicherebbe, ragionata conclusione di un contratto derivato, a scadenza l'imprenditore “scopre” che l'obiettivo prefisso (copertura del rischio, od eventuale speculazione) non si è realizzato, anzi dal regolamento rischia di emergere un indebitamento / perdita considerevole, ora, da esporre in bilancio. Frequente è divenuta la prassi di “coprire” il pessimo risultato ottenuto con il primo derivato, con un secondo derivato, al fine di evitare così l'esposizione della perdita in bilancio d'esercizio.

¹¹³Aperto è il dibattito, come si vedrà nella successiva esposizione, sulla firma richiesta da parte dell'imprenditore del contratto derivato, di una clausola ex articolo 31 della Delibera Consob n. 11522/1998 in merito alla esperienza e competenza in materia di operazioni in strumenti derivati.

società europee che sono quotate anche sul mercato americano. Finora, alle numerose società europee di maggiori dimensioni, quotate sul mercato americano, i Governi hanno ammesso che le differenti società esponessero in bilancio i “valori” dei contratti derivati al valore medio degli ultimi anni. Tale criterio è totalmente diverso da quanto stabilito dal *Board IAS* (in particolare per gli strumenti derivati, dove si parla di esposizione in bilancio al valore attuale); ciò implica delle differenze di non poco conto stante la volatilità degli elementi sottostanti del contratto (tassi, indici di riferimento, ecc.) in rapporto al valore nozionale dello stesso.

L'obiettivo delle norme redatte dal *Board IAS*¹¹⁴, come si vedrà, è quello di rendere maggiormente omogenei i bilanci delle società quotate sulla base del principio che gli strumenti finanziari a bilancio devono essere sempre imputati al loro valore di mercato (ossia il momento in cui il bilancio annuale si chiude).

Da una visione globale, si ha quasi l'idea che vi sia la “necessità di costituire un guardiano globale” in materia. E' vero che i tentativi in atto da parte della *SEC*, ed alcuni recenti casi che hanno coinvolto imprese nazionali o meno, hanno evidenziato come la materia possa assumere rilevanza internazionale.¹¹⁵

¹¹⁴Norme redatte dal *Board* sui nuovi criteri di contabilità internazionale con sede a Londra (*IASB*).

¹¹⁵Tra le molte “battaglie” promosse dalla *SEC* relative agli scandali finanziari legati al mondo dei contratti derivati, si può prendere in esame un caso recente. Sono state promosse negli ultimi mesi indagini relative a manovre sospette legate a strumenti derivati nelle mani di manager / amministratori di grosse società. L'operazione di *Street Sweep* (strada pulita) sta rivelando i facili profitti realizzati da “persone interne alle società” tramite contratti derivati collegati all'andamento del titolo societario quotato in Borsa. La procedura prevedeva il passaggio diretto di contanti da *brokers* specializzati ai detentori di tali azioni, contro l'impegno futuro a consegnare i titoli stessi. Tale prassi, che si concretizzava nel pagamento immediato della metà del valore attuale, ha permesso, dalle indagini in corso, di detenere le azioni con relativo diritto di voto per anni, rinviando il momento dell'imposizione fiscale, naturalmente violando i le norme sulla trasparenza. Per un approfondimento si faccia riferimento ad un articolo apparso sul *Sole 24 Ore*, del giorno 20 Marzo 2004, a pag.27 “La *Sec* indaga i manager per le vendite di derivati”. La tendenza della *SEC* ad introdurre un sistema di controllo globale, si è intensificato, naturalmente dopo gli eventi dell' 11 Settembre 2001. In un'epoca di globalizzazione la necessità di creare un rete di controllo generalizzato sul mondo societario si è acuito, tenendo in considerazione i grandi scandali finanziari degli ultimi tempi. La *SEC* ha a sua disposizione, possiamo dire, strumenti legali più facili da gestire rispetto a quelli europei nell'affrontare tali problematiche (in particolari scandali di bilancio legati ai prodotti derivati). In particolare l'azione civile di risarcimento ed il *settlement* (strumento giuridico tramite il quale si raggiunge un accordo per la definizione della causa, e che si realizza tramite un esborso monetario, ed anche tramite la decisione di imporre regole e vincoli sugli assetti della società in giudizio), permettono una definizione accelerata del tema del contendere. Una recente decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti (Luglio 2004) ha limitato i poteri in tema di *antitrust* della legislazione nazionale (accusata anche essa di

In proposito di Banca d'Italia, e strumenti derivati, numerosi sono stati gli interventi di “richiamo” ad un utilizzo ponderato da parte degli imprenditori, ma anche da parte della finanza pubblica. L'istituto di vigilanza ha recentemente deciso di emanare una circolare esplicativa, destinata agli intermediari finanziari, su come riportare correttamente in bilancio le operazioni di cartolarizzazione, e gli eventuali titoli detenuti in portafoglio ai fini del principio della disciplina prudenziale che ispira la nostra legislazione di bilancio.^{116 117}

Il presidente della Consob – Lamberto Cardia – ha tra l'altro ammonito il mondo finanziario (Luglio 2004) per la consistente massa di *bond* in circolazione derivanti da cartolarizzazione (oltre 90 miliardi di Euro a fine Luglio 2004).

Il monito lanciato dal presidente di Banca d'Italia, sempre nel Luglio 2004, ed in relazione alla Circolare sopra richiamata, vuole, oltre a richiamare *standard* di chiarezza e correttezza in generale nei servizi di investimento, fornire un *vademecum* su come trascrivere le cartolarizzazioni in bilancio, avvertendo come le operazioni di cessione dei crediti debbano essere monitorate non solo all'atto dell'emissione, ma ricordando il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, bisogna considerare anche il valore latente di eventuali perdite incorporate nei titoli *ABS*. Il nodo della questione, anche alla luce dei recenti scandali finanziari nazionali e non, è il seguente:

eccessiva estensione extraterritoriale). Si è stabilito che i privati (non cittadini americani) non possono fare causa contro società americane per violazioni della normativa *antitrust* per fatti verificatisi all'estero (competente sarà la Corte del paese in cui la violazione si è realizzata).

¹¹⁶La circolare in esame è la numero 612335 del 24/6/2004 di Banca d'Italia. Il monito lanciato dal Presidente della Banca d'Italia vuole richiamare l'attenzione su *standard* di chiarezza e correttezza in generale nei servizi di investimento, creando un prospetto su come trascrivere in bilancio le operazioni di cartolarizzazione ex legge 130/99, avvertendo come le operazioni di cessione dei crediti debbano essere monitorate, non solo all'atto dell'emissione dei titoli *Abs*, ma ricordando il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, è necessario considerare anche il valore “successivo” di tali titoli. Il punto della questione è legato, alla luce dei recenti scandali finanziari nazionali, alla necessità (successiva all'operazione di cartolarizzazione) di monitorare il flusso di cassa necessario a rimborsare i titoli emessi. Nella sostanza si vuole evidenziare come non sia sufficiente solo curare l'emissione dei titoli, ma diviene opportuno valutare gli eventi che siano in grado di incidere sul *downgrade* del titolo stesso: *default*, rimborso anticipato ecc.

¹¹⁷In tema di finanza pubblica si segnala come la Commissione Finanze della Camera ha avviato una indagine al fine di valutare l'opportunità, e l'eventuale utilizzo non ponderato da parte degli enti pubblici ed in tema di finanza pubblica (Settembre 2004).

non è sufficiente una volta compiuta un'operazione di cessione dei crediti “lasciare” i titoli emessi privi di una oculata gestione. Si rende necessario che l'*originator* segua con attenzione i flussi di cassa per il pagamento degli interessi ed il rimborso degli stessi.¹¹⁸

¹¹⁸La Commissione Finanze alla Camera, sopra citata, la quale è nata con il fine di approfondire determinati aspetti che l'utilizzo dei prodotti derivati comportano sia nel settore privato, ma anche in quello pubblico, ha segnalato al Presidente della Camere l'opportunità che il Parlamento intraprenda una indagine conoscitiva sul fenomeno accompagnata da opportuni approfondimenti. Questo avviene dopo che il Ministero dell'Economia ha regolato, come sopra richiamato, l'utilizzo degli strumenti derivati nel settore pubblico. La richiesta di indagine dovrebbe porre in luce il problema della informativa resa agli acquirenti (professionalità o meno del sottoscrittore), obblighi di trasparenza, adeguatezza professionale del proponente la stipula del contratto derivato ecc., tutto al fine di “limitare” i rischi insiti, che stanno apparendo negli ultimi mesi, nell'operatività non consapevole in strumenti derivati sia dal punto di vista del proponente e del sottoscrittore dei relativi contratti. Per un approfondimento si può fare riferimento a quanto pubblicato dal Il Sole 24 Ore, in data 17 Settembre 2004, pag. 33: “Derivati, la Camera indagherà”. In questi temi si va approfondendo, come detto, il tema della professionalità e competenza tecnica del proponente la stipula di qualsiasi tipo di contratto derivato. E' fuori di dubbio che l'attuale congiuntura economica in tema di tassi, e di rischio cambio (specie in relazione al dollaro USA) ha comportato, così evidenziano numerose indagini, un *boom* nella sottoscrizione di contratti di copertura del rischio. Orbene, proprio a causa di una inadeguata informativa tecnica, una difficile congiuntura dell'economia, sta esplodendo ora il dramma delle perdite nascenti dalla chiusura di tali contratti. Perdite che, come si dirà oltre, a decorrere dal Gennaio 2005, a seguito al recepimento dello IAS 39, verranno evidenziate in bilancio tramite la rilevazione al valore di mercato dei derivati (D.Lgs. 394/03). Attualmente nel mondo finanziario sta emergendo la “necessità” di chiudere un contratto derivato in scadenza, con la stipula di un nuovo contratto (tipologie e valore nozionali differenti) al fine di pareggiare le perdite latenti del precedente. Molte sono le interviste ad apparse nei quotidiani in merito ad aziende in difficoltà finanziarie, proprio a causa di una errata, o non ponderata valutazione dello strumento derivato sottoscritto. Tra tutti si può fare riferimento a quanto apparso in Corriere Economia del 11 Ottobre 2004, pag. 5 “Derivati, le banche di nuovo sotto accusa”.

Ragionando in merito al mondo bancario, è necessario premettere che, attualmente, all'atto della sottoscrizione di un contratto derivato le banche concedono un affidamento o sono richieste garanzie, le quali non vengono segnalate in Centrale dei Rischi (la Centrale dei Rischi rappresenta lo strumento di monitoraggio dell'esposizione debitoria, affidamenti, ma in generale dell'intero rapporto clientela/sistema creditizio) in quanto non vi è l'obbligo di segnalare. Tale situazione è destinata a cambiare con l'inizio del 2005, quando confluiranno nella categoria dei derivati finanziari sia *swap*, *options*, *forward rate agreement* ecc. negoziati *over the counter*. Tutto questo sta ad evidenziare come vi sia una certa attenzione per il legame tra contratti derivati e situazione di bilancio societaria: nella sostanza si vuole monitorare quanto “effettivamente” è esposta una società nei confronti del settore bancario. Si segnala come già in questi tempi, molti istituti di credito stanno rilevando le perdite sopportate da alcune società in fase di chiusura dei contratti derivati direttamente sul conto corrente ordinario (lo sconfinamento di conto corrente è una segnalazione automatica per la Centrale dei Rischi). Per un esame più approfondito si può fare riferimento

Molto è destinato a cambiare, specie in tema di bilancio/strumenti derivati, dalla entrata in vigore degli accordi di Basilea 2. In relazione all'entrata in vigore di tale accordo, previsto per il 2006, imprese, banche ed istituzioni finanziarie saranno tenute ad adeguarsi alle nuove norme in tema di accesso ai finanziamenti. Proprio in merito ai finanziamenti, gli istituti di credito dovranno classificare i propri clienti in base alla intrinseca rischiosità (utilizzo degli strumenti di *rating*). Su tale processo avrà sicuramente influenza l'esposizione dell'impresa in strumenti di finanza derivata.

Da questi brevi presupposti, si può intuire come dovrà cambiare la “mentalità” imprenditoriale per l'accesso al credito: l'operatività in strumenti derivati per l'azienda imporrà, senza alcun dubbio delle conseguenze per la facilità o meno nella richiesta di credito.^{119 120}

a Il Sole 24 Ore del 24 Agosto 2004 pag. 27 “Gli strumenti derivati pronti ad entrare in Centrale dei Rischi”. Sempre in merito alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari, ci cui notevolmente si discute negli ultimi tempi, è interessante prendere brevemente in considerazione una ordinanza del Tribunale di Milano del 21 Febbraio 1995, emessa in relazione all'articolo 31 del Regolamento Consob in tema di “attribuzione della natura di operatore qualificato in tema di investimenti in prodotto finanziari”. Orbene, tale clausola attualmente in discussione pare essere il “pomo” della discordia tra le tante cause emergenti in tema di danno in relazione ad operatività in prodotti derivati. La firma, nei contratti predisposti, di attribuzione della natura di operatore qualificato presentato in “maniera” possiamo dire “standardizzata” offre a molte Corti giudicanti la possibilità di invocare la inefficacia della stessa. Proprio la citata ordinanza del 1995 afferma: “La dichiarazione di operatore qualificato[...] che si riveli puramente una clausola di stile, in quanto sottoscritta da un soggetto che non può rientrare nel novero di tale categoria non ha alcuna efficacia giuridica [...]”. L'articolo 31 del Regolamento Consob è inoltre in discussione in relazione all'articolo 21 del Testo Unico della Finanza, il quale obbliga alla trasparenza tutti gli intermediari finanziari. Un'ulteriore Ordinanza del Tribunale di Milano datata 2 Aprile 2004, a firma del giudice Carla Romana Raineri afferma che di fronte all'articolo 31 del Regolamento Consob, e all'articolo 21 del TUF, debba essere quest'ultimo a prevalere in caso di controversia tra le parti contraenti.

¹¹⁹Gli accordi di Basilea 2, entrata in vigore prevista per il 2006, rappresentano una “sfida” per le l'adeguamento operativo sia degli istituti di credito, sia delle imprese. Come sopra riportato, l'accesso al credito diverrà commisurato a nuovi strumenti di valutazione (*rating*), i quali “dovrebbero” apportare maggiori livelli di controllo tra bilancio d'impresa e gestione del credito. Non volendo entrare approfonditamente in materia, è da rilevare, tuttavia, come l'attendibilità dei dati di bilancio rappresenti uno degli strumenti prioritari nell'ottenimento del *rating*, e quindi della concessione di qualsiasi finanziamento. Proprio la chiarezza espositiva in bilancio dei prodotti derivati comporterà, senz'altro, delle conseguenze nella gestione finanziaria di qualsiasi società che ne faccia uso.

Alcune brevi considerazioni sulla “nascita” del Comitato di Basilea, partendo dalle alcune considerazioni sull'esperienza americana. Dagli anni novanta in poi, il sistema finanziario internazionale, ed in modo particolare quello americano, ha conosciuto uno sviluppo delle attività di mercato in ambito di derivati e “prodotti finanziari innovativi”. Tale crescita ha provocato molte preoccupazioni, tra gli addetti ai

10. Rilevazione contabile di bilancio: norme nazionali, Europee, ed influssi della normativa internazionale (Gallana)

Molte norme in merito alla rilevazione contabile di bilancio sono state prese in esame nei precedenti paragrafi; in questa sede si vuole attirare l'attenzione, ancora, su alcuni

lavori, in merito alla individuazione di quale debba essere l'entità supervisore su tali transazioni. *Security Exchange Commission* o meno, era indispensabile trovare chi potesse assumere le vesti di controllore. Negli Stati Uniti il *Commodity Future Modernization Act* permettendo la libera negoziazione di strumenti finanziari ad alta volatilità (ed evitando così lo spostamento dell'operatività al di fuori dei propri confini) ha reso "libero" un mercato che desta, ed ha destato, preoccupazioni non indifferenti. La normativa americana è attualmente in evoluzione specie in seguito alla entrata in vigore del *Sarbanes-Oxley Act*. A livello europeo, il G11 composto da Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Olanda, Svezia, Svizzera, UK, Lussemburgo ha permesso – alla fine degli anni 80 – di formare un consiglio permanente, con l'ausilio della *Bank for International Settlements*, che sarebbe appunto il Comitato di Basilea. Il Comitato di Basilea non ha funzione normativa, non promulga leggi anche se i paesi partecipanti sono vincolati (in maniera implicita) a far divenire leggi le raccomandazioni che arrivano dal Comitato.

In merito al testo di Basilea 2, è possibile dire che esso rappresenta una rivisitazione completa delle norme sui requisiti patrimoniali minimi per gli istituti di credito, richiedendo un valutazione ponderata dei prestiti concessi. Basilea 2 secondo le parole di Jaime Caruana – attuale presidente del Comitato di Basilea "introduce una cornice regolamentare per i requisiti di capitale e la gestione del rischio vastissima la più ampia che sia mai stata realizzata [...]".

¹²⁰Molti degli scandali finanziari verificatisi hanno coinvolto, come sopra ricordato, sia la leggerezza delle società nel concludere contratti complessi, ed a volte in maniera azzardata, sia la debolezza degli organi di controllo, ma anche la "preparazione tecnica" nell'agire di alcuni studi legali che hanno "realizzato" determinate operazioni. Orbene, è fuori di dubbio che contratti in strumenti derivati complessi richiedano una preparazione tecnico-legale non indifferente, ed è anche vero che sovente molte grosse società hanno chiesto l'intervento tecnico di un legale per "realizzare" determinate scelte finanziarie. Vi è quindi da interrogarsi, senza utilizzare toni polemicici, e senza aver pretesa di avere trovato la causa di tutti i mali, sulla correttezza anche dell'operato degli studi legali, e sul ruolo degli avvocati. La legislazione americana con la *Sarbanes Oxley Act* sezione 307 stabilisce l'obbligo di segnalazione dei reati societari da parte degli avvocati sia pure all'interno della società per la quale lavorano. Il legislatore italiano con il D.Lgs. 20 Febbraio 2004, n.56, relativo alla attuazione della direttiva europea sulla prevenzione del riciclaggio, afferma che i legali hanno l'obbligo di segnalare operazioni sospette quando vengono impiegati fondi o disponibilità rivenienti da delitto ex articolo 648 ter c.p.(rimane tuttavia da verificare, sul terreno, il limite della segnalazione: legata o meno al reato di riciclaggio). A tal fine il regolamento di attuazione del sopra citato decreto è importante per chiarire i limiti del segreto professionale (è in discussione il limite dello stesso), ritenendo in caso di mancati chiarimenti, una interpretazione chiarificatrice della nostra giurisprudenza.

aspetti delle norme nazionali, europee, ed altre a livello internazionale.

Come punto di partenza, è utile attirare l'attenzione sull'articolo 2423 bis comma 1 del c.c., ossia sul principio di prevalenza della sostanza sulla forma,¹²¹ il quale rappresenta in tema di bilancio l'impedimento ad utilizzare espedienti contabili non improntati a quella correttezza contabile necessaria, ed auspicabile al fine di evitare 'scandali' finanziari come i nostri tempi ci hanno insegnato. Gli eventi di gestione passano attraverso aspetti sostanziali, ed aspetti formali: la sostanza è il fulcro dell'evento, la forma è l'aspetto che si vuole dare ad un evento della gestione. Proprio partendo da tale assunto, e collegandolo a quanto precedentemente esposto, si vuole riconoscere, come, tutto sommato, esistano degli strumenti giuridici che regolano la rilevazione di un bilancio societario; è necessario tuttavia coordinarli con la complessa realtà delle rilevazioni dei contratti derivati, con l'avvento degli *IAS*, con l'adempimento delle normative europee ed internazionali cui è soggetto il nostro paese. Tra i temi che fanno da corollario al problema delle rilevazioni contabili, vi sono le riforme non ancora realizzate (nel nostro ordinamento) in tema di diritto fallimentare, e l'attuazione di controlli più stringenti per i reati finanziari.

Altro tema che coinvolge il mondo dei derivati è la vigilanza sui reati finanziari, tema anche questo di costante attualità.

Principale interlocutrice in merito dovrebbe essere CONSOB (per la quale esistono voci dal mondo politico in tema di revisione della sua attività di verifica e controllo sulle società quotate, ed in merito al recepimento della Direttiva sul *Market Abuse*). Viene addirittura prospettata la facoltà per CONSOB di irrogare direttamente le sanzioni contro i reati finanziari, garantendo in tale attività il principio del contraddittorio, e la distinzione tra fase requirente e fase giudicante.¹²²

Una breve analisi critica in merito ad una tipologia di operazioni diffuse tra gli istituti di credito riguardante l'esposizione dei loro bilanci.

¹²¹L'articolo 2423 bis c.c. - Principi di redazione del bilancio – enumera quali siano i principi da osservare nella redazione dello stesso. Tra l'altro si cita: il principio della prudenza, la prospettiva di continuazione dell'attività societaria, la necessità di rilevare solo utili realizzati, l'inammissibilità di variare i criteri di valutazione del bilancio da un esercizio all'altro ecc.

¹²²In merito a tale prospettiva, si può fare riferimento a quanto espresso da MilanoFinanza MF in data 30/11/2004 a pag. 1 "Un PM per i reati finanziari".

In tema di cartolarizzazione e di bilancio, si può considerare come la tendenza ad 'alleggerire' i bilanci di molti istituti di credito dai crediti in sofferenza stia avvenendo tramite operazioni di cessione pro soluto dei crediti. In sostanza l'*originator* dell'operazione di cartolarizzazione cede – senza diritto di rivalsa – i crediti da lui vantati verso terzi, permettendo così che il bilancio della società risulti 'libero' da crediti ordinariamente di non facile realizzazione.

L'attualità evidenzia come sovente a fronte di operazioni sopra richiamate, la società che pone in essere l'operazione riacquisisce la *tranche* di titoli emessi dalla società veicolo. Nella pratica i crediti ceduti uscivano dal bilancio, ma come si vedrà in tema di IAS, rientravano nei bilanci consolidati sotto la forma di *bond* (per i quali si è posto il problema di quale entità debba essere responsabile di seguire i flussi di cassa necessari a pagare gli interessi e capitali di tali titoli di credito).¹²³

Oltre a quanto richiamato nei precedenti paragrafi in tema di codice civile in tema di bilancio e derivati (per cui si rimanda), la maggior parte di questo tema di lavoro è in continuo aggiornamento, per cui si vuole premettere che stante la rapidità di alcune variazioni normative quanto esposto possa divenire nel breve periodo 'apparentemente' superato.

Prima di passare ad una visione dell'influenza delle norme comunitarie in tema di derivati, è bene considerare (oltre a quanto già detto in precedenza) alcuni strumenti normativi 'nazionali' di ausilio.

La legge 31/10/2003 n. 306 – Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità Europee – Legge Comunitaria 2003 – stabilisce all'articolo 25 alcuni dettami in tema di adozione dei nuovi principi di contabilità internazionale.¹²⁴

¹²³Per una analisi critica in tale tema si veda Panorama Economy dell' 11 Novembre 2004 a pag. 42.

¹²⁴L'articolo 25 della Legge 31 Ottobre 2003, n.306 statuisce (Opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali) al comma n. 1, la delega al Governo ad adottare entro il termine di un anno dalla data di entrata in vigore della presente legge uno o più decreti legislativi per l'esercizio delle facoltà previste dall'articolo 5 del regolamento CE n. 1606/2002, relativo alla applicazione dei principi contabili internazionali. Tra l'altro da i punti a) ad h) del primo comma, si specifica: l'obbligo di

In merito al richiamo operato da tale norma al Regolamento (CE) n. 1606/2002 datato 19 Luglio 2002, in merito ai principi contabili internazionali, è importante rilevare quanto segue:

- all'articolo 1 si vuole perseguire l'obiettivo di inserimento di opportune informazioni finanziarie;
- all'articolo 3, punto 2 viene considerata l'adozione e l'utilizzo dei principi contabili internazionali;
- all'articolo 4 vengono presi in esame i conti consolidati societari;
- all'articolo 5 si discute in tema di opzioni relative ai conti annuali;
- all'articolo 9 si prevedono le disposizioni transitorie per quanto in oggetto di Regolamento.¹²⁵

adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio delle società quotate; l'obbligo di adottare tali principi nella redazione del bilancio di esercizio e consolidato delle società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico; l'obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio consolidato delle società che esercitano le imprese incluse nell'ambito del D.lgs 26 Maggio 1997, n.173; l'obbligo di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio di esercizio e consolidato delle banche e degli intermediari finanziari soggetti a vigilanza da parte di Banca d'Italia; la facoltà di adottare i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio d'esercizio o consolidato delle società che non ne hanno l'obbligo diverse da quelle che esercitano le imprese incluse nell'ambito di applicazione del D.lgs 26 Maggio 1997, n.173, e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ex articolo 2435-bis c.c.; l'eventuale modifica della normativa fiscale in tema di reddito di impresa al fine di armonizzare il tutto rispetto ai nuovi principi contabili.

¹²⁵Una breve sintesi degli articoli richiamati dal Regolamento. Articolo 1 – Obiettivo. “Il presente regolamento ha come obiettivo l'adozione e l'utilizzazione di principi contabili internazionali nella Comunità per armonizzare l'informazione finanziaria [...], al fine di garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci [...]”. Articolo 3 – Adozione e utilizzo dei principi contabili internazionali – punto 2. “I principi contabili internazionali possono essere adottati solo se: [...], e contribuiscono all'interesse pubblico europeo; rispondono ai criteri di comprensibilità, pertinenza, affidabilità e comparabilità richiesti dall'informazione finanziaria necessaria per adottare le decisioni economiche e valutare l'idoneità della gestione”. Articolo 4 – Conti consolidati delle società i cui titoli sono negoziati in un mercato pubblico. “Per ogni esercizio finanziario avente inizio il 1° Gennaio 2005, o in data successiva, le società soggette al diritto di uno Stato membro redigono i loro conti consolidati conformemente ai principi contabili internazionali [...], qualora alla data del bilancio, i loro titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro [...]”. Articolo 5 – Opzioni relative ai conti annuali e alle società i cui titoli non sono negoziati in un mercato pubblico. “Gli Stati membri possono consentire o prescrivere a) alle società di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti annuali b) alle società diverse da quelle di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti consolidati e/o i loro conti annuali conformemente ai principi contabili internazionali [...]”. Articolo 9 -Disposizioni transitorie. “In deroga all'articolo 4, gli Stati

La Direttiva 2003/51/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo del 18/6/2003 modifica alcune precedenti direttive relativamente ai contenuti dei conti annuali e consolidati di alcune tipologie di società, banche, istituzioni finanziarie e imprese assicurative.

Tale direttiva è emanata premettendo alcune considerazioni, tra cui richiamiamo quelle espresse ai punti 3 e 10, e provvede ad “armonizzare”, ai fini di una chiara esposizione di bilancio, alcune precedenti direttive.¹²⁶

Alcuni punti di rilevante portata possono essere ricavati dall'articolo 1 punto 9 (Direttiva 78/660/CEE), punto 12, 14, e l'articolo 2 punto 1 e 3 (Direttiva 83/349/CEE) e 10.^{127 128}

membri possono disporre che i requisiti di cui a detto articolo siano applicabili unicamente a ogni esercizio finanziario avente inizio nel gennaio 2007, o dopo tale data, alle società: a) i cui titoli di debito sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro [...], b) i cui titoli sono ammessi alla negoziazione pubblica in un paese terzo e che, a tal fine, hanno applicato principi riconosciuti internazionalmente a partire da un esercizio finanziario iniziato prima della data di pubblicazione del presente regolamento nella Gazzetta delle Comunità Europee”.

¹²⁶Direttiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 Giugno 2003 che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 916/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione. Punto 3 “Il Regolamento CE n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali [...] obbliga tutte le società quotate a redigere, a partire dal 2005, i loro conti consolidati conformemente agli IAS adottati ai fini dell'applicazione nella Comunità. Esso dà inoltre agli Stati membri la facoltà di permettere o prescrivere alle società quotate di applicare gli IAS adottati nella redazione dei conti annuali e di permettere o prescrivere anche alle società non quotate di applicare gli IAS adottati”. Punto 10 “Le differenze di redazione e di presentazione delle 'relazioni di revisione' riducono la comparabilità e limitano la comprensione, da parte degli utenti, di questo elemento essenziale dell'informativa finanziaria. Una maggiore uniformità dovrebbe richiedere la modifica, in linea con le attuali migliori pratiche internazionali, delle disposizioni riguardanti la forma e il contenuto di una relazione di revisione. Il requisito fondamentale secondo cui un giudizio di revisione indica se i conti annuali o i conti consolidati danno o meno un quadro fedele in conformità allo schema di regole dell'informazione finanziaria non costituisce una restrizione della portata di tale giudizio, ma chiarisce il contesto in cui è espresso”.

¹²⁷Articolo 1 punto 9 (in tema di derivati come si vedrà oltre): “La Direttiva 78/660/CEE è modificata come segue”: “L'articolo 31 è modificato come segue: a) il paragrafo 1, lettera c) punto bb) è sostituito dal seguente: bb) occorre tenere conto di tutte le passività che hanno origine nel corso dell'esercizio o di un esercizio precedente, anche se tali passività sono note solo tra la data di chiusura del bilancio e la data della sua compilazione; b) è inserito il paragrafo seguente: 1 bis. Oltre agli importi registrati a norma del paragrafo 1, lettera c), punto bb), gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere che si tenga conto di

E' utile inoltre prendere come riferimento il Regolamento CE n. 1725/2003 della Commissione che adotta alcuni principi contabili internazionali in conformità al Regolamento CE n. 1606/02 del Parlamento e Consiglio Europeo (Regolamento del 29 Settembre 2003).

Tra le considerazioni espresse nella sua adozione, sono da rilevare i punti 3, 4 e 5. Tale Regolamento adotta i principi contabili internazionali così come riportati (in allegato allo stesso) e riferiti al Regolamento CE n. 1606/2002 del Parlamento e del Consiglio Europeo.¹²⁹

tutte le passività prevedibili e le potenziali perdite che hanno origine nel corso dell'esercizio in questione o di un esercizio precedente, anche se tali passività o perdite sono note solo tra la data di chiusura del bilancio e la data della sua compilazione". Punto 12: "sono inseriti gli articoli seguenti: Articolo 42 *sexies* [...] gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere, per l'insieme delle società o per taluni tipi di società, che determinate categorie di attività diverse dagli strumenti finanziari siano valutate ad importi determinati facendo riferimento al valore equo. [...]. Punto 14: " l'articolo 46 è modificato come segue: a) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente: a) La relazione sulla gestione deve contenere almeno un fedele resoconto dell'andamento e dei risultati degli affari della società e della sua situazione, e una descrizione dei principali rischi e incertezze che essa deve affrontare. Tale resoconto deve offrire un'analisi equilibrata ed esauriente dell'andamento, dei risultati degli affari della società e della sua situazione [...], b) l'analisi comporta, nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati degli affari della società o della sua situazione, sia gli indicatori finanziari fondamentali di prestazione [...]"

¹²⁸Articolo 2 punto 1: "La direttiva 83/349/CEE è modificata come segue": "all'articolo , il paragrafo è sostituito dal seguente: Oltre ai casi di di cui al paragrafo, gli Stati membri possono prescrivere ad ogni impresa soggetta alla propria legislazione nazionale di redigere conti consolidati e una relazione consolidata sulla gestione se: a) questa impresa (impresa madre) ha il potere di esercitare o esercita effettivamente un'influenza dominante o un controllo su un'altra (impresa figlia) ovvero b) questa impresa (impresa madre) e un'altra impresa (impresa figlia) sono sottoposte alla direzione unitaria dell'impresa madre [...]". Punto 3 "L'articolo 6 è modificato come segue: a) il paragrafo 4 è sostituito dal seguente: 4 – Il presente articolo non si applica se una delle imprese da consolidare è una società i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato degli Stati membri [...]". Punto 10 "L'articolo 36 è modificato come segue: il paragrafo 1 è sostituito dal seguente: 1 La relazione consolidata sulla gestione deve contenere almeno un fedele resoconto dell'andamento e dei risultati degli affari nonché della situazione dell'insieme [...], e una descrizione dei principali rischi e incertezze che esse devono affrontare. Tale resoconto deve offrire un'analisi equilibrata ed esauriente dell'andamento e dei risultati degli affari nonché della situazione dell'insieme delle imprese [...]".

¹²⁹Regolamento CE n. 1725/2003 della Commissione del 29 Settembre 2003 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento e del Consiglio. Punto 3 "La Commissione ha altresì considerato le attuali proposte di modifiche riguardanti numerosi principi esistenti. I principi contabili internazionali derivanti dalla finalizzazione di tali proposte saranno

In merito alle problematiche relative alla normativa internazionale (ma la parte preponderante è riferita al mercato americano dove vengono di preferenza trattati gli strumenti derivati, e dove molte società internazionali sono quotate), si rimanda a quanto espresso nel capitolo precedente. Qui preme, brevemente, ancora sottolineare il ruolo svolto dalla *SEC* in tema di controlli contabili. Da un discorso pronunciato nel mese di Ottobre 2004 da *John Nelson* (portavoce *SEC*) si afferma la necessità, per le banche europee (principali interlocutrici in tema di contratti derivati) che desiderano essere quotate negli USA, di adottare criteri contabili in linea con le norme americane. La differenza che riguarda parimenti le società europee che desiderano essere quotate nei mercati americani non è di poco conto. Infatti, prima che entrino in vigore gli *IAS*, le normative comunitarie prevedono, in tema di strumenti derivati, che gli stessi possano essere messi a bilancio in rapporto al valore degli ultimi anni, a differenza del concetto di *fair value* (valore attuale – si veda oltre) espresso dai criteri di contabilità internazionale. La differenza non è di poco conto; stante la volatilità di “valore” degli strumenti derivati è fuori di ogni dubbio che l'iscrizione a bilancio di un valore piuttosto che un altro implichi risultati diversi.

Come si vedrà nel paragrafo successivo, i criteri di contabilità internazionale adottati dall'Unione Europea, già dal 2005 dovrebbero rendere maggiormente omogenei i dati di bilancio delle società quotate sulla base del principio che i contratti derivati devono essere valutati al loro valore di mercato (alla data di chiusura del bilancio). Ciò è come già detto un elemento rilevante.

Di fronte a tale premessa, sta emergendo sempre più il ruolo di controllore da parte della *SEC* proprio in ambito di globalizzazione dei mercati ed in particolare verso società straniere quotate anche sui listini di borsa americani.

considerati ai fini dell'adozione dopo che tali principi saranno definitivi. L'esistenza di queste proposte di modifiche ai principi esistenti non ha alcun effetto sulla decisione della Commissione di omologare i principi esistenti, salvo [...] esposizione nel bilancio e informazioni integrative, dello *IAS 39* strumenti finanziari [...]. Punto 4 “L'esistenza di principi di elevata qualità riguardanti gli strumenti finanziari (compresi i derivati) è importante per il mercato europeo dei capitali. Tuttavia nei casi dello *IAS 32* e dello *IAS 39* le modifiche attualmente previste sono così importanti che è appropriato non adottare questi principi in questa fase [...]”. Punto 5 “Di conseguenza devono essere adottati tutti i principi contabili internazionali esistenti il 14 Settembre 2002 ad eccezione dello *IAS 32*, dello *IAS 39* e delle relative interpretazioni”.

Alcuni casi eclatanti, che hanno coinvolto società italiane quotate, hanno evidenziato come l'organo di controllo di Borsa americano disponga di strumenti più rapidi ed efficaci per il risarcimento del danno nascente da un "fraudolento comportamento sul bilancio societario". In particolare, in tema di responsabilità civile, il *settlement* pare rappresentare la modalità tramite la quale l'organo di vigilanza di Borsa negli Stati Uniti impone esborsi monetari, regole e prescrizioni per le società rese responsabili di danni nei confronti del mercato.¹³⁰

11.L'incidenza degli IAS ed il concetto di "fair value" nella valutazione degli strumenti derivati (Gallana)

Come evidenziato nelle parti precedenti dell'esposizione, notevole influenza a livello contabile/fiscale in tema di contratti derivati avrà l'entrata in vigore dei nuovi criteri contabili IAS.

Il cammino che ha portato all'adozione di tali principi contabili internazionali ha visto, a livello europeo, un ampio dibattito in merito al quando e al come recepire principi in grado di modificare "sostanzialmente" l'esposizione societaria di bilancio. Alcuni concetti contenuti nei principi contabili internazionali sono stati già introdotti nel nostro ordinamento: basta pensare al principio della prevalenza della sostanza sulla forma (art. 2423 bis n.1 c.c.). Tale articolo afferma come affinché il bilancio sia utile, e rappresenti in modo veritiero gli eventi di gestione, sia necessario prendere in esame la "sostanzialità" di ogni evento societario, non solo quindi i semplici aspetti formali.

A livello di IAS, l'articolo da prendere in considerazione in tema di contratti derivati è il numero 39 dei principi contabili internazionali. Lo IASB (*International Accounting Standard Board* – organismo privato che ha elaborato le nuove norme contabili europee) ha incontrato notevoli difficoltà nella stesura definitiva degli articoli n. 32 (assicurazioni), e 39 citato.

¹³⁰Per un breve *excursus* in tema, ed in riferimento ad alcune delle società coinvolte, si può fare riferimento a quanto riportato da Il Sole 24 Ore del 4/8/2004 "Il potere della SEC", pag.10, dove vengono evidenziate le potenzialità del *settlement* quale strumento di regolamento del danno sul mercato di borsa americano.

Dall'articolo 39 IAS, paragrafo 10 si può leggere la definizione di derivato: “Un derivato è uno strumento finanziario o altro contratto entro l'ambito di applicazione di questo Principio (vedi paragrafo 6) con tutte le tre seguenti caratteristiche: a) il suo valore cambia in relazione ai cambiamenti di uno specifico tasso di interesse, prezzo di un titolo, prezzo di una merce, tasso di cambio, indice di prezzi o tassi, un *rating* di credito o indice di credito o altre variabili (qualche volta chiamato il “sottostante”); b) non richiede un investimento netto iniziale che è più piccolo di quanto sarebbe richiesto da altri tipi di contratti che sarebbero necessari per avere una simile risposta ai cambi nei fattori di mercato, e c) è regolato ad una data futura”. Al paragrafo 13 si afferma: “Esempi tipici di derivati sono i contratti *futures*, e *forward*, *swap* e di opzione. Un derivato solitamente presenta un valore nominale, rappresentato da un importo in valuta, un numero di azioni, un numero di unità di peso o di volume o altre unità specificate nel contratto. Tuttavia, uno strumento derivato non obbliga il possessore o l'emittente ad investire o a ricevere il valore nominale all'inizio del contratto [...]”.

Riassumendo, si può vedere come oggetto di normativa siano i contratti i quali dipendono il loro valore da attività sottostanti (es. titoli, tassi di interesse ecc.). Come rilevato nei precedenti paragrafi si trattava, prima dell'avvio degli IAS di operazioni fuori bilancio, le quali non erano esposte tra attività/passività dello Stato Patrimoniale, ma evidenziati nella Nota Integrativa e nei conti d'ordine.¹³¹

Il cambiamento sostanziale è dato dal cambio delle modalità di esposizione di tali voci in bilancio: partiamo dal concetto di *fair value*.

Il nostro Governo, con il D.Lgs. n. 394 del 30/12/2003, ha apportato una nuova modifica all'interno dell'articolo 2427 bis del c.c., la quale statuisce come informazioni necessarie da inserire nella Nota Integrativa il possesso di strumenti finanziari che devono essere iscritti al loro valore corrente (valore equo – concetto di difficile delimitazione).¹³²

¹³¹Per un'ulteriore delucidazione in merito, si veda quanto esposto da Il Sole 24 Ore del 22/8/2003, pag.15 “Gli IAS aprono alle richieste U.E.).

¹³²“Per quanto concerne l'obbligo di indicare nella nota integrativa un valore che è diverso da quello che appare nei conti di bilancio già pone il problema di quale sia la fonte dell'informazione; allora vuole dire che per le persone sprovviste deve valere la Nota Integrativa, mentre per le persone esperte vale l'altro valore di Bilancio [...], oppure la Nota Integrativa serve per gli investitori, mentre l'esposizione di Bilancio serve per colui che ha rapporti con la società e con i soci?”. Parte della Relazione esposta dal Prof. Gaffuri durante il Convegno IUS NOVUM in tema dei nuovi criteri contabili IAS svoltosi il 2004 presso

L'elemento sul quale è necessario attrarre l'attenzione è questo: valore di costo, elemento rispettato sinora nel nostro ordinamento in fase di redazione di Bilancio, o valore attuale, equo, quale concetto "indefinito" per attualizzare le voci contabili in fase di esposizione.¹³³

Fair value quale valore equo, valore attuale, rivalutazione, principi contabili internazionali, influiscono notevolmente sulla valutazione/esposizione di bilancio dei contratti derivati. Concetto molto importante in tale ottica è l'elemento volatilità (instabilità del valore) che proprio da una valutazione *fair value* può scaturire.¹³⁴

l'Università Statale di Milano. Il dubbio riveniente da tale parte dell'esposizione è riferito alla discordanza tra valore di iscrizione in Bilancio, e determinazione del valore equo, come si vedrà in prosieguo.

¹³³“Il principio di prudenza va un po' a farsi benedire, ma questa è la volontà pare [...]. Se nella nota integrativa si danno alcuni indici di valore, mentre in altre si dà un'esposizione contabile, che cosa succederà: si leggerà la Nota Integrativa o la parte con i numeri? E' abbastanza semplice intuire come modalità diverse di rilevazione contabile abbiano ricadute notevoli in tema di utili distribuibili, fisco, e finalità informativo/reali della società. La tradizione contabile italiana si è basata maggiormente per anni sulla tutela dei creditori sociali. Nella operatività contabile finora ha prevalso il principio del costo (principio della prudenza). La tutela dei creditori sociali passa in via primaria da quanto viene esposto a livello di bilancio. L'evoluzione storico-contabile italiana evidenzia come una mera attività di sottovalutazione delle attività (anche al di sotto dei limiti prudenziali imposti dall'ordinamento) era legittima: prevaleva l'interesse ad una informazione "attuale". L'evolversi sino ad arrivare a considerare quale criterio prioritario a quello del costo, il criterio dell'informazione è un passaggio compiuto nel corso degli anni ed avallato dalla Giurisprudenza. La Corte di Cassazione ha accettato che il principio di chiarezza (informazione), rappresentazione veritiera e corretta sta sullo stesso piano della funzione valutativa. Lo spostarsi verso un regime di Bilancio coerente ad una logica informativa-attuale (*fair value*) non deve, tuttavia, pregiudicare la tutela dei creditori sociali. La attualizzazione delle voci di Bilancio ha un notevole riscontro in tema di utili distribuibili: ossia, "la rivalutazione" delle voci contabili urta con il principio di tutela del creditore sociale (ossia risorse disponibili su cui vantare le proprie pretese verso la società)? L'impostazione che prevede una super valutazione della funzione informativa a scapito di una svalutazione dei limiti prudenziali, ammettendo così una formazione di "utili distribuibili" nascenti dalla valutazione al *fair value*, è facile intuire come possa soddisfare pienamente gli azionisti, ma passi a detrimento delle pretese creditizie [...]. Parte della Relazione esposta dal Prof. Sacchi durante il Convegno *IUS NOVUM* in tema dei nuovi criteri contabili IAS svoltosi il 2004 presso l'Università Statale di Milano.

¹³⁴“E' la categoria degli strumenti finanziari valutati al *fair value* direttamente a conto economico (*through profit and loss*) quella che fa più discutere gli Stati membri. Poiché oltre a rendere le poste degli strumenti finanziari particolarmente volatili, prevede di imputare in bilancio solo utili presunti [...]. La versione approvata dello IAS 39 prevede che gli Stati membri possano chiedere alle proprie imprese l'estensione globale delle norme previste dall'articolo 39 sui depositi a vista. L'opzione è impossibile per il *fair value* sulle passività, in quanto incompatibile con l'articolo 42 della direttiva 65/2001 sulla valutazione degli

Prima di proporre un panorama riassuntivo riguardante l'aspetto normativo comunitario, è utile rilevare come le Autorità di sorveglianza hanno puntualizzato come la misurazione tramite il criterio del *fair value* rappresenti un margine di manovra troppo ampio nel valutare gli strumenti finanziari. Al fine di limitare una eccessiva frammentazione di valutazione la Commissione UE ha deciso che la valutazione al *fair value* non interesserà le passività finanziarie". Tale operazione permetterà di "accantonare" l'aleatorietà ed eventuali distorsioni ai risultati di Bilancio (rilevazione di utili quale diminuzione del *fair value* di passività finanziarie).¹³⁵

L'avvio dell'utilizzo contabile dei principi *IAS* è correlato ad un intreccio notevole di più normative. La Direttiva 2001/65/CE dispone l'applicazione del *fair value* relativamente

strumenti finanziari da società di capitali europee". L'opinione espressa dal *board IASB*, al fine di limitare un utilizzo troppo "ampio" di tale assunto, ha limitato nella quale possono essere qualificabili, nella prima opzione dello IAS 39, le poste di bilancio aventi le seguenti caratteristiche: elemento finanziario con uno o più derivati incorporati, passività finanziaria con flussi di cassa connessi alla valutazione *fair value*, l'esposizione ai cambiamenti di valore è compensata dall'esposizione di un altro strumento finanziario, l'elemento non collocabile nella categoria finanziamenti/crediti può o deve essere iscritto al *fair value* con passaggio di variazione direttamente per conto economico. E' inoltre esclusa la rilevazione al *fair value* per quegli strumenti finanziari la cui valutazione non è 'verificabile'. Da Il Sole 24 Ore del 5/10/2004 "*IAS* 39, opzione sui depositi" p.26.

¹³⁵Da Il Sole 24 Ore del 5/10/2004, "*IAS* 39, opzione sui depositi" p.26. Le previsioni statuite dagli *IAS* stanno costringendo le aziende a rivedere le proprie posizioni contabili in derivati. Molte società con bilanci certificati, e quotazione di Borsa, hanno dovuto ristrutturare contratti *swap*, ed opzioni soprattutto perché si sono dimostrati essere strumenti di natura speculativa. In base alle disposizioni degli *IAS* le operazioni di copertura in contratti derivati sono solo quelle che generano flussi positivi/negativi collegati alle posizioni sottostanti (rimarrebbero quindi escluse le operazioni di tipo speculativo). Le previsioni *IAS* che statuiscono l'inserimento in Bilancio delle operazioni derivate di tipo speculativo al *fair value* fanno emergere di anno in anno profitti/perdite connessi ai contratti derivati in essere. Le società di revisione, in conseguenza di ciò, al fine di certificare il Bilancio devono istituire un fondo per le perdite relative. Gli *IAS* evidenziano, nel panorama della finanza derivata, la distinzione tra operazioni di tipo speculativo, o di copertura del rischio. Da Il Sole 24 Ore del 24/8/2004, "Imprese, arriva subito il test ", p.27. "Particolare attenzione deve essere prestata ai criteri di cancellazione di un'attività finanziaria dal Bilancio, in quanto per stornare una attività finanziaria non sarà più sufficiente il trasferimento del titolo di proprietà, ma sarà necessario verificare l'effettivo trasferimento dell'acquirente dei rischi e benefici connessi all'attività ceduta. Il trasferimento dei rischi e benefici è valutato confrontando l'esposizione dell'impresa, prima e dopo il trasferimento, alla variabilità nell'ammontare e nelle manifestazioni temporali dei flussi di cassa dell'attività trasferita". Così, Il Sole 24 Ore del 21/12/2004, "Strumenti finanziari regolati secondo l'uso", p.21.

alle attività/passività detenute a scopo di negoziazione e disponibili per la vendita. Il nostro ordinamento con il D.lgs. n.394/03 del 19/12/2003 ha recepito parzialmente la Direttiva 2001/65/CE (introduzione *fair value* per valutare gli strumenti finanziari per tutte le imprese in Nota integrativa e Relazione di Gestione – *disclosure*).

Con la Direttiva 2003/51/CE si sono apportate modifiche alle direttive sui Bilanci consolidati (adeguamento *IAS*); la stessa Direttiva è entrata poi nel disegno di legge comunitaria 2004 presso il Parlamento.

Il Regolamento 1606/2002/CE dispone l'utilizzo degli *IAS* con decorrenza 2005. Gli Stati membri dovranno fare in modo che le società quotate, o in via di quotazione, redigano i propri conti consolidati in conformità ai principi contabili internazionali. Essi possono, inoltre, consentire: alle società quotate, e in corso di quotazione di redigere i conti annuali (Bilancio di esercizio non consolidato) conformemente ai principi contabili internazionali, ed alle società non quotate di redigere i conto consolidati e/o i conti annuali conformemente a tali principi.

La scelta italiana (salvo precisazioni successive), con l'articolo 25 della Legge comunitaria n. 306 del 2003, è stata quella di affidare al Governo (tramite delega) il compito di determinare i criteri per l'applicazione degli *IAS* ai bilanci consolidati di banche, assicurazioni, e società quotate, e per includere nell'obbligo di adozione degli *IAS* anche i Bilanci individuali delle stesse società quotate e delle Banche. Restano esonerate le imprese che redigono il Bilancio in forma abbreviata. E' stata inoltre controversa la battaglia sulla revisione degli *IAS* 32/39 (contabilizzazione degli strumenti finanziari).¹³⁶

¹³⁶Un esempio in tale senso può essere offerto dal tema delle cartolarizzazioni ex legge 130 del 1999 già citata. Strumento primario la cartolarizzazione per molte banche al fine di portare fuori Bilancio i *bad loans* (sofferenze creditizie), si stanno rivelando *targets* facili per l'applicazione corretta degli *IAS*. Le modalità di valutazione delle sofferenze bancarie in bilancio è chiaro cambieranno: i crediti in sofferenza, oggetto di operazioni ex legge 130/99, potrebbero rientrare nei Bilanci delle Banche qualora le stesse siano contemporaneamente cedenti/sottoscrittrici delle *tranche* del portafoglio crediti ceduto. La realtà evidenzia come a parte i casi isolati di crediti ceduti pro-soluto (senza diritto di rivalsa), le operazioni di cartolarizzazione si siano concretizzate nella contemporanea fuori uscita da Bilancio e riacquisto della *tranche* dei crediti ceduti. L'applicazione degli *IAS* potrebbe "far rientrare" in Bilancio quanto si voleva far fuoriuscire dallo stesso. Per una panoramica in merito, si veda Il Sole 24 Ore del 27/3/2004, "L'incognita dei criteri *IAS*", p.2.

Abbiamo detto come lo strumento che si presta a maggiori spunti di discussione, in tema di modalità di rilevazione contabile, sia lo IAS 39 in tema di contratti derivati.

Tale principio suddivide gli strumenti finanziari, da esporre in Bilancio, nelle seguenti categorie:

2. strumenti di *trading*;
3. strumenti detenuti sino alla scadenza;
4. prestiti e crediti;
5. strumenti disponibili per la vendita.

La corretta classificazione di uno strumento finanziario deve essere operata da parte dell'impresa all'atto della prima iscrizione, in quanto modificabile successivamente solo con grandi "difficoltà". La distinzione avviene non più secondo la natura degli strumenti finanziari, ma secondo la destinazione funzionale nella gestione delle imprese.

In merito allo IAS 39, vi sono novità sostanziali in ambito di contabilizzazione delle operazioni di copertura (strumenti destinati a neutralizzare perdite potenziali su determinate poste finanziarie). Il nuovo principio contabile prevede che la valutazione debba sempre avvenire al "*fair value*", sia per il contratto derivato, sia per lo strumento coperto, se la copertura ha lo scopo di "limitare" l'esposizione delle variazioni di valore di mercato in una posta di bilancio. La rilevazione dovrà avvenire, invece, secondo il principio del costo ammortizzato, se la copertura è destinata ad eliminare il rischio derivante da flussi di cassa futuri provenienti da crediti/debiti iscritti in Bilancio.

Diviene inoltre difficoltosa la procedura per cancellare una attività finanziaria dal Bilancio di esercizio (principio di prevalenza della sostanza sulla forma), in quanto sarà necessario verificare l'effettivo trasferimento all'acquirente (rischi e benefici ceduti). Si opererà, quindi, una valutazione dell'esposizione contabile dell'impresa prima e dopo il trasferimento.^{137 138139140}

¹³⁷Così rilevato da Il Sole 24 Ore, del 4/12/2004, "Strumenti finanziari regolati secondo l'uso", p.21. Altro problema riguarda il concetto di volatilità delle voci di Bilancio. I contratti derivati sono ancora inseriti nei conti d'ordine (costo storico di acquisizione); il passaggio alla valutazione al *fair value* comporta, quale novità, la volatilità del "valore" del momento del contratto derivato. Ad esempio, le plusvalenze o minusvalenze generate dai flussi delle coperture *swap* sui tassi (tasso fisso / tasso variabile) sono in grado di "imputare" a patrimonio una perdita addirittura superiore al valore del patrimonio aziendale. Tutto questo non deve essere scordato: si passerà dal valore di costo ad un concetto "indefinito" = *fair value*, con tutte le conseguenze di "instabilità" sulle singole voci di Bilancio interessate. Per un panorama esemplificativo, si veda Il Sole 24 Ore, del 17/4/2004, "Derivati, è allarme tra le banche", p.31.

12. Un breve excursus in tema di fiscalità e derivati (Gallana)

La tematica fiscale in ambito di contratti derivati si presenta di difficile ed articolata esposizione, a causa sia dell'evoluzione temporale della materia, sia all'avvio

¹³⁸L'avvio degli IAS a livello di Bilancio (dal 1° Gennaio 2005 molti gruppi sono obbligati a redigere il Bilancio secondo i criteri IAS) sta comportando sostanziali modifiche anche in relazione alla struttura dei Bilanci consolidati. Lo IAS 27, paragrafo 12, afferma come il bilancio consolidato debba includere tutti i soggetti controllati dalla società controllante. Non è più quindi consentito escludere le partecipazioni relative a società detenute a scopo di una successiva cessione, quelle per le quali vi siano restrizioni per l'esercizio dei diritti di voto, o collegate ad attività non omogenee a quelle della società controllante. E' ammissibile la non inclusione nel conto consolidato la partecipazione in società di entità irrilevante, o quelle per le quali non sia possibile ottenere informazioni in maniera tempestiva. In tale caso si presume l'assenza del controllo.

In tema di cartolarizzazione, si deve considerare attentamente il ruolo delle società veicolo. Tali società, sebbene formalmente autonome, dovranno essere considerate in fase di consolidamento dei bilanci qualora se ne detenga il controllo (valutazione dell'aspetto sostanziale). Lo IAS 27 par.4 definisce il concetto di controllo quale potere di "controllare" le politiche finanziarie, e operative di altro soggetto allo scopo di acquisirne i benefici. E' necessario, quindi, per redigere correttamente un bilancio consolidato valutare l'aspetto sostanziale oltre a quello formale del rapporto di partecipazione tra società. Per ulteriori aspetti legali ai 'confini del consolidato' si veda il Sole 24 Ore, del 11/2/2005, "I nuovi standard ampliano i confini del consolidato".

¹³⁹Il rischio che a seguito della adozione dei nuovi principi contabili internazionali incida sulla capacità delle aziende di erogare dividendi, si appresta a divenire realtà.

Da quanto segnalato dalla Federation des experts comptables europeens (Fee) si segnala come tutti gli studi sull'impatto degli IAS potrebbero avere effetti negativi sugli utili di bilancio. Ciò avverrebbe in quanto si contabilizzerebbe a conto economico dei costi che prima non erano tali: i deficit dei fondi pensione, le *stock options* e le posizioni in derivati. D'altra parte le plusvalenze derivanti da valutazione a *fair value*, sebbene non realizzate, saranno soggette a tassazione. A tal proposito l'Italia ha emanato il D.lgs. n. 38 del 28/2/2005.

Così Milano Finanza del 25/5/2005 - Mina IAS sui prossimi dividendi - pag. 1.

¹⁴⁰Lo IAS 27 stabilisce che il bilancio consolidato debba includere tutti i soggetti controllati dalla società controllante. Particolare rilievo assumono le società veicolo (ad esempio per le operazioni di cartolarizzazione). Le stesse dovranno essere incluse nell'ambito di consolidamento quando se ne detiene effettivamente il controllo.

In merito a tale tematica si veda, Il Sole 24 I principi IAS influiranno anche in merito alla disciplina del consolidamento dei gruppi societari. Ore del 11/2/2005 - I nuovi standard ampliano i confini del consolidato - pag. 26.

attualmente della normativa IAS.

Si può tentare al fine di semplificazione cercare di partire da una breve sintesi temporale per poi aggiungere ad una “possibile” visione dell'intricato panorama attuale.

La prima “manovra” in tale ambito è ricollegabile all'intervento del Ministero delle Finanze con l'allegato relativo alle istruzioni per la dichiarazione dei redditi delle persone giuridiche per i redditi conseguiti nell'anno 1991. Le istruzioni stabilivano che tra le attività e passività (in valuta) da considerare per il calcolo della quota da imputare a Fondo copertura dei rischi di cambio (ex articolo 72 TUIR) non bisognava tenere in considerazione debiti e crediti, con rischio insussistente, in quanto coperti da altri contratti di assicurazione aventi funzione di annullare il rischio: contratti *swap*.¹⁴¹

Le cose cominciarono a cambiare dalla dichiarazione dei redditi conseguiti nel 1992,¹⁴² dove le istruzioni per le persone giuridiche stabilirono che era rilevante fiscalmente la valutazione del credito – debito effettuata in connessione con la “valutazione” del contratto di copertura. Si dava così per la prima volta rilevanza fiscale agli elementi “reddituati” che erano collegati alle operazioni coperte ed ai contratti di copertura. In sintesi, ad esempio in tema di *domestic currency swap* si comincia a considerare rilevante sia la minusvalenza/plusvalenza sul credito in valuta, e la plusvalenza/minusvalenza sul contratto derivato collegato (plusvalenza soggetta a tassazione e minusvalenza rappresentante un componente negativo del reddito di impresa). Stesso criterio era adottabile in tema di contratto derivato di *interest rate swap*.

Dal punto di vista della novità, si può dire che si superò la rigidità dell'articolo 75 TUIR in base al quale i componenti negativi – positivi del reddito non avevano rilevanza fiscale in quanto erano assenti i requisiti della certezza ed obiettiva determinabilità.

¹⁴¹I contratti *swap*, Levis-Pecetto, Il Sole 24 Ore Libri, 1996, p. 156 e segg.

¹⁴²In tema di fisco e sanzioni amministrativo-tributarie è utile rammentare il disposto dell'articolo 7 del Decreto Legge 269/03, il quale introduce in materia di sanzioni amministrative il concetto che “le sanzioni amministrative relative al rapporto fiscale proprio di società o enti con personalità giuridica sono esclusivamente a carico della persona giuridica”.

La norma in esame dà attuazione parziale all'articolo 2, comma 1 lettera l) delle legge 7/4/2003 n. 80 (delega al Governo per la riforma del sistema fiscale statale) secondo cui la sanzione fiscale amministrativa si concentra sul soggetto che ha tratto beneficio dalla violazione.

Come richiamato nelle parti precedenti di tale esposizione, attualmente la collocazione dei contratti derivati stipulati avviene con collocamento “fuori bilancio”. L'articolo 103 del TUIR¹⁴³ prendeva in esame tre fattispecie: ambito soggettivo ed oggettivo, criteri di valutazione per le operazioni fuori bilancio, operazioni con finalità di copertura. In via di semplificazione si può dire che:

1. i soggetti destinatari erano quelli richiamati dal Decreto Legislativo 87/92 (enti creditizi e finanziari – vi erano dubbi sulla possibilità di estensione di tale disposto alla generalità delle imprese (in base al richiamato principio di prevalenza della sostanza sulla forma nella redazione del bilancio – operazioni fuori bilancio);
2. l'ambito oggettivo riguardava “gli elementi fuori bilancio”: contratti già perfezionati ma non ancora eseguiti, aventi ad oggetto prestazioni ed obblighi futuri.¹⁴⁴

La normativa fiscale prevedeva alcune limitazioni alla deducibilità fiscale dei risultati delle valutazioni, statuendo che i componenti negativi derivanti dal processo di valutazione non potevano essere superiori alla differenza tra il valore del contratto alla data di stipulazione, o alla data di chiusura del bilancio d'esercizio precedente, ed il corrispondente valore alla data di chiusura dell'esercizio.

Si statuiva inoltre che, le attività e le passività “fuori bilancio” ed in bilancio fossero valutate separatamente, tuttavia ammettendo una valutazione “coerente” in caso di operazioni collegate. In sostanza, si ammetteva una valutazione separata delle voci in bilancio e fuori bilancio, considerando, tuttavia come esistano “dei legami” tra gli elementi di bilancio, che non possano essere considerati singolarmente (ad esempio, operazioni il cui valore è influenzato da tassi di interesse, o di cambio). Ciò era motivato al fine di ottenere una visione una rappresentazione veritiera dei conti annuali societari (una separatezza valutativa, permetterebbe di rilevare eventuali minusvalenze, ma non di rilevare potenziali plusvalenze).^{145 146}

¹⁴³Articolo introdotto dal Decreto Legge 29/6/1994 n. 416, poi convertito in legge 8/8/1994 n.503.

¹⁴⁴La disciplina stabilita dall'articolo 103 TUIR riguardava le seguenti operazioni: contratti di compravendita in titoli e valute non ancora regolati – pronti contro termine, contratti derivati con elemento sottostante presente (titoli, indici, valute ecc.). L'articolo 103 dettava, poi, i criteri di stima ai fini fiscali in tema di contratti derivati in valutazione, che a causa delle successive variazioni non vengono dettagliatamente riportati (in sostanza si faceva riferimento al costo di acquisto, al valore di mercato, ai valori di chiusura dell'esercizio).

¹⁴⁵I contratti *swap*, Levis-Pecetto, Il Sole 24 Ore Libri, 1996, p. 163.

Come regola generale, e nello specifico per operazioni di *swap*, si può dire che: i risultati delle operazioni su interessi e valute realizzate da società commerciali sono iscritti in Bilancio e concorrono alla formazione del reddito di impresa.

La base imponibile degli *swap* è pari alla differenza tra il cambio a termine, ed il cambio a pronti riferito alla data di stipula del contratto. Tale importo è soggetto a ritenuta a titolo di imposta pari al 12,50%.¹⁴⁷

Dal punto di vista IVA possiamo affermare quanto segue:¹⁴⁸

il regime IVA degli strumenti derivati (in riferimento alle somme corrisposte nelle operazioni di *swap* ed anche nei contratti di negoziazione ad esse collegati) ha

¹⁴⁶Si può intuire come la norma fosse ispirata al criterio di una valutazione coerente, ammettendosi, tuttavia, come vi siano componenti reddituali che non possono essere correlate temporalmente. Ad esempio, una quota di interesse che matura periodicamente, ed un provento derivante da un differenziale *swap* successivo, possono rappresentare operazioni collegate, ma con sfasamento temporale, il che giustifica una rilevazione autonoma. L'articolo 103-bis TUIR si prendevano in esame le operazioni di copertura (operazioni fuori bilancio) aventi finalità di coprire i rischi per attività e passività produttivi di interessi. In tale caso, i differenziali seguono il principio della competenza economica: in caso di periodiche liquidazioni in corso di esercizio, le stesse sono inserite in Conto economico tra gli interessi; in caso di liquidazione unica del differenziale si iscrive per intero la voce – Interessi – nell'esercizio in cui è stato prodotto.

¹⁴⁷Nel caso in cui non si possa effettuare il versamento della ritenuta per mancanza dei flussi (scadenze temporali prefissate e sfasamento rispetto alla cadenza temporale del bilancio di esercizio), il soggetto che fiscalmente ha conseguito la plusvalenza deve versare al sostituto di imposta l'importo corrispondente all'ammontare della ritenuta stessa. Così in, I contratti *swap*, Levis-Pecetto, Il Sole 24 Ore Libri, 1996, p. 166.

¹⁴⁸In tema di cartolarizzazione, è interessante notare come la gran parte delle banche che sono coinvolte in tale tipologia di operazione (molti istituti di credito hanno riacquisito la tranches di obbligazioni nascenti dalle operazioni di cartolarizzazione; questa operazione ha permesso al sistema bancario di portare fuori bilancio molte delle "sofferenze" cartolarizzate migliorando il rapporto tra sofferenze ed impieghi) posseggono anche la società "veicolo" che si è occupata dell'emissione dei *bond* cartolarizzati. Tutto ciò a livello di Iva permette di evitare il pagamento dell'imposta sulle funzioni del *servicer* (che non essendo extragruppo non rientra nella tipologia applicativa dell'imposta).

Da Il Sole 24 Ore del 27/3/2004 p.2

rappresentato un argomento molto dibattuto in tema di applicabilità dell'imposta.

Il Decreto Legge 27/10/1995 n. 440 (le cui disposizioni sono state recepite dalla Legge 28/12/1995 n. 549 all'articolo 3) ha tentato di fornire chiarimenti in materia.

Rammentando come alla formazione del reddito di impresa concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni fuori bilancio alla data di chiusura dell'esercizio (ex articolo 103-bis TUIR relativo alla formazione del reddito degli enti creditizi e finanziari), si evidenziò come i differenziali di cambio e di interesse avevano una collocazione contabile e fiscale definita (alcuni verificatori della Guardia di Finanza arrivarono ad affermare come tali differenziali costituissero corrispettivi da prestazioni di servizi, e come tali assoggettabili ad IVA).

E' da rilevare, tuttavia, come vi siano delle considerazioni necessarie da fare.

1. Il differenziale che una parte trasferisce ad un'altra alla scadenza del contratto non può essere considerato quale corrispettivo di una prestazione (e quindi assoggettabile all'IVA), bensì contenuto stesso del contratto;
2. la liquidazione di tale differenziale non rappresenta uno scambio di reciproche prestazioni. E' pacifico, infatti, che il "pagamento" ricade sul soggetto cui l'andamento del mercato (valore sottostante del contratto derivato) abbia causato una "perdita". Per tale ragione non si può parlare di contratto a prestazioni corrispettive (e quindi assoggettabili IVA).¹⁴⁹

Con l'entrata in vigore del Decreto Legge 27/10/1995 n.440 si è compreso nell'ambito delle operazioni esenti "le operazioni, relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari diversi dai titoli". La disposizione che introduceva l'esenzione, quindi, comprendeva tutte quelle operazioni di natura finanziaria aventi ad oggetto valori mobiliari e strumenti finanziari, fra i quali vanno compresi quelli diretti alla copertura dei rischi derivanti da oscillazioni dei tassi di interesse/cambio.^{150 151}

¹⁴⁹I contratti *swap*, Levis-Pecetto, Il Sole 24 Ore Libri, 1996, p. 168 e segg.

¹⁵⁰In tema di contratti *swap* si afferma la rilevanza IVA in quanto operazione esente. La circostanza che i differenziali non rappresentino il corrispettivo del contratto, ma bensì l'oggetto, costituisce elemento fondamentale in tema di pagamento IVA.

¹⁵¹In ambito fiscale, ed in tema di operazioni in valuta "fuori bilancio" (come accennato nel corso dell'esposizione – contratti derivati), l'articolo 21 del D.Lgs.27/1/1992, n.87 statuiva che "le operazioni in valuta fuori bilancio sono valutate: a)al tasso di cambio a pronti corrente alla data di chiusura dell'esercizio,

Dal punto di vista fiscale/derivati, il Decreto Legislativo 28/2/2005 n.38 contiene alcune specifiche di rilievo per i contratti derivati.¹⁵²L'articolo 11 in tema di disposizioni tributarie afferma: “Si considerano operazioni fuori bilancio: [...], i contratti derivati con titolo sottostante, i contratti derivati su valute, i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività. Alla formazione del reddito concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni fuori bilancio in corso alla data di chiusura dell'esercizio.

Tra i numerosi strumenti normativi emanati in tema, si può prendere in esame anche quanto disposto dalla Agenzia delle Entrate (Circ. IRES/2 n. 26/E – Roma, 16/6/2004). Tale Circolare afferma tra l'altro quanto segue: “i proventi degli strumenti finanziari che non sottendono una partecipazione al capitale o al patrimonio della società partecipata non sono qualificabili utili in senso proprio. Tuttavia, l'articolo 44, comma 2 del TUIR estende ai titoli e strumenti finanziari che comportano la partecipazione ai risultati economici di una società [...] il regime fiscale delle azioni.

Occorre innanzitutto rilevare che l'assimilazione alle azioni riguarda esclusivamente gli strumenti finanziari rappresentati da titoli o certificati. La locuzione 'strumenti finanziari', da assumere in conformità alla più restrittiva accezione civilistica, non abbraccia dunque anche i contratti (non cartolarizzati), quali ad esempio, quelli di cointeressenza, associazione in partecipazione [...]. La norma dell'articolo 44, comma 2 deve essere interpretata in parallelo col disposto dell'articolo 109, comma 9, lettera a) del TUIR, che

se si tratta di operazioni a pronti non regolate; b)al tasso di cambio a termine corrente alla suddetta data per scadenze corrispondenti a quelle delle operazioni oggetto di valutazione, se si tratta di operazioni a termine”. L'articolo 81 TUIR afferma come debbano considerarsi Redditi diversi, “le plusvalenze realizzate mediante cessione a termine di valute estere ovvero conseguite attraverso altri contratti che assumono anche in modo implicito, valori a termine delle valute come riferimento per la determinazione del corrispettivo [...]”. L'articolo 103-bis TUIR afferma come “alla formazione del reddito degli enti creditizi e finanziari indicati nell'articolo 1 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n.87, concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni “fuori bilancio”, in corso alla data di chiusura dell'esercizio [...] derivanti da contratti che hanno per oggetto titoli, valute o tassi di interesse, o che assumono come parametro di riferimento per la determinazione della prestazione la quotazione di titoli, o valute ovvero l'andamento di un indice su titoli [...]”.

¹⁵²D.Lgs.28/2/2005 n.38 “Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del Regolamento (CE) n.1606/2002 in materia di principi contabili internazionali”.

ai fini della determinazione del reddito d'impresa estende alla remunerazione dei titoli e strumenti finanziari (articolo 44), qualora essa comporti direttamente o indirettamente la partecipazione ai risultati economici della società, lo stesso trattamento previsto per gli utili.

Con una previsione autonoma l'articolo 109, comma 9, lettera b) stabilisce l'indeducibilità anche per la remunerazione dei contratti di associazione e partecipazione in cointeressenza. [...].

Tale norma dispone la indeducibilità ai fini del reddito di impresa tali remunerazioni, tratta separatamente i titoli e gli strumenti finanziari dai contratti di associazione in partecipazione o cointeressenza che prevedono un apporto di capitale o un apporto misto (di capitale e di opere e servizi).

Occorre tenere presente che gli strumenti finanziari la cui remunerazione è considerata indeducibile ai fini del reddito d'impresa ai sensi dell'articolo 109, comma 9, lettera a), sono costituiti non da tutti gli strumenti finanziari, bensì solo da quelli di cui all'articolo 44 del TUIR e cioè da quelli produttivi di capitale. Il regime di indeducibilità non risulta operante per i contratti derivati e gli altri contratti a termine di natura finanziaria (i cui redditi sono espressamente menzionati dall'articolo 67 del TUIR tra i redditi diversi, anche se detti contratti assicurano una partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altra società del gruppo [....]”.

Il D.lgs 28/2/2005 n.38 – già sopra richiamato - (Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali (GU. n. 66 del 21/3/2005)) all'articolo 11 punto 3) in tema di Disposizioni tributarie afferma quanto segue:

1. “l'articolo 112 del TUIR è sostituito dal seguente (operazioni fuori bilancio). Si considerano operazioni fuori bilancio a) i contratti di compravendita non ancora regolati, a pronti o a termine, di titoli e valute; b) i contratti derivati con titolo sottostante; c) i contratti derivati su valute; d) i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività.
2. Alla formazione del reddito concorrono i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle operazioni “fuori bilancio” in corso alla data di chiusura dell'esercizio.

3. I componenti negativi di cui sopra non possono essere 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. [...]
4. per i contratti di compravendita di valute, il tasso di cambio a pronti, corrente alla data di chiusura dell'esercizio, se si tratta di operazioni a pronti non ancora regolate, il tasso di cambio a termine corrente alla suddetta data per scadenze corrispondenti a quelle delle operazioni oggetto di valutazione, se si tratta di operazioni a termine;
5. [...].

Se le operazioni di cui sopra sono poste in essere con finalità di copertura di attività o passività, ovvero sono coperte da attività o passività, i relativi componenti positivi e negativi derivanti da valutazione o da realizzo concorrono a formare il reddito secondo le medesime disposizioni che disciplinano i componenti positivi e negativi, derivanti da valutazione o da realizzo, delle attività o passività rispettivamente coperte o di copertura. [...]

Salvo quanto previsto dai principi contabili internazionali, ai fini del presente articolo l'operazione si considera con finalità di copertura quando ha lo scopo di proteggere dal rischio di avverse variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato il valore di singole attività o passività in bilancio o 'fuori bilancio' o di insiemi di attività o passività in bilancio o fuori bilancio.

Ai fini dell'applicazione delle disposizioni del testo unico delle imposte sui redditi, per le società che adottano i principi contabili internazionali si considerano immobilizzazioni finanziarie le partecipazioni di controllo e di collegamento, nonché gli strumenti finanziari detenuti sino a scadenza e quelli disponibili per la vendita”.

Rilevante in materia è anche il Regolamento CE n. 2237/04 della Commissione.¹⁵³

¹⁵³Regolamento (CE) n. 2237/2004 della Commissione del 29/12/2004 che modifica il Regolamento (CE) n. 1725/2003 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, per quanto riguarda lo IAS 32.

Gli strumenti finanziari comprendono sia strumenti primari (crediti, debiti, [...]), sia strumenti finanziari derivati (*interest rate swap*, *currency swap* [...]). Il Regolamento oltre a fornire una chiara definizione di cosa debba intendersi quale strumento finanziario derivato (AG 15), evidenzia come (in tema di procedure di gestione del rischio e operazioni di copertura), “un'entità deve indicare i propri obiettivi e le procedure di gestione dei rischi finanziari, incluse le procedure di copertura di ciascuna principale tipologia di

operazione prevista per la quale è utilizzato il metodo della copertura [...]. Oltre a fornire informazioni su specifici saldi e operazioni relativi a strumenti finanziari, l'entità illustra in che misura gli strumenti finanziari vengono utilizzati, i rischi loro associati e gli obiettivi perseguiti [...]. Il Regolamento puntualizza come l'esposizione di bilancio degli strumenti derivati rappresenti un utile strumento espositivo dei rischi societari, nonché base di riferimento per una "equa" imposizione fiscale degli stessi.

¹⁵⁴In merito all'aspetto fiscale dei prodotti derivati, è da rilevare come a cinque anni dalla entrata in vigore dello Statuto del contribuente (legge 212/2000) il garantire i rapporti tra Fisco ed imprese rimane un'utopia per quanto riguarda l'equità. Alle violazioni implicite dello Statuto altre si aggiungono solo quanto una parte entra in contenzioso con l'Amministrazione finanziaria.

Si veda quanto esposto in proposito da Il Sole 24 Ore - Cinque anni di Statuto tradito - del 8/8/2005 p.23

¹⁵⁵Relativamente alla tutela del risparmio, bilanci e riflessi sulla chiarezza dei bilanci societari, è da considerare come il Testo Unico della Finanza (D.l. 58/98) sia stato integrato nel corso dell'anno da molte variazioni tendenti a colpire i responsabili della revisione delle società quotate, delle controllate e per le società che emettono strumenti finanziari diffusi presso il pubblico. In merito alla chiarezza espositiva, e la falsità nelle relazioni o comunicazioni delle società di revisione risulta colpita dall'articolo 2624 c.c. Il Ddl sulla tutela del risparmio delega il Governo ad introdurre misure accessorie, tra cui interdizione confisca del prodotto illecito, oltre alle sanzioni economiche esistenti. Per una esposizione in tema si veda, Il Sole 24 Ore - Sanzioni severe alle società di revisione - del 14/3/2005 p.27

¹⁵⁶Il D.lgs. n. 38 del 28/2/2005 che attua la norma comunitaria n. 306/2003 (legge comunitaria) stabilisce, in tema di IAS e fisco, stabilisce obblighi e facoltà per le società soggette. Le imprese obbligate agli IAS nella redazione del bilancio consolidato possono redigere il proprio bilancio con i nuovi principi già a partire dall'esercizio chiuso o in corso al 31 Dicembre 2005. L'obbligo di adozione decorre dall'esercizio chiuso o in corso al 31 Dicembre 2006. La scelta degli IAS non è revocabile, salvo, come dispone l'articolo 3 del D.lgs, la ricorrenza di circostanze eccezionali da motivare in nota integrativa. Restrizioni sono inoltre previste alla distribuibilità degli utili (al netto dell'onere fiscale) derivanti dalle valutazioni al *fair value* diverse da quelle relative agli strumenti finanziari di negoziazione e copertura.

Per un'esposizione in tema, tra i molti articoli pubblicati, si veda Il Sole 24 Ore - IAS e Fisco, accordo con doppio binario - del 23/3/2005 p.25

¹⁵⁷La riforma tributaria in coordinamento con la riforma societaria nel nostro ordinamento ha eliminato le prevaricazioni del Tuir sul Codice civile. Il D.lgs 6/2003 varia la disciplina del bilancio in vari punti tra cui si rammenta l'impossibilità di operare rettifiche e accantonamenti secondo norme tributarie. Il D.lgs 344/03 dispone l'impossibilità di dedurre fiscalmente alcuni componenti negativi che non possono più transitare per il conto economico. Fondamentalmente si afferma come dall'esercizio 2004 il bilancio venga redatto secondo le norme del codice civile senza tenere conto di quelle tributarie (disinquinamento fiscale - abrogazione dell'articolo 2426 Codice civile comma 2 "il bilancio non viene più falsato per esigenze di natura fiscale").

Per una panoramica in tema - Il Sole 24 Ore - Per il bilancio vale solo il Codice - del 30/8/2004 p.17

In merito ai bilanci consolidati di gruppo e contratti derivati, le disposizioni sulla responsabilità tributaria, ex articolo 127 del Tuir, stabiliscono che ciascuna società controllata risponde per le sanzioni relative al

proprio reddito complessivo, per quelle derivanti dall'attività di controllo e per quelle relative alle violazioni degli obblighi strumentali. La controllante risponde per le sanzioni riferite al proprio reddito complessivo, per quelle legate all'attività di controllo formale ex art. 36-ter Dpr 600/1973 e per quelle derivanti dalla violazioni relative alla determinazione del reddito complessivo consolidato. In capo alla società controllante ricade la responsabilità solidale con la controllata per le sanzioni da questa dovute.

A livello comunitario l'Europa, è utile rammentare, ha un sistema fiscale diverso da paese a paese. Ciò è causa di differenti aliquote applicabili per operazioni simili tra i diversi Stati membri. Molto si è discusso sulla opportunità di una omogeneizzazione in materia, ma ci si trova di fronte a resistenze nazionali che fanno capire come "il tema di una fiscalità Europea" è lontano ancora dall'essere raggiunta. Da quanto pronunciato da Jonathan Todd – portavoce del commissario al Mercato interno Frits Bolkenstein (Giugno 2004) - " L'Europa ritiene che sia positiva una concorrenza fiscale leale tra gli Stati membri [...]", e nel frattempo nel Giugno 2004 i Governi hanno approvato all'unanimità un codice contro la concorrenza sleale, il cui scopo è quello di eliminare i regimi speciali e di vantaggio in aree delimitate. Si veda per un approfondimento, Il Sole 24 Ore, Concorrenza fiscale, test per l'Europa, del 1/7/2004 p.4