



**BASILEA 2**  
**ACCORDO PER LA TUTELA DELL'ADEGUATEZZA**  
**PATRIMONIALE DELLE BANCHE**

**4. Sistemi di mitigazione del rischio di credito**

*Documento n. 3 del 3 marzo 2006*

**CIRCOLARE**

## INDICE

<i>Premessa</i>	Pag.	1
1. Generalità	“	4
2. Le garanzie reali	“	6
2.1. Condizioni di ammissibilità delle garanzie reali	“	6
2.2. Metodi di calcolo dell'incidenza delle garanzie reali sui requisiti di capitale	“	7
2.3. Garanzie reali ammesse	“	9
2.4. Ponderazione delle garanzie reali	“	10
2.5. Compensazione di posizioni in bilancio	“	11
3. Le garanzie personali	“	11
3.1. Condizioni di ammissibilità delle garanzie personali	“	12
3.2. Metodi di calcolo dell'incidenza delle garanzie personali sui requisiti di capitale e relativa ponderazione	“	12
3.3. Garanzie personali ammesse	“	13
4. I derivati su crediti	“	13
4.1. Condizioni di ammissibilità dei contratti derivati	“	15
4.2. Tipologie di garanzia ammesse	“	15
4.3. Ponderazione dei finanziamenti garantiti attraverso i derivati creditizi	“	16
5. Le conseguenze dell'accordo di Basilea 2 sul ruolo e sulla operatività dei consorzi fidi	“	16
5.1. I consorzi fidi	“	16
5.2. Le innovazioni	“	17
5.2.1. <i>La riforma dei Confidi</i>	“	18
5.2.2. <i>Le iniziative della Banca d'Italia</i>	“	19
<i>Allegato</i>	“	22

## BASILEA 2

### ACCORDO PER LA TUTELA DELL'ADEGUATEZZA PATRIMONIALE DELLE BANCHE

#### 4. Sistemi di mitigazione del rischio di credito

##### *Premessa*

Questa circolare è dedicata alle modifiche introdotte dal nuovo accordo di *Basilea 2* in merito alle garanzie e agli altri strumenti che le banche usano per controllare, gestire e ridurre il rischio di credito.

Le garanzie hanno sempre avuto un ruolo, diretto alla riduzione del rischio, estremamente importante, ed anche in questo ambito il *Basilea 2* interviene a modificare la situazione pregressa in maniera rilevante, dando al loro ruolo ed alle modalità del loro trattamento un ulteriore rilievo.

Per inquadrare al meglio l'argomento, è utile ricordare che le spinte prodotte dal nuovo accordo sul sistema bancario, ed indirettamente su tutto il sistema economico, verso sistemi gestionali sempre più avanzati, sono dovute non già ad obblighi normativi diretti, ma a regole che assicurano la convenienza dei comportamenti virtuosi. Come abbiamo visto nei precedenti documenti, le aziende che evidenzieranno le caratteristiche di una buona gestione otterranno una buona valutazione di merito creditizio (buon *rating*), e le aziende con una buona valutazione di merito creditizio avranno maggiore possibilità di ottenere credito e/o godranno di migliori condizioni per il credito accordato.

Questa possibilità di accesso al credito (altrimenti negata per aziende con cattive valutazioni), e/o di condizioni finanziarie favorevoli, dipende dal meccanismo che regola gli obblighi imposti alle banche relativi ai requisiti minimi di capitale. Tale meccanismo ha come conseguenza che per la banca il denaro impiegato in ciascun finanziamento viene ad avere un costo diverso a seconda della ponderazione di rischio assegnata al finanziamento stesso.

In pratica è come se la banca pagasse di più il denaro utilizzato per i finanziamenti più rischiosi, e va sottolineato che questa differenza di costo è molto significativa. Per esempio, guardando alle classi di *rating*, si calcola che per ottenere lo stesso margine finanziario lo "*spread*<sup>1</sup>" sul costo medio della raccolta da applicare ad una azienda della classe peggiore dovrebbe essere circa doppio di quello applicato ad una azienda della classe immediatamente precedente, che a sua volta dovrebbe esse-

---

<sup>1</sup> Lo *spread* è in sostanza il ricarico che la banca applica rispetto ad un tasso di riferimento, che in questo caso è il costo del denaro. Il costo del denaro naturalmente può essere calcolato solo in media, perché alle differenti fonti dei fondi si applicano rendimenti diversi.

re oltre 1,5 volte quello da applicare alla classe ancora migliore e così via.

L'effetto è tale che, per le classi peggiori, i tassi che dovrebbero essere applicati, per risultare remunerativi per la banca, sarebbero fuori legge. Per affidare una azienda appartenente a tali classi, la banca sarebbe costretta a lavorare in perdita o, come di fatto farà, sarà costretta a declinare l'operazione<sup>2</sup>.

La ponderazione di rischio è quindi elemento critico per l'impresa ai fini dell'ottenimento del credito e, in questa ottica, è opportuno ripetere, le variabili che intervengono a dimensionare la ponderazione del rischio sono quattro: la probabilità di inadempienza (*default*), la percentuale di perdita in caso di inadempienza, la esposizione in caso di inadempienza e la scadenza.

Di queste quattro variabili, quelle che hanno il maggiore impatto sono le prime due:

- la probabilità di inadempienza ( $PD = Probability\ of\ default$ ), che dipende direttamente dalla valutazione di affidabilità assegnata al cliente finanziato, e della quale ci siamo occupati nei precedenti documenti dedicati ai sistemi di *rating*<sup>3</sup>;
- la percentuale di perdita in caso di inadempienza ( $LGD = Loss\ given\ default$ ), che dipende da vari fattori, alcuni indipendenti dalle caratteristiche dell'operazione e magari addirittura esterni alla banca (per esempio la efficienza del sistema giudiziario), altri connessi alle specifiche caratteristiche dell'operazione. Tra questi fattori è importante la eventuale presenza di garanzie che può intervenire a ridurre tale percentuale di perdita in maniera determinante.

Alla luce di principi richiamati, è evidente l'importanza del ruolo di supporto che le garanzie possono offrire ai fini del perfezionamento del rapporto di finanziamento. Va però tenuto presente che, affinché le garanzie possano espletare appieno tali loro potenzialità, devono possedere precise caratteristiche, descritte puntualmente nel nuovo accordo. Da un punto di vista strettamente formale, le banche non sono obbligate a recepire tutte le caratteristiche oggettive e soggettive delle garanzie fissate dal *Basilea 2*, tuttavia le garanzie che non rispettano tali caratteristiche non sono idonee ai fini del calcolo dei requisiti minimi di capitale. Da questo punto di vista, garanzie prive delle caratteristiche richieste sono come non rilasciate.

Questi condizionamenti inducono le aziende a modifiche di comportamento significative e sostanziali.

Come abbiamo appena ricordato, l'impatto del capitale minimo necessario alla operatività è direttamente correlato al margine finanziario che la banca può realizzare con le risorse a sua disposizione. Quindi, acquisire "strumenti di mitigazione del rischio di credito" accreditati dalla normativa del nuovo accordo è altrettanto redditizio per la banca che avere a che fare con aziende con un elevato *rating*<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> L'effetto è stato evidenziato fin dal primo documento pubblicato sulla materia (vedi circolare della Fondazione Luca Pacioli, documento n. 5 del 1° febbraio 2005).

<sup>3</sup> Vedi circolari della Fondazione Luca Pacioli, documento n. 8 del 4 marzo 2005 e documento n. 20 del 20 giugno 2005.

<sup>4</sup> Naturalmente in questa sede si considera in particolare l'impatto correlato al mondo delle imprese e soprattutto al mondo delle piccole e medie imprese.

Si è detto volutamente “strumenti di mitigazione del rischio di credito” (in luogo di “garanzie”) in quanto il *Basilea 2*, riconoscendo che il rischio connesso con una esposizione creditizia può essere controllato e ridotto con soluzioni diverse dalle garanzie classiche, prende in esame una gamma di strumenti più vasta e più sofisticata. L’obiettivo dell’accordo di *Basilea 2*, infatti, è di promuovere pragmaticamente la riduzione del rischio e quindi se una soluzione assicura una riduzione di tale rischio, significativa, concreta e misurabile, non solo ne prende atto nel calcolo dei requisiti minimi di capitale, ma cerca di favorirne l’utilizzo e di promuoverne la diffusione.

In questo senso, il nuovo accordo inserisce tra gli strumenti di mitigazione del rischio non solo le classiche garanzie reali e personali (quelle considerate dal codice civile), ma anche quegli innovativi strumenti di trasferimento del rischio che sono genericamente compresi sotto il nome di “derivati creditizi”.

Si tratta di strumenti complessi che in qualche modo incorporano una sorta di assicurazione a favore del prestatore di fondi, una specie di scommessa concertata in maniera che si viene ripagati se le cose vanno male così che il danno di una cattiva evoluzione degli eventi viene limitato.

Di seguito avremo quindi necessità di ricordare brevemente le formule dei derivati previste dal mercato finanziario e prese in esame dal nuovo accordo. Ciò tuttavia sarà fatto in maniera molto semplificata perché la norma è molto articolata e complessa e cercare di riportarla in maniera rigorosa e sufficientemente esaustiva comporterebbe una complicazione eccessiva tenuto presente lo scopo divulgativo della presente circolare.

Inoltre, poiché tra le forme di garanzie più diffuse nel mondo delle piccole e medie imprese c’è il sostegno dato dai Consorzi Fidi alle aziende consorziate, una parte della circolare si soffermerà ad illustrare la evoluzione del ruolo e dell’operatività dei Consorzi Fidi a seguito del dettato del nuovo accordo.

Infatti le caratteristiche oggettive e soggettive richieste alle garanzie personali per essere riconosciute valide ai fini del calcolo dei requisiti di capitale delle banche impone ai consorzi stessi una serie di importanti cambiamenti, come previsto da recenti provvedimenti legislativi.

Concludendo gli argomenti di cui ci occuperemo sono i seguenti:

- il trattamento delle garanzie reali
- il trattamento delle garanzie personali
- il trattamento dei derivati creditizi
- le conseguenze delle nuove norme inerenti agli strumenti di mitigazione del rischio sulla evoluzione richiesta al ruolo, organizzazione ed operatività dei Consorzi Fidi.

## 1. GENERALITÀ

Prima di analizzare i singoli strumenti di mitigazione del rischio di credito, rammentiamo alcuni aspetti del nuovo accordo di *Basilea 2* già esposti nelle precedenti circolari. Sarà utile per meglio inquadrare il trattamento dei singoli strumenti, a seconda della opzione scelta dalla banca in merito al sistema di calcolo del capitale minimo da destinare a copertura del rischio di credito.

Com'è noto, le banche possono optare tra 3 diverse opzioni:

Il metodo *standard*: in questo caso la ponderazione del rischio di credito nelle varie situazioni viene stabilita direttamente dalla norma, in base a criteri fondati sulla natura giuridica o sulle dimensioni del prestatore dei fondi e sulla natura della transazione. Fa eccezione il caso in cui il cliente finanziato (o, come vedremo meglio in seguito, nel caso della eventuale presenza di garanzie personali, il garante) sia in possesso di un *rating* esterno assegnato da una agenzia di *rating* accreditata dall'Istituto di controllo. In questo particolare caso la ponderazione tiene conto del *rating* secondo uno schema di ponderazione definito dalla norma in una apposita tabella.

Il metodo *IRB Base*: in questo caso la variabile PD (*Probability of default*)- che è una delle quattro variabili che intervengono nella formula di calcolo del coefficiente di ponderazione del rischio di credito – è calcolata sulla base del processo di *rating* elaborato dalla stessa banca e validato, per l'Italia, dalla Banca d'Italia. Le altre 3 variabili sono invece elaborate sulla base delle caratteristiche del cliente finanziato e della tipologia dell'operazione secondo uno schema simile a quello previsto per la PD nel sistema *standard*.

Il metodo *IRB avanzato*: in questo caso anche le altre variabili (ed in particolare è importante nel contesto del presente documento la LGD, ovvero la percentuale di perdita che si realizza in caso di inadempienza) sono elaborate dalla stessa banca, sulla base di sistemi interni di valutazione. Questa possibilità di stimare internamente la LGD ha, come vedremo meglio nel seguito, un impatto che diviene molto importante in particolari situazioni.

Preso atto di questi vari sistemi di calcolo, è opportuno premettere alcune regole di carattere generale che riguardano il trattamento delle garanzie.

a) una prima regola è che un credito garantito (ovvero la quota parte garantita di un credito) non può avere una ponderazione di rischio più sfavorevole dello stesso credito in assenza di garanzie.

Ciò appare ovvio e ci si aspetterebbe che un tale effetto non rischi mai di verificarsi, ma le regole previste dal *Basilea 2* sono così articolate e complesse che non si possono escludere casi eccezionali in cui, applicando la casistica prevista, un finanziamento garantito dovrebbe avere un trattamento peggiore dello stesso finanziamento non garantito.

Un esempio potrebbe essere dato, nel metodo *standard*, da un finanziamento garantito da ipoteca su beni residenziali a favore di una azienda con un *rating* pari ad AA- o superiore. Infatti, come detto nelle circolari pertinenti, il finanziamento garantito da ipoteca su beni immobili residenziali ha di norma una ponderazione di rischio pari al 35%, mentre i crediti a favore di aziende in possesso di un *rating* uguale o superiore ad AA- vengono trattati con una ponderazione di rischio pari al 20%.

Nel caso si verificasse una tale evenienza, quindi, sulla base di questa prima regola, il finanziamento garantito sarebbe trattato alla stessa stregua di un finanziamento non garantito, cioè con una ponderazione di rischio del 20%, in luogo di quella del 35% prevista per i prestiti ipotecari su immobili residenziali (cfr. successivo paragrafo 2.4. "Ponderazione delle garanzie reali"). In questo caso, quindi, al finanziamento garantito da ipoteca su immobili residenziali si applicherà un coefficiente di ponderazione del 20%, in luogo del 35% come sarebbe ordinariamente previsto;

- b) una seconda regola è che, in accordo con i principi generali del *Basilea 2*, quando ad una banca sono offerte diverse opzioni (ad esempio, la possibilità di scegliere tra metodo semplificato e metodo integrale – vedi seguito per i dettagli sul contenuto e significato di tali opzioni), la banca deve operare la scelta una volta per tutte, non potendo scegliere il metodo da applicare di volta in volta in funzione dei singoli casi, e ciò per evitare il rischio di una scelta della opzione di volta in volta più favorevole (cosiddetto "*cherry picking*"<sup>5</sup>);
- c) una terza norma prevede che, in ossequio all'obiettivo di tutela della libera concorrenza, quando l'Organo di Sorveglianza, nell'ambito di eventuali facoltà esplicitamente previste dall'accordo, decida di consentire un tasso di ponderazione più favorevole di quello che emergerebbe dalla applicazione della norma così come ordinariamente applicata (per esempio, l'Organo di Sorveglianza può decidere, per le garanzie rilasciate da enti pubblici o banche di un determinato paese estero, di allineare il *rating* a quello del governo dello stesso paese<sup>6</sup>), tale decisione deve essere portata a conoscenza di tutto il sistema bancario ed estesa a tutte le banche. Tutte beneficeranno quindi di analoga facilitazione;
- d) la presenza di diverse forme di garanzia a tutela di una stessa esposizione, così come la eventuale presenza di una quota non garantita, vengono pragmaticamente risolte attraverso la scomposizione della esposizione stessa in diversi finanziamenti, ciascuno garantito dal proprio specifico strumento, oppure non garantito. Cioè, se per esempio un finanziamento di 100 è garantito da denaro per 40 e da

---

<sup>5</sup> Letteralmente "raccolta delle ciliegie", con riferimento alla abitudine di selezionare, con la vista ed il tatto, le migliori.

<sup>6</sup> La norma prevede invece che enti pubblici o banche abbiano un *rating* inferiore di una classe rispetto a quella del governo, ma appunto lascia la facoltà all'Organo di Sorveglianza di allineare il *rating* alla stessa classe superiore.

ipoteca di primo grado per 50, tale finanziamento viene trattato come la somma di un finanziamento di 40 garantito da denaro, uno di 50 garantito da ipoteca di primo grado e uno di 10 non garantito.

## 2. LE GARANZIE REALI

Esporre il trattamento delle garanzie reali in maniera rigorosa sarebbe eccessivamente articolato e complesso. Ci limiteremo ad una esposizione di carattere generale, sufficiente a fornire la sensibilità sulla materia.

In estrema sintesi possiamo osservare che:

1. le garanzie reali conservano la loro capacità di favorire l'accesso al credito a condizioni particolarmente favorevoli, a patto che siano verificate le condizioni (legali, organizzative, ecc.) per la loro ammissibilità ai fini del calcolo dei requisiti di capitale;
2. la gamma delle garanzie ammesse (oltre che il tipo di trattamento ai fini della riduzione dei requisiti minimi di capitale) dipende anche dalla opzione scelta dalle banche:
  - nel metodo IRB sono ammesse alcune forme di garanzia non considerate nel metodo *standard*;
  - nel metodo IRB avanzato sono previste forme di calcolo più sofisticate (e potenzialmente più convenienti per la banca) di quelle statuite per il metodo IRB base.

### 2.1 Condizioni di ammissibilità delle garanzie reali

L'accordo di *Basilea 2* fissa una serie di condizioni per la ammissibilità delle garanzie nel calcolo dei requisiti di capitale della banca, condizioni che sono comuni a tutti i tipi di garanzia reale, in quanto applicabili.

Tali condizioni di ammissibilità si riferiscono ad aspetti e principi molto restrittivi (ancorché di buonsenso se si entra nell'ordine di idee che l'obiettivo è la limitazione del rischio). Si tratta di condizioni già note al sistema bancario ma, allo stato, non sempre rispettate da tutte le banche e in tutte le situazioni.

Tali condizioni sono le seguenti:

1. i documenti di costituzione del bene in garanzia devono essere di piena ed indiscussa validità dal punto di vista giuridico e giurisprudenziale, in tutte le giurisdizioni in cui ci si potrà trovare ad operare ai fini della escussione della garanzia stessa;
2. la banca deve possedere sistemi e procedure in grado di assicurare il mantenimento della validità delle garanzie nel tempo, la attivazione tempestiva delle

- azioni di recupero ed il corretto e puntuale seguito delle procedure legali di recupero, fino al completamento della pratica;
3. nel caso che le garanzie siano conservate presso un terzo depositario, deve essere assicurata la netta ed oggettiva separazione dei beni in garanzia da quelli del patrimonio del depositario;
  4. non devono sussistere elementi di correlazione tra la evoluzione della capacità di restituzione da parte del debitore originario ed il valore del bene posto a garanzia (per esempio non sono ammessi alla funzione di garanzia reale titoli di partecipazione o di credito emessi a carico dallo stesso debitore principale);
  5. la durata residua della garanzia deve essere allineata con la scadenza del debito garantito. Sono ammesse alcune eccezioni nell'ambito di alcune specifiche condizioni e comunque solo per garanzie di durata residua superiore ad un anno (quindi, in ogni caso, durante l'ultimo anno di validità della garanzia il debito, ove la sua scadenza sia successiva, figura come non garantito);
  6. devono essere tenuti presenti i rischi connessi alla possibile perdita della garanzia (distruzione per eventi calamitosi, incendi, deterioramento strutturale, etc.; furto, nei casi di beni mobili), così come possibili imputazioni per danni a terzi con riferimento ai beni avuti in garanzia (in particolare danni ambientali, oltre ad effetti indiretti di deterioramenti strutturali come fughe di gas, crolli di cornicioni etc.). Di conseguenza devono essere assunte opportune misure per prevenire tali tipi di rischi o almeno devono essere stipulate adeguate assicurazioni a tutela di tali evenienze, ove possibili;
  7. le garanzie di regola devono essere di primo grado. Garanzie di grado superiore al primo, cioè postergate rispetto a precedenti garanzie, sono ammesse solo nella misura in cui esse conservano chiaramente una capacità di copertura del rischio dopo la escussione della prima garanzia, tenuto conto di tutti gli oneri finanziari connessi al ritardo di incasso ed i costi diretti ed accessori, incluse le spese figurative dovute alla procedura di escussione.

## 2.2. *Metodi di calcolo dell'incidenza delle garanzie reali sui requisiti di capitale*

Per le banche che hanno scelto la opzione *standard* sono previste due possibilità: il metodo semplificato ed il metodo integrale.

Le banche che hanno scelto l'opzione IRB devono invece utilizzare sempre il metodo integrale.

Vediamo ora in cosa differiscono i due metodi.

Nel *metodo semplificato* la operazione garantita ha una sua ponderazione di rischio, specificamente dipendente dalla tipologia e dalle caratteristiche della garanzia (vedi, per esempio, il trattamento dei prestiti ipotecari di cui al seguente paragrafo).

Nel *metodo integrale*, invece, il beneficio della garanzia, nell'ipotesi dell'eventuale escussione, viene calcolato come minore esposizione a rischio.

In altre parole, se la stima del danno cui si va incontro in caso di inadempienza

(“*default*”) del debitore principale è, poniamo, pari al 30% del finanziamento concesso (perché il 70% dello stesso sarà recuperato attraverso la escussione della garanzia), ai fini del calcolo dei requisiti di capitale sarà preso in considerazione solo il 30% sottoposto a rischio. In pratica, il 70% integralmente coperto dalla garanzia viene del tutto ignorato nel calcolo del totale delle attività ponderate, mentre il residuo 30% viene trattato alla stregua di finanziamento non garantito, con ponderazione dipendente dal soggetto garantito.

Nella valutazione della copertura offerta dalla garanzia però, devono essere valutate una serie di importanti considerazioni di rischio:

1. il capitale complessivamente a rischio, dal quale andrà dedotta la quota del capitale integralmente garantito, dovrebbe incorporare interessi, spese e commissioni varie fino alla data di *default*, oltre le spese legali e accessorie di recupero del debito;
2. il valore della garanzia (che deve essere periodicamente aggiornato - di regola almeno ogni sei mesi - per tener presenti possibili fluttuazioni di mercato) dovrebbe tener conto del rischio di svalutazioni;
3. a tutela di questi margini di rischio aggiuntivi, quindi, al valore del debito, quando del caso (per esempio nei casi di finanziamento in valuta o a tasso fisso), va aggiunto un adeguato scarto cautelare, mentre al valore della garanzia va sottratto un altrettanto adeguato scarto che tenga conto della volatilità dei mercati coinvolti (valute, valori mobiliari, tassi finanziari, etc.). Lo scarto sul valore della garanzia è sempre richiesto, con la sola eccezione dei casi di garanzie costituite da pegno in denaro, quando il denaro sia espresso nella valuta di conto della banca creditrice.

Le banche che usano il sistema IRB avanzato possono prevedere propri sistemi di valutazione degli scarti<sup>7</sup>. Questi sistemi devono dimostrare di soddisfare alcuni requisiti minimi circa la capacità di stimare la volatilità massima che si può manifestare nel particolare mercato coinvolto dalla transazione in un determinato lasso di tempo (si cerca così di prevenire le svalutazioni che possono intercorrere tra i momenti di revisione del valore della garanzia).

Nel caso delle altre banche, gli scarti minimi da applicare sono previsti dalla norma secondo una articolata scaletta che per brevità non riportiamo. Ci limitiamo a titolo di esempio a riportare lo scarto *standard* richiesto per rischi di cambio a fronte di garanzie reali denominate in valute diverse: 8% (cfr. paragrafo 152 del documento contenente il nuovo accordo di Basilea: “*Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*”<sup>8</sup>).

<sup>7</sup> Per essere precisi va ricordato che sistemi di valutazione interna di tipo VaR (si tratta di sistemi, fondati su metodologie statistiche, idonei a stimare la massima volatilità che si può manifestare nei valori del bene in analisi entro ragionevoli limiti di probabilità), sono ammessi anche per le altre banche che usano il sistema integrale nei casi di operazioni PcT (pronti contro termine) o di *netting* nei confronti di controparti bancarie.

<sup>8</sup> Il documento è reperibile anche nel sito della Fondazione Luca Pacioli, [www.fondazioneluca Pacioli.it](http://www.fondazioneluca Pacioli.it).

### 2.3. Garanzie reali ammesse

Sono previste le seguenti garanzie:

- *ipoteca su immobili residenziali e commerciali.*

Nel metodo *standard* la garanzia ipotecaria non figura tra quelle ammissibili, ma è una esclusione solo apparente perché le operazioni garantite da ipoteca sono disciplinate come categoria di operazione a sé stante, la cui ponderazione di rischio già incorpora la valutazione della garanzia. Per queste operazioni quindi, le banche che usano il metodo *standard* non hanno la scelta fra il metodo semplificato ed integrale, perché di fatto vengono sempre trattate secondo il metodo semplificato.

In questo contesto è interessante osservare come il trattamento destinato a tali operazioni evidenzia l'alta volatilità associata agli immobili non residenziali. Infatti i prestiti ipotecari su immobili residenziali hanno una ponderazione di rischio del 35% mentre per i prestiti ipotecari su immobili non residenziali viene proposta dal Comitato una ponderazione del 100% (cioè pari a quella di prestiti non garantiti. Tuttavia le autorità di vigilanza locali possono decidere di ridurre tale ponderazione fino alla soglia minima del 50%, nel rispetto di alcune condizioni accessorie).

Nel metodo IRB (base e avanzato) sono ammesse a garanzia le ipoteche su immobili residenziali e commerciali. Esse utilizzano anche per questi strumenti il metodo integrale<sup>9</sup>;

- *pegno su strumenti finanziari idonei.*

Tali strumenti idonei sono:

- contante, compresi i certificati di deposito e strumenti assimilabili emessi dalla banca creditrice;
- oro;
- titoli di debito con *rating* adeguato<sup>10</sup> (il *rating* minimo richiesto varia a seconda della categoria dell'emittente. Per gli emittenti ordinari è richiesto un minimo di BBB-);
- azioni comprese in uno dei principali indici di borsa.

Limitatamente alle banche che usano il metodo IRB sono ammessi a garanzia i crediti commerciali acquistati (*purchased receivables*).

---

<sup>9</sup> Ricordiamo che, come esposto nel precedente paragrafo, tale metodo consente di detrarre dalla esposizione di rischio il valore della garanzia, opportunamente ridotto di adeguato scarto che tenga conto delle oscillazioni del mercato.

[Per la precisione, nei confronti delle banche che usano il sistema IRB, la norma specifica che non si deve ridurre il valore della EAD, ma sostituire alla LGD un valore corretto in base alla proporzione tra la "esposizione corrente" e la "esposizione corretta in base al valore della garanzia" (sempre tenuto conto degli scarti di cui detto in precedenza). Si tratta di una precisazione di dettaglio che non cambia la sostanza del principio di riferimento.]

<sup>10</sup> Anche titoli di debito senza rating, ma solo in casi particolari di emissione da parte di banche. Non scendiamo nei dettagli che non sono importanti ai nostri fini.

## 2.4. Ponderazione delle garanzie reali

Secondo quanto finora anticipato, la ponderazione dei vari titoli a garanzia può variare in maniera anche consistente a seconda del sistema usato dalla banca e, nell'ambito di questo, del metodo prescelto.

Tra l'altro, va ricordato che, nell'ambito del metodo integrale (obbligatorio, come detto, per tutte le banche che usano il sistema IRB, e facoltativo per le altre), parlare di ponderazione può risultare fuorviante, in quanto può far pensare ad una ponderazione di rischio da applicare alla intera operazione, mentre come sappiamo, il beneficio della garanzia si esplica nel fatto che la parte del finanziamento interamente ed integralmente coperto dalla garanzia (nel rispetto dei requisiti più volte richiamati in precedenza) ha una ponderazione pari allo 0%, mentre la parte residua mantiene la sua ponderazione come se fosse non garantito.

La casistica in cui vengono suddivise le garanzie reali include vari pegni in danaro e titoli, ed inserisce nella classe delle garanzie pignoratorie le operazioni di pronti contro termine.

Il trattamento delle operazioni, quando assistite da pegno su strumenti finanziari (operazioni che costituiscono la maggioranza di questa categoria), dipendono dalla valuta e dal tipo di emittente con una casistica molto articolata.

Non è possibile quindi dare una scaletta puntuale del trattamento delle singole garanzie ma possiamo fare riferimento qui di seguito ad alcuni esempi significativi per fornire una sensibilità sul beneficio che i vari tipi di garanzia possono fornire.

Nel caso delle garanzie ipotecarie abbiamo già visto l'esempio della ponderazione proposta nel metodo *standard* per le ipoteche su immobili residenziali e non residenziali:

- per gli immobili residenziali la ponderazione è il 35% mentre per i non residenziali è di norma il 100%.

Nel caso delle garanzie costituite da pegno abbiamo già ricordato che il pegno in denaro o titoli emessi dalla stessa banca finanziatrice e nella sua stessa valuta di conto hanno una ponderazione nulla.

Quando si parla di titoli obbligazionari o con caratteristiche corrispondenti, la ponderazione è sottoposta a una soglia minima del 20%, con la eccezione dei titoli emessi da governi dei paesi di primario *rating* e delle istituzioni finanziarie internazionali (es. Banca Mondiale e FMI), che godono di una ponderazione dello 0%.

Nel caso delle operazioni PcT (pronti contro termine), lo scarto dello 0% è ammesso anche se la controparte non è un governo o una istituzione di cui sopra ma è un operatore primario del mercato, a patto che siano soddisfatte le condizioni minime:

- che la esposizione reale e la garanzia siano denominate nella stessa valuta;
- che la operazione PcT sia di tipo "overnight"<sup>11</sup>;

---

<sup>11</sup> Con un giorno lavorativo di intervallo tra l'acquisto e la vendita.

- che l'adeguamento dei margini (scarti) sul valore della garanzia sia giornaliero o che in caso contrario che il tempo tra l'ultima valutazione e la escussione del credito non superi i 4 giorni;
- che la operazione sia coperta da adeguata documentazione contrattuale che dia diritto ad effettuare l'escussione della garanzia ed il conseguente sequestro immediato dei titoli qualora si verificano situazioni a rischio.

### 2.5. *Compensazione di posizioni in bilancio*

Nel corpo del documento, tra il capitolo dedicato alle garanzie reali e quello dedicato alle garanzie personali, il *Basilea 2* riserva uno spazio alle compensazioni di posizioni in bilancio (cfr. paragrafo 139).

Si tratta degli accordi che le Banche possono avere con singole controparti, di regola più facilmente altre banche o grandi aziende finanziarie, per regolare i reciproci rapporti di debito e credito sulla base del semplice saldo.

In teoria anche una PMI può concordare con la banca un accordo di "*netting*", ma in genere con tali tipologie di aziende sussiste una contemporaneità di posizioni a debito e a credito solo nel caso che la posizione a credito sia vincolata (peraltro in genere da terze parti) a garanzia dei fidi concessi.

Quale che sia la situazione, la norma tiene in considerazione il fatto che le facoltà di compensare posizioni di debito e di credito possono essere soggette a specifici vincoli di legge. Per esempio, in assenza di forme contrattuali e tempistiche idonee e documentate con data certa, nel nostro paese la compensazione potrebbe venire ripresa in sede di procedura concorsuale.

Affinché si possa operare la compensazione, viene quindi richiesto che le procedure di stipula dell'accordo di compensazione, e di eventuale rinnovo, assicurino la ottemperanza di tutti i requisiti di legge atti ad evitare qualsiasi rischio di revocatoria della compensazione medesima.

## 3. LE GARANZIE PERSONALI

L'accordo di *Basilea 2* accomuna in un unico trattamento le garanzie personali ed "i derivati creditizi". In effetti molti dei requisiti di ammissibilità sono comuni ed i principi generali di trattamento sono sicuramente gli stessi.

Tuttavia nella presunzione che la dimestichezza del nostro lettore-tipo con i derivati sia piuttosto limitata, dedicheremo ai derivati creditizi un apposito paragrafo (vedi successivo paragrafo 4.).

In allegato inoltre è fornita una trattazione, non sofisticata ma sufficientemente diffusa, di tali strumenti.

### 3.1. Condizioni di ammissibilità delle garanzie personali

Le garanzie personali sono ammesse esclusivamente se rispettano le seguenti caratteristiche:

esse devono essere:

- a) *dirette*: la garanzia deve essere assunta contrattualmente direttamente dal garante;
- b) *esplicite*: la garanzia deve menzionare esplicitamente le posizioni di debito e/o le specifiche operazioni del garantito verso le quali il garante assume obbligo di tutela. Ciò esclude la ammissibilità, per esempio, di “fideiussioni omnibus”;
- c) *irrevocabili*: non sono ammesse opzioni a favore del garante che consentano la revoca della garanzia né, nel caso di garanzie assunte a titolo oneroso, la possibilità di revisione unilaterale del corrispettivo (*fee*) periodico eventualmente necessario al rinnovo della garanzia<sup>12</sup>;
- d) *incondizionate*: il soddisfacimento della obbligazione assunta a garanzia non può essere soggetta a condizioni, con la sola eccezione del caso in cui la garanzia sia assunta a titolo oneroso<sup>13</sup> e che quindi preveda il pagamento periodico di un corrispettivo(*fee*) a favore del garante, e che tale corrispettivo alla data dell’ultima scadenza periodica non sia stato regolarmente pagato;
- e) *esenti da obbligo di preventiva escussione* del debitore principale;
- f) *estese alla totalità degli obblighi di pagamento* a carico del debitore principale, cioè devono coprire, per la documentazione della inadempienza e la eventuale escussione, non solo il debito nozionale, ma anche interessi e costi accessori. Nel caso questa ultima condizione non sia soddisfatta, la esposizione in questione deve essere scomposta nella parte relativa al capitale nominale, da considerarsi garantita, e nella parte relativa ad interessi ed oneri legali, vari ed accessori, da considerarsi non garantita.

### 3.2. Metodi di calcolo dell’incidenza delle garanzie personali sui requisiti di capitale e relativa ponderazione

Il metodo di calcolo dell’incidenza delle garanzie personali è in linea di principio molto semplice e condivisibile secondo buonsenso: se un prestito è assistito da garanzia personale di un terzo e se sono rispettate le condizioni di ammissibilità di cui al precedente paragrafo, il *rating* del garante si sostituisce al *rating* del garantito. Per poter fornire una garanzia, inoltre si richiede al fornitore della copertura di possedere un *rating* pari ad almeno A- (paragrafo 195 del documento contenente il nuovo accordo di Basilea: “*Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*”).

---

<sup>12</sup> Caso che riguarda di regola i derivati creditizi, come vedremo meglio trattando di tale categoria di strumenti.

<sup>13</sup> Vedi nota precedente.

Naturalmente ciò comporta che le garanzie personali, per essere valide ai fini del calcolo dei requisiti di capitale, devono rispettare le seguenti condizioni:

1. il garante deve essere un soggetto dotato di *rating* e ciò esclude le persone fisiche;
2. il garante non solo deve possedere un *rating* migliore del garantito, altrimenti la operazione conserva la stessa ponderazione del prestito non garantito (vedi paragrafo 1) ma deve possedere un *rating* minimo, che è appunto stabilito nella misura di A- (ovvero la classe di *rating* corrispondente nel particolare sistema di valutazione utilizzato).

### 3.3. Garanzie personali ammesse

Sono ammesse tutte le forme tipiche di garanzia, che possono variare leggermente a seconda dell'ordinamento giuridico interessato: per l'Italia sono comprese, naturalmente, fideiussione e avallo.

Oltre le forme tipiche, come abbiamo già detto, sono prese in considerazione anche le tipologie di contratto che rappresentano una effettiva forma di mitigazione del rischio e tra queste sono stati individuati i derivati creditizi, nelle forme dedicate appunto alla copertura del rischio (vedi paragrafo successivo)

## 4. I DERIVATI SU CREDITI

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore e i cui diritti derivano dalle dinamiche dei prezzi di altre attività che sono *sottostanti* il contratto. Possono essere legati sia al valore di beni di natura reale, ad esempio oro, caffè, etc., che a strumenti finanziari tipici: azioni obbligazioni etc..

Questa caratteristica consente loro di essere usati per scopi molteplici, per speculazione o arbitraggio dei prezzi, per la copertura dei rischi connessi alle attività sottostanti.

Ai fini del *Basilea 2* interessa ovviamente l'uso dei derivati a fini della riduzione del rischio di credito per la banca.

Il raggiungimento di questo obiettivo viene assicurato con modalità diverse, a seconda del contratto utilizzato:

1. con un *contratto a termine* la banca può garantirsi dall'eventuale deprezzamento dei titoli avuti in garanzia, vendendo a termine i titoli stessi, con scadenza coincidente a quella della operazione garantita.

Alla scadenza dell'operazione la banca avrà comunque la certezza della copertura, sia che i titoli si siano apprezzati sia che essi si siano deprezzati. La controparte del contratto a termine si accolla il rischio del caso che i titoli si deprezzino e beneficia invece del guadagno nel caso che i titoli si apprezzino;

2. con l'acquisto di una *opzione put* (*put option*) la banca acquisisce il diritto di vendere i titoli avuti in garanzia ad un prezzo predeterminato, conseguendo sia il beneficio dell'eventuale aumento del prezzo degli stessi (perché in questo caso si asterrà dalla vendita) che la copertura della garanzia qualora i titoli si deprezzino. Il venditore dell'*opzione put*, e quindi della copertura, si assume il rischio contro il pagamento di un compenso (*fee*), che costituisce il suo guadagno nel caso in cui i titoli non si deprezzino. Tale compenso è tanto più alto quanto probabile viene considerato il rischio di un deprezzamento. Nella pratica, avendo fini di sola copertura dal deprezzamento, il compenso di una *opzione put* risulta eccessivamente oneroso e si preferisce il contratto a termine;
3. con i contratti di cui si è detto la banca si garantisce dal deprezzamento delle eventuali garanzie ricevute. La banca può però acquisire direttamente la garanzia del finanziamento concesso con un contratto *swap*. Questo contratto copre il rischio dell'eventuale inadempienza del debitore principale.  
Per fare un esempio, se la banca ha concesso un finanziamento per il quale sia previsto un rimborso rateale, la banca può stipulare un *credit default swap*, ovvero un *total return swap* (cfr. l'allegato per una presentazione degli strumenti in questione).  
Con tali contratti la banca scambia con il fornitore della garanzia il flusso di fondi rinveniente dal suo credito con un flusso di fondi predeterminato: per esempio, se il suo credito è a tasso fisso può concordare un rendimento che segua le evoluzioni dei tassi del mercato finanziario. Il venditore della garanzia incassa ad ogni scadenza le rate di rimborso del finanziamento mentre paga alla banca le rate calcolate al tasso variabile sul valore nominale concordato (di solito lo stesso valore del finanziamento).  
La cosa importante è che, nelle formule dei contratti *swap* sopra menzionati (*credit default swap* e *total return swap*), la controparte del contratto *swap* sopporta anche il rischio della inadempienza. Cioè, se si realizza la inadempienza (*default*) del debitore principale, il venditore della garanzia paga alla banca il valore nominale concordato e subentra nel credito, accollandosene la eventuale perdita.

Come evidente, gli effetti dei contratti menzionati sono diversi. Ai fini del *Basilea 2*, solo il contratto da ultimo menzionato fornisce una copertura piena. Gli altri contratti derivati (nn. 1 e 2) vanno valutati nei loro effetti e possono servire a ridurre o ad eliminare lo scarto che deve essere calcolato sul valore della garanzia, ai fini del calcolo della LGD (perdita in caso di inadempienza).

Fermo rimanendo che, ai fini dell'Accordo di Basilea 2, assumono rilievo soltanto i derivati idonei ad eliminare o ridurre il rischio creditizio (che nella fattispecie sono stati identificati dal Comitato in una delle forme già più volte citate di "*credit default swap*" o di "*total return swap*"), per una breve illustrazione generale sugli strumenti derivati vedi l'allegato al presente documento.

#### 4.1. Condizioni di ammissibilità dei contratti derivati

Ai fini della mitigazione del rischio di credito, l'accordo di *Basilea 2* prende in considerazione solo i "derivati creditizi" (che hanno come attività sottostante un credito), vale a dire i soli contratti derivati idonei a garantire la banca anche dall'eventuale inadempienza del debitore principale.

Per la loro ammissibilità i derivati devono avere alcuni requisiti minimi: innanzi tutto le caratteristiche già citate a proposito delle garanzie personali (le coperture devono essere esplicite, irrevocabili, ed incondizionate, con la sola eccezione già citata al riguardo); in secondo luogo, gli altri requisiti specificamente riferiti ai contratti derivati.

Tra essi ricordiamo:

- il contratto derivato deve assicurare la copertura di un insieme minimo predefinito di eventi relativi al credito (*credit events*), tra cui: il mancato pagamento della obbligazione *sottostante*, il fallimento dell'obbligato, la ristrutturazione della obbligazione;
- il contratto derivato non deve estinguersi prima del termine necessario a coprire la eventuale inadempienza;
- la eventuale possibilità di regolamento del solo differenziale (*cash settlement*) (si tratta sostanzialmente di un regolamento attraverso compensazione dei valori del *sottostante* e della obbligazione in denaro prevista. Approfondimenti possono essere trovati nell'allegato) è riconosciuta solo in presenza di robuste procedure di valutazione del valore del *sottostante* e di immediato aggiustamento della posizione complessiva dopo il regolamento;
- se il regolamento è previsto alla consegna (*on delivery*), non devono essere presenti limiti di alcun genere alle possibilità di trasferimento dell'obbligazione sottostante (*underlying obligation*);
- sono richiesti criteri qualitativi minimi in caso di disallineamento (*mismatch*) tra *underlying asset* e *reference obligation* (ossia l'obbligazione impiegata per determinare il valore di regolamento per contante), a tutela della costante copertura del valore del finanziamento garantito.

#### 4.2 Tipologie di garanzia ammesse

Come già detto, ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali, sono ammessi come strumenti di mitigazione del rischio di credito solo le forme di derivati "*credit default swap*" e "*total return swap*".

Inoltre, il garante / fornitore della protezione (*seller*) deve essere compreso tra i fornitori idonei e cioè:

- governi, istituzioni pubbliche, banche e società di intermediazione mobiliare con ponderazione di rischio inferiore a quella della controparte garantita;
- altre entità con *rating* pari o superiore ad “A-”.

#### 4.3. Ponderazione dei finanziamenti garantiti attraverso i derivati creditizi

In coerenza con i principi generali, alla parte di finanziamento protetta con un contratto derivato è assegnata la ponderazione di rischio del fornitore della garanzia. La parte di finanziamento non protetta viene considerata alla stregua di un finanziamento non garantito: ad essa è assegnata la ponderazione del debitore principale.

## 5. LE CONSEGUENZE DELL’ACCORDO DI BASILEA 2 SUL RUOLO E SULLA OPERATIVITÀ DEI CONSORZI FIDI

L’accordo di *Basilea 2* dà un risalto maggiore del precedente accordo alle garanzie, nella misura in cui esse sono riconosciute valide ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali delle banche finanziatrici.

D’altra parte, le innovazioni previste determineranno una penalizzazione per i clienti con un alto profilo di rischio, penalizzazione che non potrà essere mitigata da quelle forme di garanzia che non siano ammesse nel calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche.

### 5.1. I consorzi fidi

Alla luce di tali principi, merita di essere approfondita la particolare posizione dei Consorzi fidi, considerato che le garanzie da essi tradizionalmente prestate non sarebbero considerate forme ammesse di mitigazione del rischio di credito.

I Consorzi Fidi hanno tradizionalmente prestato le loro garanzie in una delle due seguenti forme alternative:

- il fondo di garanzia del consorzio viene posto a garanzia dei fidi concessi agli aderenti al consorzio stesso. In questo caso, il fondo di garanzia del consorzio costituisce un pegno irregolare;
- il fondo di garanzia del consorzio dà copertura patrimoniale alla fideiussione rilasciata dal consorzio, a garanzia dei fidi concessi dalle banche ai consorziati.

Ebbene, ai fini della definizione dei requisiti minimi di capitale delle banche, il pegno irregolare non è garanzia reale idonea alla mitigazione del rischio e la forma fideiussoria risulta carente dei requisiti per il riconoscimento della garanzia.

Per quanto riguarda la prima forma di intervento, i consorzi fidi hanno sempre prestato una garanzia sussidiaria a copertura della perdita sostenuta dalla banca. In sostanza, la banca doveva attivare le procedure di recupero e sostenere l'onere del processo di escussione contro il debitore principale prima di poter attingere al patrimonio del fondo a garanzia (per coprire la perdita residua che era rimasta a suo carico). L'accordo di *Basilea 2* richiede invece che la garanzia sia escutibile a prima richiesta.

Per quanto riguarda l'intervento nella forma della fideiussione, secondo l'accordo di *Basilea 2*, l'ente che rilascia la copertura o la garanzia,<sup>14</sup> deve essere classificato con un *rating* pari almeno ad "A-" (o equivalente nei sistemi di *rating* che utilizzano scale diverse da quella *Standard & Poors*) e la mancanza di questo requisito escluderebbe di fatto tutti i Confidi<sup>15</sup>.

Ne conseguirebbe che, nel nuovo panorama normativo, i Consorzi Fidi avrebbero una difficile collocazione, con possibilità di operare molto modeste. È vero infatti che le banche non sono obbligate ad accettare solo garanzie valide ai fini del calcolo dei loro requisiti patrimoniali, ma acquisendo eventualmente anche garanzie non accreditate a tali fini, si troverebbero per motivi di equilibri reddituali a dover applicare ai finanziamenti così garantiti condizioni più onerose; condizioni che non potrebbero allontanarsi più di tanto da quelle applicabili al cliente finanziato in assenza del sostegno del Confidi.

Tenuto conto della classe di *rating* dei soggetti richiedenti (e sappiamo che in generale le classi di *rating* dei clienti assistiti dalla garanzia dei Consorzi Fidi risultano piuttosto modeste), la situazione degli aderenti al consorzio rischierebbe di risultare difficile: essi dovrebbero pagare la quota di iscrizione al consorzio, pur ottenendo dalle banche condizioni finanziarie onerose, con un costo complessivo forse non sostenibile.

## 5.2. Le innovazioni

In relazione alla situazione prospettata, vanno registrate con interesse le iniziative assunte per adeguare l'attività dei Confidi alla nuova disciplina dell'accordo di *Basilea 2*. Si segnalano in proposito:

- la nuova disciplina dell'attività di garanzia collettiva dei fidi dettata con l'art. 13 del D.L. 30 settembre 2003, n. 269, conv. dalla legge 24 novembre 2003, n. 326. Sono stati previsti una serie di vincoli e di condizioni che meglio identificano l'at-

<sup>14</sup> Se non si tratta di uno stato sovrano o di una banca.

<sup>15</sup> In mancanza di adeguate conoscenze circa le classi di *rating* assegnate ai consorzi di garanzia fidi, una recente ricerca si è basata sulle classi di *rating* assegnate alle BCC Banche di Credito Cooperativo, stimandole come istituzioni che hanno una certa vicinanza nell'oggetto sociale e missione mutualistica, ma che presentano certamente una struttura organizzativa e patrimoniale di migliore qualità.

Tale ricerca ha dimostrato che nessuna BCC italiana raggiungerebbe la classe di *rating* "A-" e quindi a maggior ragione tale classe di *rating* sarebbe una barriera insormontabile alla operatività dei Consorzi Fidi.

- tività di garanzia collettiva dei fidi e preparano e promuovono un rafforzamento patrimoniale e strutturale dei consorzi fidi;
- le ulteriori disposizioni contenute nella legge finanziaria per il 2006, nell'ambito della nuova disciplina sui "distretti produttivi", con le quali si dà mandato al Ministro dell'economia e delle finanze di adottare le misure più idonee ad assicurare il riconoscimento della garanzia prestata dai Confidi<sup>16</sup>;
  - l'annunciato ricorso da parte della Banca di Italia ad alcune specifiche opzioni concesse dal nuovo accordo agli organi di controllo<sup>17</sup> e volte a consentire l'ammissibilità della garanzie concesse dai Confidi ai fini del calcolo dei requisiti di capitale.

Il mutato quadro normativo e regolamentare, in parte ancora in evoluzione (per esempio, l'esercizio delle sopraccitate opzioni da parte della Banca d'Italia potrebbe condurre alla necessità di regolamentare in maniera più stringente ed analitica il *reporting* mensile che le aziende "vigilate" devono inviare mensilmente all'Organi di controllo), richiede ai Confidi di adeguare, effettuando i necessari investimenti, sia le strutture di capitale, che lo *status* giuridico e la qualità della organizzazione interna e dei processi di gestione.

Si tratta di investimenti complessi, ma in questo modo i Confidi vedranno il proprio ruolo non solo salvaguardato ma potenzialmente esaltato.

### 5.2.1. La riforma dei Confidi

La riforma dei Confidi è stata disciplinata con l'art. 13 del D.L. 30 settembre 2003, n. 269, conv. dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, che detta disposizioni per razionalizzare il sistema attuale, contrassegnato da eccessiva frammentazione ed eterogeneità. Si prevede una chiara ed univoca definizione del ruolo e del campo di attività dei Consorzi Fidi, indirizzandone l'evoluzione attraverso la trasformazione in intermediari finanziari o in banche di credito cooperativo.

<sup>16</sup> "5. al fine di favorire l'accesso al credito e il finanziamento dei distretti e delle imprese che ne fanno parte .....il Ministro dell'economia e delle finanze adotta o propone le misure occorrenti per:

5.1) assicurare il riconoscimento della garanzia prestata dai confidi quale strumento di attenuazione del rischio di credito ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali degli enti creditizi, in vista del recepimento del Nuovo accordo di Basilea;

5.2) favorire il rafforzamento patrimoniale dei confidi e la loro operatività; anche a tal fine i fondi di garanzia interconsortile di cui al comma 20 dell'articolo 13 del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, possono essere destinati anche alla prestazione di servizi ai confidi soci ai fini dell'iscrizione nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;

5.3) agevolare la costituzione di idonee agenzie esterne di valutazione del merito di credito dei distretti e delle imprese che ne fanno parte, ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche nell'ambito del metodo standardizzato di calcolo dei requisiti patrimoniali degli enti creditizi, in vista del recepimento del Nuovo accordo di Basilea;.....]" (cfr. art. 1, comma 368, lett. c), punto 5, della legge 23 dicembre 2005, n. 266).

<sup>17</sup> In sostanza la più importante di queste opzioni che il Basilea 2 concede e che la Banca d'Italia ha deciso di esercitare è quella di equiparare, ai fini della concessione di garanzia personali, il trattamento degli intermediari vigilati a quello delle banche. Ciò significa che i Confidi che si iscriveranno nell'elenco degli intermediari vigilati ex art. 107 T.U.B. scavalcheranno l'obbligo di appartenere ad una classe di *rating* non inferiore ad "A-" per poter rilasciare garanzie personali idonee. C'è da osservare, però, che la Banca di Italia sta ancora verificando con il Comitato se questo non configuri l'obbligo di un controllo più stringente di quello attuale a carico di detti intermediari vigilati, fatto questo che potrebbe conseguire da una interpretazione prudentiale della norma relativa alla opzione in oggetto.

I principali contenuti della riforma riguardano:

1. la definizione della missione dei Confidi, che deve essere quella di prestare garanzie a favore di PMI (inclusi eventuali servizi connessi e strumentali alla prestazione delle stesse). Ciò al fine di favorire l'accesso al credito e implicitamente la operatività delle aziende garantite e conseguentemente la crescita economica del bacino in cui operano i Confidi medesimi;
2. la rigorosa definizione del loro carattere mutualistico, prevedendo che possano essere soci del Consorzio Fidi solo le piccole e medie imprese. Altri soggetti sono ammessi esclusivamente al ruolo di sostenitori, con limitazioni alla partecipazione ed alla amministrazione del consorzio;
3. la fissazione dei requisiti minimi di capitale, in 100.000 euro, e di patrimonio complessivo, comprensivo dei fondi rischi indisponibili oltre a eventuali utili e riserve, che non può essere inferiore a 250.000 euro;
4. la conferma di un regime fiscale agevolato.

Si prevede tra l'altro una ulteriore forma di rafforzamento del valore della garanzia dei Consorzi Fidi, introducendo la nuova figura dei "fondi di garanzia interconsortile", destinati alla prestazione di controgaranzie e cogaranzie a sostegno di quelle concesse dai singoli consorzi.

Il patrimonio di tali "fondi di garanzia interconsortile" è alimentato da un contributo annuale obbligatorio versato da ogni "Consorzio fidi" nella misura dello 0,5 per mille dei finanziamenti garantiti dal consorzio<sup>18</sup>.

La norma stabilisce altresì che saranno definiti, di concerto con la Banca di Italia, i criteri con cui i Confidi saranno ammessi nell'elenco degli intermediari finanziari vigilati<sup>19</sup>. Si tratta di intermediari soggetti appunto ad uno speciale regime di vigilanza e che, in conseguenza di tale speciale regime, avranno i benefici sulla loro operatività di cui si dirà al paragrafo successivo.

#### 5.2.2. *Le iniziative della Banca d'Italia*

Alle norme di razionalizzazione della attività e del ruolo dei Confidi appena descritte si affiancano le iniziative ulteriori che verranno adottate dalla Banca di Italia. L'istituto ha già anticipato che, nell'obiettivo di salvaguardare la posizione dei Confidi, utilizzerà alcune facoltà che il *Basilea 2* prevede possano essere esercitate dagli istituti centrali di controllo, quando gli stessi Istituti di controllo ritengano che sussistano le condizioni affinché l'esercizio di dette facoltà non pregiudichi la efficacia dell'impianto complessivo della nuova norma.

---

<sup>18</sup> Il conferimento al fondo interconsortile può avvenire o presso un apposito consorzio di garanzia costituito esclusivamente tra istituzioni che esercitino la attività di garanzia fidi (cfr. art. 13, comma 5, del D.L. n. 269 del 2003 citato), ovvero presso apposito fondo di garanzia pubblico, qualora i Confidi in questione non aderiscano a nessun fondo interconsortile privato.

<sup>19</sup> I criteri prendono in considerazione il rapporto tra attività operativa e capitale.

In base alla prima delle suddette facoltà, la Banca d'Italia tratterà tutti gli intermediari finanziari assoggettati a vigilanza prudenziale, ai fini della possibilità di fornire protezione dal rischio di credito, alla stregua delle banche.

In sostanza, utilizzando tale facoltà, la Banca di Italia consentirà a tutti i Confidi che saranno inseriti nell'elenco delle società finanziarie vigilate di cui all'art. 107<sup>20</sup> del Testo Unico Bancario di concedere garanzie personali valide ai fini del calcolo dei requisiti di capitale, indipendentemente dal fatto che essi ottengano un *rating* di classe "A-" o equivalente.

La seconda facoltà consente agli Istituti di Controllo di considerare valide le garanzie concesse da Enti di mutua garanzia, riconosciuti a tal fine dalle autorità competenti, quando le autorità si siano accertate che l'ente creditizio che concede il prestito ha il diritto di ottenere tempestivamente un pagamento provvisorio da parte del garante, corrispondente ad una stima attendibile delle perdite economiche che l'ente stesso potrebbe subire in caso di inadempienza (tenuto conto di interessi ed oneri accessori), ovvero le predette autorità si sono accertate in altro modo del fatto che la garanzia in questione sia idonea a mitigare adeguatamente il rischio di perdite, e ciò tenendo sempre presenti gli interessi ed oneri accessori<sup>21</sup>.

Con l'esercizio delle facoltà di cui si è detto, attuate sinergicamente alla nuova regolamentazione legislativa dei consorzi di garanzia fidi, si permette ai consorzi stessi di concedere garanzie personali valide ai fini del calcolo dei requisiti di capitale delle banche.

Questa validità, come sappiamo, dà la possibilità alle banche di applicare al credito garantito la ponderazione di rischio prevista per la classe di *rating* assegnata al consorzio garante.

Tuttavia, affinché questa rappresenti la soluzione cercata, è necessario ulteriormente che la classe di *rating* del consorzio garante sia una classe almeno del gruppo BBB o tutt'al più non inferiore a BB+. In caso contrario il beneficio della garanzia dei Confidi non darebbe adeguato supporto alla impresa assistita, in quanto permarrebbe quella situazione di costo difficilmente sostenibile descritta in precedenza.

Per ottenere una classe di *rating* adeguata, dunque i Confidi devono dotarsi di una struttura gestionale adeguata, superando gli attuali limiti, ed in particolare:

---

<sup>20</sup> In sintesi tale articolo prevede la iscrizione in apposito elenco di tutte le società che svolgono attività finanziaria, e che attraverso tale iscrizione sono sottoposte ad una vigilanza tecnico finanziaria da parte della Banca d'Italia: la mancata iscrizione a tale elenco impedisce ad una società di svolgere qualsiasi attività finanziaria tra il pubblico a pena di pesanti sanzioni. La presenza di tali controlli, peraltro, consente una interpretazione del nuovo accordo di Basilea che legittima la Banca Centrale ad assimilare le aziende iscritte nell'elenco, ai fini della ammissibilità delle garanzie dalle stesse rilasciate nel processo di calcolo dei requisiti di capitale, agli istituti di credito.

<sup>21</sup> La Banca d'Italia ha già anticipato che si muoverà nella direzione di definire un tempestivo ottenimento di un pagamento in acconto, al fine di facilitare la riduzione dei costi finanziari per le piccole e medie imprese italiane che utilizzino le garanzie dei Consorzi Fidi.

- inserendo processi di valutazione del merito creditizio convincenti e credibili;
- superando le attuali modeste dimensioni, che comportano una maggiore rischio-sità, tra l'altro, a seguito della maggiore sensibilità nei confronti della singola eventuale insolvenza;
- ampliando l'area di intervento per evitare la eccessiva dipendenza dai cicli dell'economia locale o settoriale, laddove oggi una contingenza che colpisca sfavorevolmente la ristretta area geografica o la specifica categoria di operatori verso cui si rivolge l'attività del consorzio può comportare il fallimento dell'ente.

La necessità di superare tali punti di debolezza individua il progetto che i Confidi devono mettere a punto e realizzare entro la entrata in vigore del nuovo accordo di *Basilea 2* (1° gennaio 2007).

Si tratta di un percorso che transita probabilmente attraverso la concentrazione e fusione tra piú Confidi simili e compatibili, che possa aumentarne le dimensioni, consentendo alla nuova struttura di sostenere i maggiori investimenti organizzativi e gestionali necessari e contemporaneamente diminuire la dipendenza da crisi locali o settoriali.

La necessità di questo tipo di percorso è stato previsto dal legislatore che, per non scoraggiarne o intralciarne la realizzazione, ha previsto talune norme agevolative che mirano a non penalizzare fiscalmente le operazioni di trasformazione o fusione tra i Confidi<sup>22</sup>. Il trattamento di favore si giustifica appunto perché dette operazioni sono considerate funzionali al conseguimento degli obiettivi di evoluzione e crescita gestionale dei Consorzi Fidi.

---

<sup>22</sup> "50. Ai fini delle imposte sui redditi, le trasformazioni e le fusioni effettuate tra i confidi ai sensi dei commi 38, 39, 40, 41, 42 e 43 non danno luogo in nessun caso a recupero a tassazione dei fondi in sospensione d'imposta dei confidi che hanno effettuato la trasformazione o partecipato alla fusione".

"51. Le fusioni sono soggette all'imposta di registro in misura fissa"

La illustrazione dei contratti derivati che diamo qui di seguito comprende una panoramica generale più vasta di quanto direttamente necessario per i riferimenti al Basilea 2 (l'accordo di Basilea 2 prende in considerazione solo alcuni tipi di "derivati creditizi"), ma può essere utile per un inquadramento globale della materia.

### *I prodotti derivati: definizioni e generalità*

Il termine "derivati" discende dalla caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore deriva dall'andamento del prezzo di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente.

L'attività, o l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, sono definiti "sottostante" del prodotto derivato.

I prodotti derivati sono utilizzati, principalmente, per tre finalità:

- finalità speculativa: puntare al conseguimento di elevati profitti connessi ad investimenti relativamente modesti, assumendo peraltro in contropartita della speranza di alti guadagni un elevato rischio di consistenti perdite;
- finalità di arbitraggio: conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul *sottostante* tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione;
- finalità di copertura (detta, anche, di *hedging*): ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente.

La determinazione del valore dei *derivati*, o meglio della sua stima, è un aspetto che richiede complesse attività di analisi.

Tale valore varia in relazione all'andamento del *sottostante*, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, che è rappresentata da una funzione matematica. Tale relazione matematica che lega il valore al *sottostante* è definita *pay-off*.

La stima del valore ad un certo momento del prodotto derivato richiede la capacità di simulare i possibili scenari futuri del *sottostante* al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del *pay-off*.

In effetti, il valore del derivato è la media dei valori assunti dal *pay-off*, ponderati per le probabilità di accadimento di ciascuno scenario (avranno, cioè, maggiore peso gli scenari più probabili), attualizzata nel tempo (vale a dire scontata per riportarla al momento della valutazione).

## PRINCIPALI TIPOLOGIE DI PRODOTTI DERIVATI

### 1. I CONTRATTI A TERMINE

Un contratto a termine è un accordo tra due soggetti per la consegna di una determinata quantità di un certo *sottostante* ad un prezzo e ad una data (*maturity date*) prefissati.

Come detto, il *sottostante* può essere di vario tipo:

- attività finanziarie, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;
- merci, come petrolio, oro, grano, ecc.

Si dice *acquirente* del contratto a termine colui che si impegna alla scadenza a corrispondere il prezzo di consegna per ricevere il *sottostante*; si dice *venditore* colui che si impegna alla scadenza a consegnare il *sottostante* per ricevere il prezzo di consegna. Per l'acquirente si parla di posizione lunga (o *long position*), per il venditore di posizione corta (*short position*).

All'origine, di solito, il prezzo di consegna è fissato uguale al prezzo corrente del *sottostante* (prezzo a pronti o, anche, prezzo *spot*). Se alla scadenza si verificasse ancora questa condizione, cioè se il prezzo di consegna coincidesse con quello previsto dal contratto non ci sarebbe motivo di dar luogo, fra le parti, allo scambio di alcuna prestazione compensativa (infatti se il compratore vuole effettivamente entrare in possesso del *sottostante* può acquistarlo sul mercato secondo le procedure ordinarie).

Nel tempo però il valore di borsa del *sottostante* può variare, ed in genere varia, determinando le possibili situazioni:

- a) il *sottostante* ha un valore corrente superiore al prezzo di consegna: in questo caso la *posizione lunga* incassa la differenza;
- b) il *sottostante* ha un valore inferiore: in questo caso la *posizione lunga* paga la differenza.

Le variazioni del valore del *sottostante* determinano il profilo di rischio/rendimento del contratto a termine, che può essere così riassunto:

- per l'acquirente del contratto, il rischio è rappresentato dal deprezzamento del bene. In questo caso, infatti, egli sarebbe comunque costretto a pagare il prezzo già fissato nel contratto per un bene il cui valore di mercato è diminuito: se l'acquirente non fosse vincolato dal contratto, potrebbe più vantaggiosamente acquistare il bene sul mercato. Per la ragione opposta, in caso di apprezzamento del *sottostante*, egli maturerà un guadagno;
- per il venditore del contratto, il rischio è rappresentato dall'apprezzamento del bene. L'impegno contrattuale, infatti, lo costringe a vendere il bene ad un prezzo

inferiore a quello che realizzerebbe sul mercato. Conseguisce invece un guadagno in caso di deprezzamento del *sottostante*, in quanto, grazie al contratto stipulato, venderà il bene ad un prezzo superiore a quello di mercato.

Vediamo come si realizzano i possibili obiettivi dei derivati nel caso dei contratti a termine:

- Finalità speculativa: se siamo convinti che una certo bene (*asset*), per esempio un titolo finanziario, avrà in futuro un notevole incremento di valore, con la stipula di un contratto a termine potremo assumere un'esposizione su tale bene. Basterà acquistare un contratto a termine con prezzo di consegna pari al prezzo a termine e, se come pensiamo, il titolo incrementerà il proprio valore, alla scadenza del contratto lo acquisteremo ad un prezzo nettamente inferiore a quello di mercato; altrimenti dovremo vendere le azioni, pagate il prezzo contrattuale, al valore di mercato che nel frattempo si è deprezzato;
- finalità di arbitraggio: poniamo il caso di essere capaci di rilevare che sul mercato vi è la possibilità di stipulare contratti a termine aventi ad oggetto una certa attività, ad esempio le obbligazioni XXX, in cui il prezzo di consegna (cioè il prezzo fissato nel contratto) è superiore al prezzo a termine (cioè il prezzo corrente di mercato aumentato del valore finanziario tenuto conto del tempo da qui alla scadenza del contratto). Se siamo così bravi da individuare questa differenza, attraverso il contratto a termine possiamo porre in essere una operazione che ci consente di conseguire un profitto privo di rischio. Infatti, acquisteremo subito tali obbligazioni al prezzo corrente di mercato e, contestualmente, venderemo il contratto a termine. A scadenza, il costo da noi sopportato per le nostre obbligazioni sarà pari al prezzo inizialmente pagato più il valore finanziario del tempo trascorso, in sostanza il prezzo a termine, ma attraverso il contratto potremo ricevere una somma maggiore, rappresentata dal prezzo di consegna, generando così un profitto privo di rischio dato dalla differenza tra prezzo di consegna e quello a termine. Viceversa, se abbiamo in portafoglio le obbligazioni XXX e rileviamo che il prezzo di consegna è inferiore al prezzo a termine, ci converrà vendere subito le obbligazioni al prezzo corrente e contestualmente acquistare il contratto a termine: alla scadenza, riavremo le stesse obbligazioni dietro pagamento di una somma inferiore a quella ottenuta dalla loro vendita.
- finalità di copertura (*hedging*): supponiamo di detenere una certa attività, ad esempio titoli di stato decennali, che già sappiamo dovremo vendere ad una data futura, ad esempio per pagare la rata di un mutuo il cui importo è uguale al valore attuale dei titoli. In questa situazione siamo esposti al rischio del deprezzamento che i titoli di stato potrebbero subire, con la conseguenza che, alla scadenza della nostra obbligazione, l'ammontare della loro vendita non sarebbe sufficiente a pagare la rata del mutuo. La conclusione di un contratto a termine ci copre da questo rischio. Nello specifico, venderemo a termine i titoli di stato con scadenza pari alla data del nostro impegno e prezzo di consegna prefissato dal mercato sulla base del corso corrente, proteggendoci da eventuali future oscillazioni.

## Regolamento del contratto

L'esecuzione del contratto alla scadenza può realizzarsi in due modi:

- con l'effettiva consegna del *sottostante* da parte del *venditore*, dietro pagamento del prezzo di consegna da parte dell'*acquirente*: in questo caso si parla di consegna fisica (*physical delivery*);
- con il pagamento del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del *sottostante* e il prezzo di consegna indicato nel contratto. Tale differenza, se positiva, sarà dovuta dal *venditore* all'*acquirente* del contratto, e viceversa se negativa. In questo caso si parla di consegna per differenziale (*cash settlement*).

Le principali tipologie di contratti a termine sono i contratti *forward* ed i contratti *futures*.

### 1.1. I contratti "forwards"

I contratti *forward* si caratterizzano per il fatto di essere stipulati fuori dai mercati regolamentati. In gergo tecnico si dice che sono scambiati OTC (*over-the-counter*). Il prezzo di consegna è anche detto *forward price*.

Per comprenderne il funzionamento è utile analizzare i flussi di cassa che ne derivano, cioè i pagamenti che vengono scambiati fra le due parti durante la vita del contratto.

Nel contratto *forward*, i flussi di cassa si manifestano solo alla scadenza, quando l'*acquirente* riceve il bene *sottostante* in cambio del prezzo concordato nel contratto (*physical delivery*), oppure riceve o paga (a seconda dei casi) la differenza tra il prezzo corrente e quello contrattuale ("*cash settlement*").

Nonostante il prezzo a termine del bene *sottostante* sia soggetto a modifiche in funzione dell'andamento del relativo prezzo corrente di mercato, non sono presenti flussi di cassa durante il periodo di vita del contratto, né alla data di stipula, considerato che, come tutti i contratti a termine, sono generalmente disposti in modo da rendere equivalenti, all'origine, le due prestazioni.

### 1.2. I contratti "futures"

I *futures* sono contratti a termine che si differenziano dai *forwards* per essere standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati. Per questo il loro prezzo risulta dall'incontro tra domanda ed offerta in sede di negoziazioni. Tale prezzo è detto *future price*.

Quindi il *future price* corrisponde al prezzo di consegna dei contratti *forwards* ma, essendo quotato, non è contrattato fra le parti, perché il compratore non ha di fronte uno specifico venditore ma una stanza di compensazione che regola tutti i contratti di chi compra e chi vende senza uno specifico rapporto contrattuale diretto tra venditore e compratore, come specificheremo meglio nel seguito.

In relazione all'attività *sottostante* il contratto *future* assume le denominazioni di: *commodity future*, se è una merce, e *financial future* se è un'attività finanziaria.

La standardizzazione dei contratti *future* fa sì che esistano contratti-tipo uguali per:

- oggetto (cioè il bene *sottostante* al contratto);
- dimensione (cioè il valore del contratto). Si ottiene moltiplicando il prezzo, di norma indicato in punti indice, per un moltiplicatore convenzionalmente stabilito;
- date di scadenza: si osserva un calendario prefissato, con un numero limitato di scadenze, in genere quattro volte per anno;
- regole di negoziazione tra cui figurano:
  - gli orari di contrattazione;
  - la variazione minima di prezzo (*tick*) che può essere rilevata sul mercato;
  - le modalità di liquidazione delle transazioni;
  - i luoghi di consegna.

La standardizzazione dei contratti e la possibilità di negoziarli in mercati regolamentati comportano importanti effetti:

- possibilità di chiusura anticipata di una posizione in *future*, senza aspettare la scadenza, attraverso la sua negoziazione sul mercato;
- notevole guadagno in termini di liquidità degli scambi e, di conseguenza, di riduzione dei costi sopportati dagli operatori.

Come detto, altro elemento distintivo dei *futures* è la presenza di una controparte unica per tutte le transazioni: la *clearing house*, che per il mercato italiano è la *Cassa di compensazione e garanzia*. Suo compito è di assicurare il buon fine delle operazioni e la liquidazione (intesa come calcolo e corresponsione giornaliera dei profitti e delle perdite conseguiti dalle parti). La *clearing house* si interpone in tutte le transazioni concluse sul mercato dei *future*: quando due soggetti compravendono un contratto, ne danno immediata comunicazione alla *clearing house* che procede a comprare il *future* dalla parte che ha venduto e a venderlo alla parte che ha comprato. In tal modo, in caso di inadempimento di una delle due parti, la *clearing house* si sostituisce nei suoi obblighi, garantendo il buon esito della transazione, salvo poi rivalersi sulla parte inadempiente.

Per poter assolvere su base sistematica e continuativa ai propri compiti e per garantire l'efficienza del sistema, la *clearing house* adotta una serie di misure:

- non assume mai, in proprio, posizioni aperte sul mercato: il numero e la tipologia dei contratti acquistati sono esattamente uguali a quelli dei contratti venduti, cosicché non grava sulla cassa il rischio di variazione sfavorevole dei prezzi delle attività sottostanti;
- è controparte esclusivamente di intermediari che aderiscono alla *clearing house* stessa (prevalentemente banche e società di intermediazione mobiliare), dotati di specifici requisiti di patrimonializzazione e di professionalità. Pertanto, se un investitore desidera aprire una posizione in *future*, e non è membro della *clearing house*, dovrà rivolgersi a uno degli intermediari aderenti il quale fungerà da *broker* e applicherà all'investitore gli stessi meccanismi, a tutela del rischio di inadempimento, previsti dalla *clearing house* per i suoi aderenti;
- adotta un sistema di prevenzione dei rischi detto dei margini. Esso prevede il versamento da parte di ogni contraente di un margine iniziale e di margini di varia-

zione durante la vita del contratto. In pratica al momento dell'apertura di una posizione (lunga o corta) in *future*, tutti i contraenti devono versare un deposito detto margine iniziale, a garanzia del buon fine della transazione, che viene estinto il giorno di liquidazione del contratto. Tale margine è di solito una percentuale del valore nominale del stipulato e, in genere, è proporzionale alla volatilità del prezzo del *sottostante*.

Oltre al margine iniziale, la *clearing house* calcola giornalmente il margine di variazione, che corrisponde al guadagno o alla perdita realizzati da ciascun compratore o venditore alla fine della giornata lavorativa. Il margine di variazione viene calcolato tramite il meccanismo del *marking-to-market*: con cui a fine giornata la *clearing house* rileva il prezzo di chiusura del *future* e, calcolando la differenza tra questo e il prezzo di chiusura del giorno precedente, determina il profitto e la perdita di ogni parte come se la posizione fosse liquidata in quel momento. Le parti che hanno subito una variazione di prezzo sfavorevole pagano alla *clearing house* il relativo margine di variazione. Detto margine viene girato pro-quota alle controparti che hanno beneficiato di variazione di prezzo positiva. Qualora il saldo del conto di un operatore dovesse scendere sotto un livello minimo, cosiddetto margine di mantenimento, tale parte riceverebbe dalla *clearing house* il cosiddetto *margin call*, cioè un invito a provvedere a effettuare un versamento adeguato alla reintegrazione del margine.

In base a quanto detto è evidente che, al contrario di quanto accade nei contratti *forward*, nei contratti *future* vi sono flussi di cassa sia all'atto della stipula del contratto con il deposito del margine iniziale, che durante la vita dello stesso con i margini di variazione, ed infine alla scadenza con la liquidazione del contratto.

## 2. I CONTRATTI "SWAP"

La traduzione letterale di *swap*, cioè scambio, identifica la sostanza del contratto: due parti si accordano per scambiare tra di loro flussi di pagamenti a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un *sottostante*. Gli *swap* sono contratti OTC (*over-the-counter*) e, quindi, non negoziati su mercati regolamentati.

Il *sottostante* può essere di vario tipo e influenza notevolmente le caratteristiche del contratto che può assumere, nella prassi, svariate forme.

I contratti *swap* sono generalmente costituiti in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste sono equivalenti. In altri termini, è reso nullo il valore iniziale del contratto, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale che dovrebbe altrimenti compensare la parte gravata dalla obbligazione di maggior valore.

La variazione nel tempo del valore delle prestazioni scambiate genera il profilo di rischio/rendimento: la parte che è tenuta ad una prestazione il cui valore si è deprezzato rispetto al valore iniziale (e, quindi, rispetto alla controprestazione) maturerà un guadagno e viceversa.

Anche gli *swap* possono essere sfruttati in funzione delle esigenze, di copertura, di speculazione o di arbitraggio, a seconda delle finalità che l'operatore si pone.

I principali contratti swap osservati sui mercati finanziari sono:

### 2.1. Gli "interest rate swap"

Gli *interest rate swap* (IRS) sono contratti in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro di riferimento, detta *capitale nozionale* (*notional principal amount*), per un periodo di tempo predefinito (durata del contratto), fino alla scadenza (*maturity date* o *termination date*) del contratto stesso. I pagamenti effettuati sono assimilabili al pagamento di interessi su un debito.

Esistono numerose tipologie di IRS. La più diffusa è denominata *plain vanilla swap* e presenta le seguenti caratteristiche:

- la durata dello *swap* è un numero intero di anni;
- uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse variabile;
- il *capitale nozionale* resta costante per tutta la vita del contratto.

Gli elementi fondamentali di un *plain vanilla swap*, da indicare nel contratto, sono: la data di stipula del contratto (*trade date*);

- il *capitale nozionale* di riferimento (*notional principal amount*), che non viene scambiato tra le parti e serve unicamente per calcolare gli interessi;
- la data di inizio (*effective date*), che definisce da quando cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la data di stipula);
- la data di scadenza del contratto;
- le date di pagamento (*payment dates*), ossia le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi;
- il livello del tasso fisso;
- il tasso variabile di riferimento (in genere sono usati il *Libor* o altri tassi interbancari di riferimento, o i tassi di interesse pagati sui titoli di stato) e la relativa data di rilevazione (*fixing date*).

Nella prassi si definisce acquirente dello *swap* chi corrisponde i pagamenti a tasso fisso e riceve quelli a tasso variabile; si suole anche dire che tale soggetto assume una posizione lunga. Simmetricamente, venditore è colui che in cambio del tasso variabile riceve il tasso fisso e si dice che assume una posizione corta.

Si definisce tasso *swap* (*swap rate*) il valore del tasso fisso che rende finanziariamente indifferente la posizione di compratore e venditore al momento della stipula.

Durante la vita del contratto, la valutazione ad un dato momento di un contratto *swap* è data dalla differenza tra i valori attuali dei flussi di pagamenti ancora dovuti. Pertanto le variazioni del tasso variabile, rispetto ai livelli ipotizzati al momento della conclusione del contratto, determinano il profilo di rischio/rendimento del contratto.

In particolare, se il tasso variabile risulta superiore alle aspettative, l'acquirente dello *swap* matura un profitto ed il venditore una perdita, viceversa se il tasso variabile scende.

## 2.2. I "currency swap"

I *currency swap* sono contratti in cui due parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una divisa contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa.

Caratteristica ricorrente dei *currency swap* è che entrambi i flussi di pagamenti sono a tasso variabile e che i capitali nozionali sono scambiati una prima volta all'inizio del contratto e poi alla data di scadenza dello stesso.

I due nozionali, denominati in valute diverse, sono di norma scelti in modo da essere sostanzialmente uguali se valutati al tasso di cambio corrente osservato sul mercato alla data di stipula del contratto.

## 2.3. Gli "asset swap"

Gli *asset swap* sono contratti in cui due parti si scambiano pagamenti periodici liquidati in relazione ad un titolo obbligazionario (*asset*) detenuto da una di esse (e non, quindi, come per gli IRS, in relazione ad una semplice somma di denaro).

Il contratto presuppone quindi la presenza di un'obbligazione che, di norma, è a tasso variabile. Attraverso l'*asset swap*, chi detiene l'obbligazione può scambiare il tasso variabile ad essa collegato con un tasso fisso.

L'obbligazione *sottostante* può anche essere a tasso fisso. In questo caso, il contratto consente di scambiare il tasso fisso con un tasso variabile e viene denominato *reverse asset swap* (tuttavia questa distinzione terminologica non sempre è adottata nella pratica).

Chi detiene l'obbligazione è detto *asset swap buyer*. Egli corrisponde l'interesse connesso all'obbligazione. Per converso, l'*asset swap seller* riceve l'interesse fisso (o variabile nel caso del *reverse swap*) dell'obbligazione e paga un tasso variabile (o fisso nel caso di *reverse swap*).

In caso di inadempienza del titolo obbligazionario, l'*asset swap buyer* cesserà i pagamenti, mentre l'*asset swap seller* continuerà a corrispondere l'interesse pattuito.

La funzione di questi contratti incorpora quindi una copertura contro il rischio di *deprezzamento* di una determinata obbligazione.

## 2.4. I "credit default swap"

I *credit default swap* (CDS) sono contratti in cui un soggetto (*protection buyer*), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (*protection seller*), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato *sottostante*, denominato *reference asset*, che può essere costituito da una specifica emissione obbligazionaria, dal rischio collegato ad un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari.

I rischi coperti dal CDS sono connessi ad alcuni eventi (*credit event*) indicati nel contratto (tipico il *default* dell'emittente l'obbligazione), al cui verificarsi si realizzano dei flussi di pagamento fra le parti.

Il regolamento di tali flussi, concretamente, può sempre avvenire secondo le due modalità operative già viste in precedenza:

- il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore contrattualmente definito dello strumento finanziario oggetto del CDS, al netto del valore residuo di mercato dello stesso (valore di recupero o *recovery value*), e il *protection buyer* cessa il versamento dei pagamenti periodici (*cash settlement*);
- il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore contrattualmente definito dello strumento finanziario oggetto del CDS e il *protection buyer*, oltre a cessare il versamento dei pagamenti periodici, consegna il *reference asset* (*physical delivery*). Nella prassi, il *protection buyer* ha la facoltà di scegliere il *reference asset* da consegnare tra un paniere di attività individuate nell'ambito del contratto e, in tal caso, sfrutterà questa facoltà scegliendo quello per lui più conveniente (il cosiddetto *cheapest-to-delivery*).

La funzione tipica del contratto è quindi una *copertura dei rischi* molto vicina a quella assicurativa.

Nella definizione di un contratto di *credit default swap* vanno specificati i seguenti elementi:

- il *capitale nozionale*, rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del *protection buyer*. Generalmente corrispondente al valore nominale del *reference asset*;
- l'importo di ciascuno di tali pagamenti, pari al risultato del prodotto di un tasso fisso (*CDS rate*) per il *capitale nozionale*;
- la *periodicità* dei pagamenti e la *scadenza* del contratto;
- gli eventi relativi al *reference asset* identificabili come *credit events* (per esempio: insolvenza, declassamento da parte di un'agenzia di *rating*, ecc.).

Nel caso in cui il CDS abbia come *sottostante* una specifica emissione obbligazionaria, la scadenza del contratto tende a coincidere con la vita residua dell'obbligazione e, naturalmente, l'importo di ciascuno dei pagamenti effettuati dal *protection buyer* è strettamente legato alla rischiosità del sottostante.

Per questa ragione la evoluzione dei prezzi dei contratti CDS può anche svolgere una funzione indicativa della valutazione della rischiosità dell'attività che ne forma oggetto.

## 2.5. I "total return swap"

I total return swap (TRS) sono contratti in cui il *protection buyer* cede al *protection seller* l'intero profilo di rischio/rendimento del *sottostante* (*reference asset*), a fronte di un flusso determinato di pagamenti periodici. I pagamenti periodici, in genere, sono calcolati sulla base di un tasso variabile maggiorato di uno *spread* (TRS *spread*).

L'obiettivo del TRS è la stessa dei *credit default swap*, cioè coprire il rischio connesso ad un titolo, ma sono diverse le modalità per conseguirlo. Con il TRS il detentore del titolo, ad esempio un'obbligazione, non corrisponde un pagamento periodico in

cambio della protezione, come per il *credit default swap*, ma corrisponde l'intero rendimento del proprio titolo (cedole e aumenti in conto capitale) in cambio di pagamenti periodici, definiti al momento della stipulazione del contratto, e della compensazione di eventuali perdite in conto capitale sul *sottostante*, ivi compresa la perdita estrema in caso di inadempienza. In questo senso il possessore del titolo, cioè il *protection buyer*, è anche chiamato *total return seller*, mentre il *protection seller* è anche denominato *total return buyer*.

Nei TRS, al verificarsi dell'evento di *default*, si prevedono le solite due possibili modalità operative:

- *cash settlement*: il *protection seller* corrisponde alla controparte il controvalore della perdita realizzata, c.d. *loss given default*, pari alla differenza fra valore nominale del titolo e valore residuo di mercato dopo il *default*;
- *physical delivery*: il *protection buyer* consegna il titolo oggetto del TRS al *protection seller* il quale gli corrisponde il valore nominale, ovvero quello contrattualmente definito, del titolo stesso.

Gli elementi contenuti in un contratto di *total return swap* sono simili ai casi precedenti:

- il *capitale nozionale* rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del *protection seller*, generalmente corrispondente al valore nominale del *reference asset*;
- l'importo di ciascuno dei suddetti pagamenti, pari al risultato del prodotto di un tasso variabile accresciuto di uno *spread* per il *capitale nozionale*;
- la *periodicità* di tali pagamenti;
- la *scadenza* del contratto medesimo.

## 2.6. Altre tipologie di contratti "swap"

I tipi di *swap* negoziati sono molti, a causa della flessibilità dello strumento che è di libera contrattazione tra le parti:

- a) gli *equity swap*, in cui i dividendi e guadagni in conto capitale su un indice azionario vengono scambiati contro un tasso fisso o variabile;
- b) gli *zero-coupon swap*, in cui un pagamento in un'unica soluzione viene scambiato con un flusso di pagamenti periodici;
- c) i *domestic currency swap*, in cui due controparti compravendono due contratti *forward* su due nozionali di riferimento espressi in valute differenti, definendo così un tasso di cambio iniziale. Alla scadenza si impegnano a scambiare esclusivamente le differenze che si saranno verificate tra il tasso di cambio osservato a tale data e quello definito all'inizio del contratto;
- d) i *forward swap* o *deferred swap*, in cui viene inserito un significativo intervallo di tempo tra la data di stipula dello *swap* e la data effettiva di inizio maturazione degli interessi delle gambe dello *swap*;
- e) i *basis swap*, in cui i due flussi di pagamento scambiati sono entrambi a tasso variabile;

f) i *differential swap*, in cui un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta nazionale viene scambiato con un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta estera ed entrambi i flussi sono calcolati sullo stesso nozionale denominato in valuta nazionale.

### 3. I CONTRATTI "OPTIONS"

Una *option* (o opzione) è un contratto che attribuisce il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) una quantità prefissata di un bene (*sottostante*) ad un certo prezzo (*strike price* o prezzo di esercizio). Se la *option* può essere esercitata entro la data di scadenza (*maturity*) del contratto si parla di opzione americana, se può essere esercitata esclusivamente nel giorno di scadenza si parla di opzione europea.

Il diritto è rilasciato dal venditore (*writer*) all'acquirente (*holder*) contro pagamento contestuale di un premio che costituisce il prezzo.

Ancora una volta il *sottostante* al contratto di opzione può essere: un'attività finanziaria, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;

- una merce, come petrolio, oro, grano, ecc.;
- un evento di varia natura.

In ogni caso il *sottostante* deve essere scambiato su un mercato con quotazioni ufficiali o pubblicamente riconosciute ovvero, nel caso di evento, deve essere un evento oggettivamente riscontrabile.

La terminologia usata per le posizioni aperte da venditore ed acquirente è analoga a quanto detto in precedenza, l'acquirente apre una *long position*, mentre il venditore apre una *short position*.

Nel momento in cui il compratore esercita il diritto si verificano i seguenti scenari: nel caso di opzione *call*, il compratore dell'opzione *call* riceverà dal venditore la differenza fra il prezzo corrente del *sottostante* (prezzo *spot*) e il prezzo di esercizio; nel caso di *put*, il compratore dell'opzione riceverà la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo *spot*.

La differenza fra prezzo *spot* e prezzo di esercizio, nel caso della *call*, e prezzo di esercizio (detto anche *strike price*) e prezzo *spot*, nel caso della *put*, è comunemente detta *valore intrinseco*.

Il *valore intrinseco* non può assumere valori negativi in quanto il portatore ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere; pertanto, nel caso in cui il prezzo corrente del *sottostante* al momento dell'esercizio fosse inferiore al prezzo di esercizio della *call* (o viceversa per la *put*), eviterà semplicemente di esercitare il diritto, con una perdita limitata alle somme pagate per il premio.

La relazione fra prezzo *spot* del *sottostante* e prezzo di esercizio determina anche la cosiddetta *moneyness* di un'opzione. Questo concetto esprime la distanza fra i due prezzi.

A seconda della *moneyness* lo stato delle opzioni è distinto in:

- *at-the-money* quando il prezzo di esercizio della opzione è esattamente pari al prezzo corrente (il valore intrinseco è quindi nullo);
- *in-the-money* quando l'acquirente percepisce un profitto dall'esercizio della opzione (cioè il valore intrinseco è positivo, ovvero il *pay-off* è positivo): pertanto, una *call* è *in-the-money* quando lo *strike* è inferiore allo *spot*, mentre, una *put* è *in-the-money* quando lo *strike* è superiore allo *spot* (quando questa differenza è molto ampia si parla di opzioni *deep in-the-money*);
- *out-of-the-money* nel caso opposto a quello precedente ed al diritto non corrisponderebbe alcun *pay-off* positivo per l'acquirente.

L'esecuzione del contratto, per le opzioni *in the-money*, può realizzarsi nel solito modo:

- *physical delivery*, ovvero con l'effettiva consegna del bene *sottostante*;
- *cash settlement*, cioè con la consegna del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del *sottostante* e il prezzo di esercizio.

Anche la *option* si presta a tutte le finalità menzionate per la stipula di un contratto derivato. In particolare la finalità di copertura dal rischio di credito si realizza in questo modo: se una banca possiede titoli in garanzia di un finanziamento desidera coprirsi dal rischio di deprezzamento e quindi potrà acquistare la opzione *put* con cui è coperta da tale rischio.