



**Dipartimento di Economia e Finanza
cattedra di Diritto dei mercati finanziari**

**I derivati come strumento di operatività nelle
banche**

RELATORE

Chiarissima Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO: Vittorio Candela

Matr. 665531

CORRELATORE

Chiarissima Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO:2016/2017

Indice

Introduzione	4
Capitolo 1: Concetti introduttivi	7
1.1 La definizione di contratto derivato	7
1.2 Tipologie e finalità dei contratti derivati	10
1.3 Ragioni dello sviluppo dei derivati.....	12
Capitolo 2: Gli strumenti derivati nel bilancio delle banche	15
2.1 Il ruolo del bilancio bancario	15
2.2 Rappresentazione dei derivati speculativi e di copertura.....	20
2.3 Rappresentazione dei derivati strutturati	23
2.4 L'utilizzo della fair value option.....	25
2.5 Modalità di determinazione del Fair Value	27
2.6 Sistemi di valutazione del rischio	29
2.7 Informativa di bilancio sui rischi.....	30
Capitolo 3: Rischi e strumenti derivati.....	33
3.1 L'influenza dei derivati sui rischi dell'attività bancaria	33
3.2 I derivati come strumento di copertura dei rischi.....	37
Capitolo 4: Analisi della normativa in materia di derivati	57
4.1 Gli obblighi imposti agli intermediari finanziari	57
4.2 Il contenzioso sui derivati.....	70
Capitolo 5: Analisi e valutazione di un caso reale	76
Bibliografia.....	99

Introduzione

Negli ultimi quaranta anni i derivati sono diventati sempre più importanti nel campo della finanza. I *futures* e le opzioni vengono ormai negoziati comunemente in qualsiasi borsa.

Un'ampia varietà di *forwards*, *swaps*, opzioni e altri derivati viene regolarmente trattata dalle istituzioni finanziarie, dai gestori di fondi e dai tesorieri delle società nei “mercati fuori borsa”.¹.

I derivati vengono aggiunti alle emissioni obbligazionarie, utilizzati nei pacchetti retributivi per i dirigenti, incorporati nei progetti di investimento, utilizzati per trasferire i rischi dei mutui dai creditori originari agli investitori, e così via.

In questo contesto di mercato, è necessario che tutti i professionisti finanziari capiscano come funzionino questi strumenti, come possono essere utilizzati e cosa determina i loro prezzi.

Il mercato dei derivati è enorme. Misurato in termini di valore delle attività sottostanti, è molto più grande del mercato azionario.

Adesso, sono attivi diversi mercati dei derivati: esiste un mercato dei derivati “energetici”, un mercato per i derivati “creditizi”, un mercato per i derivati “atmosferici”, e un mercato per i derivati “assicurativi”. Sono stati creati nuovi derivati sui tassi d’interesse, valute e azioni. Sono state applicate nuove idee nel campo della misurazione e gestione dei rischi².

Bisogna anche dire, però, che a causa del loro ruolo nella crisi del 2007 sono stati oggetto di forti critiche.

Negli Stati Uniti, il forte ribasso dei prezzi degli immobili ha annullato completamente il valore di molti prodotti derivati provenienti dalla “cartolarizzazione” dei “mutui ipotecari”.

La ricerca ha evidenziato che, a fronte di un inappropriato uso dei meccanismi di cartolarizzazione correlato alla stipula dei mutui *subprime* l’esplosione del fenomeno dei derivati ha favorito la diffusione di noti accadimenti negativi, peraltro riconducibili a processi risalenti nel tempo.³

Il carattere banco-centrico dei sistemi finanziari e la globalizzazione in atto hanno, poi, consentito che s’innescasse un perverso effetto domino le cui ripercussioni hanno investito, tra gli altri, alcuni paesi europei la cui fragilità economica ha trovato nella crisi un ineludibile elemento catalizzatore⁴.

¹ Cfr. Hull, *Introduzione*, in *Opzioni, futures e altri derivati*, Barone (a cura di), Milano, 2015, p.2.

² Cfr. Hull, *cit.*, p.2.

³ Cfr. Capriglione, *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale*, in AA. VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Capriglione(a cura di), Padova, 2015, p.96.

⁴ Cfr. Capriglione, *cit.*, p.97.

La bolla dei mutui *subprime* ha scaturito il fallimento della banca d'affari Lemon Brother nel Settembre del 2008 che ha portato alla crisi il sistema finanziario internazionale, attraverso la polverizzazione dei rischi avvenuta tramite i titoli tossici. In Europa l'introduzione della moneta unica ha creato diverse tensioni dovute alle divergenze in campo macro-economico che ancora oggi persistono in alcuni campi, soprattutto per quanto riguarda gli squilibri nella finanza pubblica⁵.

Da qui la crisi dei debiti sovrani che ha provocato forti ripercussioni a cascata sul sistema bancario.

L'integrazione europea ha anche innescato un nuovo ciclo di regolamentazione economica, in cui la stabilità patrimoniale delle banche è stato assunto come obiettivo prioritario ed esclusivo.

In Europa la crisi è stata affrontata in maniera diversa da ogni paese. La maggior parte dei governi ha preferito fare immediatamente ricorso alla leva del denaro pubblico per evitare il rischio di fallimenti di altre banche. La stessa strada era stata intrapresa senza esitazione negli Stati Uniti. In Italia, invece, si è scelto di limitare l'intervento dello Stato, puntando sulle capacità del sistema finanziario di trovare autonomamente le risorse necessarie per uscire dalla crisi.

Questo approccio, però, ha fatto sì che le condizioni di un sistema precario si protraessero nel tempo. Da inizio 2016 l'indice dei corsi azionari delle banche italiane ha subito flessioni pesanti ed è risultato il peggiore in Europa⁶.

Negli Stati Uniti gli stessi corsi azionari sono ritornati a livelli superiori rispetto al 2008. In Europa si mantengono invece costantemente al di sotto della situazione antecedente alla crisi⁷.

I motivi della debolezza del settore bancario sono molteplici. Sicuramente sono da evidenziare le aspettative di una bassa redditività legata ad un contesto di tassi negativi o prossimi allo zero per effetto della politica monetaria espansiva della Banca Centrale Europea nonché il recepimento di Basilea III, che ha determinato un inasprimento dei requisiti patrimoniali e costretto le banche ad aumentare i capitali in condizioni di mercato avverse.

Inoltre c'è stato un mutamento del quadro istituzionale della vigilanza prudenziale con il passaggio al sistema unico di vigilanza europeo, o *Single Supervsory Mechanism* (Ssm).

⁵ Cfr. Vegas, *Audizioni sulla materia della tutela del risparmio nel settore creditizio*, Commissioni riunite 6°(Finanza e Tesoro) del Senato della Repubblica VI della Camera dei Deputati, Roma, 2017, p.3.

⁶ Cfr. Vegas, *op.cit.*, p.3.

⁷ Cfr. Vegas, *op.cit.*, p.4.

Le istituzioni finanziarie e gli investitori hanno perso enormi quantità di denaro e il mondo intero è precipitato nella peggiore delle recessioni da molte generazioni a questa parte.

Ed infatti, in seguito alla crisi creditizia, i mercati dei derivati sono molto più regolamentati di quanto non fossero in precedenza. Sono state, infatti, introdotte nuove regole in merito alla trattazione, al calcolo, alla rappresentazione in bilancio di questi strumenti.

Le banche, ad esempio, sono tenute ad avere un capitale molto più alto per far fronte ai rischi a cui sono esposte e devono prestare molta più attenzione alla liquidità.

Il modo in cui le banche valutano i derivati si è evoluto nel tempo. Viene ora prestata molta più attenzione ai rischi di credito e ai rischi di tasso d'interesse, nonché alle garanzie contrattuali⁸.

Molte banche, inoltre, tengono conto del costo della provvista quando definiscono i “tassi privi di rischio”.

Questi sono solo alcuni degli argomenti trattati in questo elaborato che ha lo scopo di fornire una conoscenza approfondita degli strumenti derivati e del modo in cui questi sono utilizzati dalle banche e, più in generale, dagli intermediari finanziari.

In particolare:

- Il primo capitolo ha lo scopo di introdurre i concetti principali di contratto derivato e di evidenziare le motivazioni che spingono gli intermediari finanziari all'utilizzo di tali strumenti;
- Il secondo capitolo ha lo scopo di fornire un supporto, da un lato, alla comprensione delle strategie adottate dagli istituti di credito in merito all'operatività in strumenti derivati e relativi rischi, e dall'altro, all'identificazione e la valutazione delle voci di bilancio e delle tabelle di nota integrativa interessate da tale operatività;
- Il terzo capitolo presenta e descrive gli strumenti derivati che gli istituti finanziari hanno creato, con gli obiettivi di ridurre il costo dell'indebitamento e proteggersi dai principali rischi finanziari;
- Il quarto capitolo espone gli obblighi ai quali gli intermediari finanziari devono attenersi in materia di derivati e definisce le principali controversie che le istituzioni bancarie devono affrontare;
- Infine, il quinto capitolo analizza la trattativa di uno strumento derivato realmente avvenuta tra un istituzione bancaria ed un Comune italiano;

⁸ Cfr. Hull, *cit.*, p.2.

Capitolo 1

Concetti introduttivi

1.1 La definizione di contratto derivato

Gli strumenti derivati vengono definiti dalla Borsa italiana come “Strumenti finanziari il cui valore dipende ("deriva") dal valore di un'altra attività finanziaria o reale (attività sottostante).”

La legge li definisce all'art. 1 comma 2 del t.u.f., dove indica che per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti compresi nell'elenco previsto dal secondo comma, lett. d, e, f, g, h, i, j, nonché gli strumenti previsti dall'art.1 comma 1 bis del t.u.f.

Si tratta, nello specifico, di:⁹

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; - contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;
- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap* e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;
- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine (*forward*) e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono

⁹ Cfr. art. 1, comma 2, Decreto Legislativo 58/1998, visionabile su www.consob.it.

compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

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

Qualche elemento in più è fornito dalla prassi e così la Banca d'Italia li definisce come “i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa”¹⁰.

In termini non dissimili si esprimeva già vent'anni fa la dottrina italiana che ha approfondito il fenomeno, per cui i derivati possono definirsi “come contratti il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una “attività finanziaria sottostante”, ovvero del valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso d'interesse, cambio)”.

Come possiamo vedere, la normativa italiana non propone una definizione univoca di tali strumenti ma un elenco di contratti che, in base ad alcune caratteristiche comuni, vengono riportati a tale categoria¹¹.

¹⁰ Cfr. Art. 3, *Istruzioni di Vigilanza per le banche*, visionabile su www.bancaditalia.it.

¹¹ Cfr. Pellegrini, *Financial derivatives: Regulation and disputes in the Italian legal order*, Law and economic yearly review, 2013, p. 375

I contratti derivati, quindi, non costituiscono un numero chiuso ma, grazie a questa scelta legislativa, rappresentano una categoria flessibile, in grado di recepire prontamente i cambiamenti della prassi finanziaria.

Principale caratteristica di questa tipologia di contratti è che il derivato non è collegato a nessun altro rapporto giuridico, bensì è un contratto che insiste su altri negozi. Oggetto del contratto non è il “sottostante” ma il differenziale tra il valore dell’entità di riferimento al momento della stipula e quello assunto dalla medesima entità al momento della data di esecuzione del contratto.¹²

Questi strumenti, pur nella eterogeneità, sono di solito utilizzati con la finalità di proteggere da un determinato rischio. Potremmo dire, quindi, che hanno una funzione molto simile a quella assicurativa, ma si differenziano da quest’ultima proprio in virtù della loro costruzione. Infatti, in questi strumenti di ingegneria finanziaria, il rischio non viene trasferito da una persona all’altra, ma dovrebbe gravare, indistintamente, su entrambi i soggetti che stipulano il contratto senza che sia possibile stabilire *ex-ante* quale sarà il contraente che dovrà eseguire l’operazione e nemmeno l’ammontare della stessa¹³.

Infatti l’elemento caratterizzante di tale tipologia di contratto, dal punto di vista giuridico, è senza dubbio l’aleatorietà.

Nessuno dei contraenti ha il controllo sugli elementi finanziari sottostanti dai quali dipenderà sia l’ammontare della prestazione, sia la scelta del soggetto che dovrà adempirvi.

Un’ulteriore definizione, più utile al fine di distinguere contratti simili, è quella di contratto derivato fornita dallo IAS 39 che valorizza le caratteristiche topologiche del contratto.

Lo IAS 39 definisce il derivato come contratto o strumento finanziario che possieda congiuntamente le seguenti caratteristiche:¹⁴

- Il suo valore cambia in relazione al cambiamento di tasso d’interesse, di un prezzo di uno strumento finanziario, di un prezzo di una merce, di un tasso di cambio in valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un merito di credito (*rating*) o indici di credito o altra variabile prestabilita;
- non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato;

¹² Cfr. Patroni Griffi, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Rivista di diritto bancario*, 2012, www.diritto bancario.it.

¹³ Cfr. Malvestiti, *Il contenzioso in materia di contratti derivati*, in *Supplemento altalex quotidiano*, 2013, visionabile su www.altalex.it.

¹⁴ Cfr. Patroni Griffi, *op.cit.*, p.2.

- è regolato a data futura, con regolamento differito rispetto alla data di negoziazione;

Così ricostruita la nozione di derivato, possiamo proseguire nel distinguere le differenti tipologie di contratti esistenti e le finalità per cui essi sono utilizzati dagli intermediari finanziari.

1.2 Tipologie e finalità dei contratti derivati

Possiamo classificare i contratti derivati in differenti tipologie a seconda:¹⁵

- della loro negoziazione in mercati regolamentati o non regolamentati (*over the counter*);
- in base all'entità di riferimento nel contratto;
- in base alla complessità dello strumento finanziario;

Gli strumenti negoziati in mercati regolamentati hanno la caratteristica di essere standardizzati e, pertanto, sottratti all'autonomia contrattuale. Questa tipologia di contratti è la meno rischiosa data la presenza di stanze di compensazioni (*clearing house*), che favorisce la liquidità degli strumenti e la riduzione del rischio dell'inadempimento delle parti alle obbligazioni assunte¹⁶.

Al contrario, i contratti negoziati *over the counter* (OTC) sono liberamente negoziati dalle parti e, quindi, altamente personalizzabili e rischiosi. Il basso livello di standardizzazione dei contratti determina l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originali. Di conseguenza, tali strumenti risultano poco liquidi e molto pericolosi se non adeguatamente regolati. Inoltre, la presenza di clausole spesso complesse rende difficoltosa la valutazione del rischio e il *pricing* dei contratti. L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato¹⁷.

Oggi, i derivati OTC, in termini di volumi, sono molto più numerosi dei contratti derivati quotati.

¹⁵ Cfr. U.P. Griffi, *op.cit.*, p.3.

¹⁶ Cfr. Hull, *cit.*, p.7.

¹⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.8.

A dicembre 2011 il nozionale dei derivati OTC in essere a livello globale era stimato essere 648 trilioni di dollari a fronte di cinquantotto trilioni di dollari relativi ai derivati quotati¹⁸.

I derivati quotati sono negoziati in base a termini standardizzati con riferimento al sottostante, alle date di scadenza o consegna e ai prezzi d'esercizio per le opzioni. Anche il rischio di controparte risulta standardizzato poiché, come già accennato, le singole posizioni vengono regolate da un meccanismo di compensazione alla quale è obbligatorio partecipare costituendo un margine di garanzia.

In base all'entità di riferimento si distingue tra *commodities* e *financial derivatives*. I primi sono contratti derivati il cui sottostante è rappresentato da una merce quale il petrolio, il grano, l'oro, etc.

I *financial derivatives* sono invece caratterizzati dalla presenza di un'attività finanziaria come sottostante. Quest'ulteriore distinzione ha valore solo teorico in quanto le entità di riferimento, a volte, non possono essere catalogabili né come merci né come attività finanziarie. Un esempio può essere il *Credit Default Swap* il cui sottostante è rappresentato dal rischio di credito¹⁹.

Infine, in base alla complessità dello strumento finanziario è possibile distinguere tra contratti aventi una struttura elementare e in genere standardizzata, chiamati *plain vanilla*, e quelli così detti esotici che sono il prodotto dell'ingegnerizzazione finanziaria di diverse tipologie di derivati e che nell'ultimo decennio hanno avuto un enorme sviluppo anche in termini di complessità²⁰.

Gli intermediari finanziari utilizzano gli strumenti derivati principalmente per finalità di copertura da un rischio, ma possono utilizzarli anche a fini speculativi o di arbitraggio.

Nel primo caso si intende proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate nei prezzi di mercato. L'utilizzo del derivato consente di neutralizzare l'andamento avverso del mercato bilanciando le perdite/guadagni sulla posizione da coprire con le perdite/guadagni sul mercato dei derivati²¹;

Utilizzandoli a fini speculativi si prova a realizzare un profitto basandosi sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante;

¹⁸ Cfr. Motta-Ferrero, *Gli strumenti finanziari derivati*, in AA. VV. *L'analisi del bilancio delle banche*, Rutigliano (a cura di), Milano, 2012, p.105.

¹⁹ Cfr. dell'Oste, *Guida ai derivati*, Il Sole 24 Ore, 2012, visionabile su www.ilsole24ore.com.

²⁰ Cfr. Hull, *cit.*, p.3.

²¹ Cfr. dell'Oste, *op. cit.*

Per arbitraggio, infine, si intende l'ottenimento di un profitto privo di rischio realizzato sfruttando un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante²²;

Molte istituzioni finanziarie, inoltre, agiscono come *market makers* per molti prodotti di finanza derivata.

Spesso, è difficile che due società prendano contatto con un'istituzione finanziaria allo stesso tempo per assumere posizioni opposte in un contratto derivato.

Per questo motivo, molte istituzioni finanziarie agiscono come *marker makers*, e sono pronte a entrare in un contratto derivato senza avere un contratto di segno opposto con un'altra controparte²³.

I *market makers* devono quantificare attentamente i rischi e mettere in atto operazioni di copertura con obbligazioni, *forward rate agreements* e *futures* sui tassi d'interesse.

1.3 Ragioni dello sviluppo dei derivati

Si possono fornire mole interpretazioni sulle ragioni che hanno portato allo sviluppo degli strumenti finanziari derivati negli ultimi decenni.

Il periodo che abbiamo passato negli ultimi trenta anni è stato caratterizzato da alcuni elementi²⁴: integrazione dei mercati finanziari e liberalizzazione dei movimenti di capitale, armonizzazione sul fronte regolamentare, privatizzazione del sistema finanziario, liberalizzazione dell'attività di intermediazione.

Queste linee di sviluppo che potremmo sintetizzare nel binomio deregolamentazione-privatizzazione, si inquadrano in un contesto che valuta positivamente il ruolo dei mercati finanziari nello sviluppo dell'economia.

Secondo l'impostazione teorica prevalente, l'integrazione dei mercati, il loro sviluppo e il prevalere di una gestione privatistica da parte degli operatori sarebbero in grado di garantire un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie con un effetto positivo per il funzionamento dell'economia²⁵.

²² Cfr. Hull, *cit.*, p.11.

²³ Cfr. J. C. Hull, *cit.*, p.3

²⁴ Cfr E. Bonucci, "Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati", Camera dei Deputati, 2015, p.7.

²⁵ Cfr E. Bonucci, *op.cit.*, p.11.

Questa teoria, più comunemente conosciuta come teoria dei mercati efficienti, rappresenta un passo importante nello sviluppo delle idee che porta il mondo finanziario nell'alveo del privato senza escludere che i soggetti pubblici possano parteciparvi.

Al riguardo basta soffermarsi su quanto stabiliva la Costituzione nel dopoguerra, all'art. 47 si legge: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito". Oggi nessuno si sognerebbe più di usare il termine "controllare" il credito: riconoscendo che il privato funziona bene, non rimane altro che garantire il corretto comportamento del soggetto privato e del mercato²⁶.

A dire il vero, la teoria dei mercati efficienti mostra che il binomio mercato ben funzionante-privato è in grado di garantire la corretta allocazione di rischi idiosincratici (quelli specifici di un individuo o di un'azienda) ma non di quelli sistemici, che riguardano l'esistenza stessa del sistema finanziario²⁷. Rischi sistemici che si manifestano in tutta la loro forza quando i mercati non funzionano propriamente. Potremmo ben dire che negli ultimi trenta anni si è sottovalutato il rischio sistemico e che la crisi finanziaria ha segnato un brusco risveglio. Lo sviluppo degli strumenti derivati si colloca all'interno di questa linea di sviluppo dei mercati finanziari internazionali. Secondo la teoria finanziaria, l'utilizzo dei derivati amplierebbe i mercati (tecnicamente "completa" i mercati), aumenterebbe le possibilità che gli operatori hanno di coprirsi dal rischio e questo dovrebbe rendere i mercati più efficienti nell'allocare le risorse finanziarie e nel garantire un corretto funzionamento dell'economia. I contratti derivati permettono di prendere posizione su strumenti sottostanti (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni, obbligazioni), nel loro utilizzo si distingue spesso tra due finalità: di copertura (assicurativa) e speculativa. La prima finalità avrebbe un risvolto positivo mentre la seconda avrebbe una sfumatura negativa²⁸. La distinzione ha un suo significato: un conto è che io acquisti un *credit default swap* (cfs) per assicurarmi rispetto al fallimento dell'emittente possedendo un'obbligazione dello stesso, un conto è che io acquisti un cfs senza possedere un titolo. Nel primo caso mi copro dal rischio di *default*, nel secondo caso prendo posizione scommettendo sul fallimento dell'emittente. La distinzione, però, non è sempre così stringente e non è sempre facile comprendere la natura di un derivato. In ultima analisi la teoria economica sostiene che i derivati permettono ai mercati finanziari di funzionare meglio. Quest'approccio ha sottovalutato i risvolti legati all'utilizzo degli strumenti derivati sul fronte

²⁶ Cfr. Bonucci, *op.cit.*, p.11

²⁷ Cfr. Bonucci, *op.cit.*, p.12.

²⁸ Cfr. Bonucci, *op.cit.*, p.12.

della stabilità del sistema finanziario. La crisi finanziaria ha, infatti, messo in evidenza questo aspetto.²⁹

²⁹ Cfr. Bonucci, *op.cit.*, p.12.

Capitolo 2

Gli strumenti derivati nel bilancio delle banche

2.1 Il ruolo del bilancio bancario

Il bilancio bancario ha un ruolo centrale nel sistema informativo volto a rappresentare in maniera veritiera e corretta la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di soggetti che esercitano un'attività riservata e sono sottoposti ad uno specifico regime di supervisione per la tutela del risparmio ad essi affidato.³⁰

Sotto il profilo giuridico, le regole di compilazione del bilancio sono dettate da un insieme di norme che trova le proprie fonti distribuite su più livelli (principi contabili internazionali, disposizioni generali rivenienti dall'ordinamento europeo, nonché norme integrative o derogatorie del diritto comune nazionale e della legislazione bancaria).

Il bilancio bancario costituisce uno strumento teso a non esaurire le propria valenza nell'ambito delle rendicontazioni contabili ma si pone a fondamento del quadro di supervisione predisposto dalla Banca d'Italia e, quindi, del corretto esercizio dei poteri di vigilanza prudenziale.³¹

Pertanto, il bilancio adempie a finalità ulteriori dovendo rispettare i criteri di veridicità e chiarezza imposti dal legislatore che, in questo ambiente, presta particolare attenzione al collegamento tra attività, passività ed informativa esterna.

Ci si riferisce, nello specifico, al contributo che esso reca al funzionamento del mercato finanziario in termini di "efficienza informativa", nella misura in cui la completezza dei dati contabili costituisce il presupposto di una migliore rappresentazione della realtà aziendale degli intermediari finanziari.

La trasparenza delle banche agisce in questo modo sui livelli di concorrenza osservabili, sulle quote di mercato, nonché sulle capacità degli stessi di attrarre capitale di credito.

In definitiva, nella regolazione dei profili contabili di una banca, efficienza, competitività e stabilità sono criteri che debbano ispirare trasversalmente l'assetto normativo del modello di bilancio preordinato ad illustrare la realtà giuridica globale dell'impresa.³²

³⁰ Cfr. Lemma-Troisi, *I bilanci bancari*, in AA. VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. Capriglione (a cura di), Padova, 2015.

³¹ Cfr. Lemma-Troisi, *cit.*, p.234.

³² Cfr. Lemma-Troisi, *cit.*, p.234.

Gli strumenti derivati, in un'istituzione finanziaria, vengono utilizzati prevalentemente con finalità di *trading* o di copertura di un rischio finanziario. Attraverso una strategia di *trading* una banca ha l'obiettivo di lucrare, con un effetto leva, sulla variazione del valore delle variabili sottostanti i derivati utilizzati; quando la strategia è di copertura, invece, l'obiettivo è quello di sterilizzare in bilancio l'effetto derivante dall'oscillazione di variabili di mercato. Nell'ambito delle proprie politiche di gestione del rischio, una banca identifica i motivi strategici che sottendono l'acquisto, il mantenimento in portafoglio e la negoziazione degli strumenti derivati. In caso di copertura, la banca deve formalizzare una politica che esplicita le finalità delle operazioni di copertura nonché le modalità di valutazione e misurazione dell'andamento di tale strategia lungo tutta la vita della relazione di copertura³³.

In Italia, tra le novità per i bilanci del 2016 si segnala un nuovo modello redatto in applicazione delle norme OIC (Organismo Italiano Contabilità) per la rappresentazione dei derivati che richiederà alle imprese una misurazione periodica del *fair value*³⁴ degli strumenti finanziari.

Nel caso in cui i derivati siano di copertura e l'impresa deciderà di utilizzare *l'hedge accounting*³⁵ dovrà anche dotarsi di strumenti che possano dimostrare sia l'efficacia degli strumenti finanziari utilizzati nel mitigare il rischio coperto sia il grado di correlazione tra il derivato e l'operazione coperta³⁶.

Con la direttiva 2013/34 Il Legislatore elimina alcune delle principali differenze tra i principi contabili nazionali e internazionali.

Viene imposto a tutte le imprese, ad eccezione delle micro-imprese, di rilevare nel conto economico le variazioni di *fair value* degli strumenti derivati, compresi quelli incorporati, con esclusione di quelle rilevate per operazioni di copertura. Inoltre, deve farsi riferimento agli IFRS omologati dall'Unione Europea sia per la definizione di strumento derivato³⁷, che per

³³ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.105.

³⁴ Nei principi contabili internazionali (IAS/IFRS) il *fair value* viene definito come :*il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.*

³⁵ Nel contesto in cui l'utilizzo dello strumento derivato è formalmente designato a copertura di uno specifico rischio e tale copertura risulta efficace è possibile applicare le regole *dell'Hedge Accounting* che prevedono regole contabili differenziate per tipologia di coperture.

³⁶ Cfr. Benini, *Derivati e bilancio nel D.Lgs. n. 139/2015: un lungo percorso verso la trasparenza*, 2015, visionabile su www.dirittobancario.it.

³⁷ Lo IAS 39 definisce un contratto derivato come :Un derivato è uno strumento finanziario: (a) il cui valore cambia in relazione ai cambiamenti che si verificano in un prestabilito tasso di interesse, prezzo di un titolo, prezzo di una merce, tasso di cambio in valuta estera, indice di prezzi o di tassi, rating di un credito o altra variabile (alcune volte denominata "sottostante"); (b) che richiede che non vi sia alcun investimento netto iniziale od un minimo investimento netto iniziale relativo ad altre tipologie di contratti che hanno una simile reazione a cambiamenti delle condizioni di mercato; e (c) che sarà regolato in data futura.

l'individuazione della tecnica e del modello da utilizzare nella valutazione del *fair value*. Nello specifico ci si rivolge allo IAS 39 e all'IFRS 13³⁸.

Prima delle novità introdotte dalla riforma contabile, non era presente una specifica disciplina in materia di rappresentazione degli strumenti derivati in bilancio. Tuttavia, il trattamento contabile presenta dei tratti di complessità che non agevolano la comprensione dei tecnicismi delle operazioni. Inoltre, fino al 2015, la disciplina nazionale non ha fornito nessuna indicazione specifica in merito al trattamento contabile di questi strumenti.

La riforma societaria del 2006 aveva semplicemente introdotto una cornice con riferimento all'aspetto regolamentare.

Le attuali norme considerano questi strumenti come delle “operazioni fuori bilancio” e non ammettono alcuna coerenza valutativa tra il derivato che copre un rischio finanziario e l'operazione.

Riassumendo, nei bilanci, fino al 2015, i derivati di copertura e speculativi trovavano rappresentazione nelle note di bilancio, ai sensi dell'articolo 2427-bis. La riforma contabile ha modificato significativamente la rappresentazione di questi strumenti e le conseguenze sui conti economici potrebbero diventare rilevanti, qualora essi non coprano efficacemente un rischio finanziario.

Il legislatore rende obbligatorio la valutazione di tutti i derivati al *fair value*, con imputazione delle variazioni di quest'ultimo al conto economico, a meno che gli strumenti utilizzati non abbiano fini di copertura. Non sono concesse esenzioni ai criteri di misurazione dei derivati: anche coloro che redigono il bilancio in forma abbreviata applicheranno i medesimi criteri di valutazione.

Il decreto 139/15 aggiunge allo stato patrimoniale e al conto economico delle voci particolari per rappresentare la variazione di *fair value* alla data di chiusura dell'esercizio degli strumenti finanziari derivati:

- Se la variazione risulta positiva essa viene iscritta tra le immobilizzazioni o nell'attivo circolante a seconda della sua destinazione. La contropartita è il conto economico alla voce “Rivalutazioni per rettifiche di valore”;
- Se la variazione risulta negativa essa viene imputata al fondo rischi con contropartita nel conto economico alla voce “Svalutazioni per rettifiche di valore”;

³⁸ Cfr. Toselli, *Derivati e fair value nei bilanci 2016*, 2015, visionabile su www.dirittobancario.it.

Nel caso in cui i derivati siano di copertura è prevista una differente rappresentazione contabile, previa la dimostrazione della stretta correlazione tra derivato e operazione coperta. Se l'utilizzo dei derivati è propedeutico alla copertura del rischio di *fair value* (cioè ci si copre dal rischio di variazione dei tassi di interesse, o dei tassi di cambio, o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito) è concessa la valutazione simmetrica tra il derivato e l'elemento coperto. Se la copertura riguarda il rischio di variazione di un flusso di cassa futuro oppure il rischio finanziario connesso ad un'operazione programmata, la differenza di *fair value* del derivato non si imputa al conto economico ma ad una riserva del patrimonio netto, positiva o negativa. Questa riserva accoglie temporaneamente le variazioni di *fair value* del derivato: quando però si concretizzeranno o si modificheranno i flussi di cassa, allora la riserva "rigirerà" la variazione di *fair value* al conto economico.

Trattamenti contabili pre e post riforma

<i>In vigore fino al 31 dicembre 2015</i>	<i>Cosa cambia a partire dal 1° gennaio 2016</i>
<p>1. Fino al bilancio 2015 la disciplina contenuta nel codice civile per le società commerciali e industriali diverse dalle entità che operano nel mondo finanziario non contiene specifiche disposizioni per la rappresentazione in bilancio dei contratti derivati. Sono richieste alcune specifiche informazioni di dettaglio in merito al fair value dei derivati, da fornire nella nota integrativa, ai sensi dell'art. 2427-bis c.c. I derivati non sono rilevati in contabilità alla data di sottoscrizione e non sono iscritti in bilancio a meno che rappresentino una passività possibile, nel qual caso si rileva un fondo rischi.</p>	<p>1. E' modificato lo schema dello stato patrimoniale: sono state aggiunte le righe per rappresentare i derivati attivi e quelli passivi in base al fair value. Nel conto economico sono state aggiunte alcune voci nella classe "D. Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie" che accolgono le variazioni di fair value positive che rappresentano rivalutazioni (voce 18.d), e quelle negative che rappresentano delle svalutazioni (voce 19.d) I derivati si rilevano già al momento della loro sottoscrizione in base al fair value (anche se, generalmente, il fair value di un derivato alla data di sottoscrizione approssima lo zero)</p>
<p>2. In linea generale i criteri di valutazione utilizzati per rappresentare i derivati tengono in considerazione i postulati generali di bilancio, per i quali: - solo gli utili realizzati sono iscritti alla data di bilancio (salvo diverse disposizioni di legge). - si tiene conto dei rischi di perdite emergenti dall'analisi degli eventi, anche se conosciuti successivamente alla data di chiusura dell'esercizio ed anteriormente alla data di redazione del bilancio.</p>	<p>2. E' stato aggiunto il n. 11-bis all'art. 2426 c.c. Le variazioni di fair value si imputano al conto economico a meno che si tratti di un'operazione di copertura. Alla data di bilancio: - se il fair value è positivo, il derivato rappresenta un'attività finanziaria, da classificare tra le immobilizzazioni o nell'attivo circolante a seconda della sua destinazione. La contropartita è il conto economico, a meno che sia un'operazione di copertura. - Se il fair value è negativo (e quindi rappresenta un costo per la società) il derivato si iscrive tra i fondi per rischi e oneri, alla voce B.3 del passivo. La contropartita è il conto economico, a meno che sia un'operazione di copertura.</p>
<p>3. si effettua una valutazione separata delle attività e delle passività in bilancio e fuori bilancio; se dalla valutazione dei derivati emergono delle perdite, queste sono accantonate in un fondo rischi e se emergono degli utili questi sono differiti.</p>	<p>3. Sono stati eliminati i conti d'ordine</p>
<p>4. si effettua una valutazione separata dei derivati di copertura che sono valutati coerentemente all'elemento coperto</p>	<p>4. con riferimento alle operazioni di copertura è stato espressamente disciplinato il trattamento contabile delle coperture di fair value e le coperture del rischio di flussi finanziari, allineando sostanzialmente le disposizioni a quanto previsto dallo IAS 39 in tema di hedge accounting.</p>

39

³⁹ Cfr. Toselli, *op.cit.*, p.8, visionabile su www.dirittobancario.it.

2.2 Rappresentazione dei derivati speculativi e di copertura

Gli strumenti derivati nel portafoglio delle banche sono ripartiti, come detto, in derivati speculativi e derivati di copertura a seconda della finalità della loro detenzione. I derivati speculativi sono quelli per cui l'intento si manifesta acquistando o vendendo questi strumenti senza essere in possesso del relativo sottostante e pertanto, agendo tecnicamente allo scoperto. In bilancio i valori patrimoniali ed economici di tali strumenti sono rappresentati alle seguenti voci:⁴⁰

- Stato patrimoniale:⁴¹
 - Attivo-Voce 20 “Attività finanziarie detenute per la negoziazione”.
 - Passivo-Voce 40 “Passività finanziarie di negoziazione”.

In tali voci sono allocati i *fair value* alle date di riferimento dei derivati speculativi;

- Conto economico:
Voce 80-“Risultato netto dell'attività di negoziazione”;

In tale voce vengono allocati:

1. I differenziali dei derivati di *trading*;
2. i risultati della valutazione dei derivati *di trading*;
3. gli utili e le perdite da negoziazione dei derivati di *trading*;

I derivati di copertura⁴² si distinguono perché l'intento che viene perseguito attraverso l'uso dello strumento è quello di proteggersi dai seguenti rischi:⁴³

- Rischio di tasso d'interesse: rischio di diminuzione (aumento) di un'attività (passività) a tasso fisso, rischio di diminuzione (aumento) di valore di un'attività (passività) a tasso variabile;
- Rischio di variazione dei flussi di cassa: rischio di diminuzione (aumento) dei flussi di cassa in entrata (uscita) dovuto alla variazione del tasso d'interesse a cui un'attività (passività) è ancorata;

⁴¹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106.

⁴² Definizione dello IAS 39: Uno strumento di copertura è un derivato designato o (limitatamente ad una operazione di copertura del rischio di variazioni nei tassi di cambio di una valuta estera) una designata attività o passività finanziaria non derivata il cui *fair value* (valore equo) o flussi finanziari ci si aspetta compensino le variazioni nel *fair value* (valore equo) o nei flussi finanziari di un designato elemento coperto (paragrafi 72-77 e Appendice A paragrafi AG94-AG97 sviluppano la definizione di uno strumento di copertura).

⁴³ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106.

- Rischio di credito: rischio che la controparte nei confronti della quale la banca detiene delle attività finanziarie non adempia alle proprie obbligazioni contrattuali;
- Rischio di cambio: rischio generato dalle variazioni del tasso di cambio in valuta diversa da quelle di riferimento in cui sono denominate alcune attività o passività;
- Rischio di prezzo: rischio dovuto alle oscillazioni dei prezzi di titoli azionari, di indici o di *basket* di titoli/obbligazioni;

Tali rischi sono impliciti nell'attività principale della banca, in particolare nell'erogazione di finanziamenti alla clientela, nella raccolta di risparmio, nell'operatività in titoli e nell'emissione e collocamento di prestiti obbligazionari propri a tasso fisso.

In riferimento al rischio di tasso d'interesse è possibile distinguere tre tipologie di copertura, rilevanti anche per la differente rappresentazione in bilancio:⁴⁴

- *micro-Hedging* di singole posizioni: copertura di singole attività, passività o transazioni future attese;
- *micro-hedging* di portafoglio: copertura di insiemi omogenei di attività, passività o di transazioni future specificatamente individuate;
- *macro-hedging*: copertura di insiemi omogenei di attività passività o di transazioni future attese che condividano il rischio;

Inoltre, in base al tipo di copertura e di effetto che essa avrà sul bilancio possiamo distinguere tre strategie:⁴⁵

- *Fair value hedge*: copertura delle variazioni di *fair value* generate da uno o più fattori di rischio. In questo modo la banca intende neutralizzare, nel proprio conto economico, variazioni di *fair value* dell'elemento coperto riconducibile al solo rischio coperto tramite una sostanziale compensazione di tali variazioni con quelle del *fair value* dello strumento derivato;
- *Cash flow hedge*: copertura rispetto all'esposizione della variabilità dei flussi di cassa. La banca utilizza tale tipologia di copertura per ridurre l'oscillazione dei flussi di cassa in entrata o in uscita correlati ad attività e passività detenute. Le banche definiscono precise strategie di *cash flow hedge*, identificando l'ambito di applicazione sia nell'attivo che nel passivo e prevedendo, in caso di rischio di tasso d'interesse, la

⁴⁴ Cfr. Beets, *The use of derivative to manage interest rate risk in commercial banks*, Investment Management and Financial Innovations, 2/2004, p.4.

⁴⁵ Cfr. Beets, *op.cit.*, p.5.

copertura di specifiche posizioni a tasso variabile con derivati OTC generalmente di tipo *plain vanilla*;

- *Hedge of a net investment in a foreign entity*: copertura dell'esposizione al rischio di cambio su un investimento netto in un'operazione estera utilizzando un derivato;

Gli strumenti destinati al *micro-hedging* sono rappresentati in bilancio alle seguenti voci:⁴⁶

- Stato patrimoniale:

- Attivo-Voce 80 "*Derivati di copertura*";
- Passivo-Voce 60 "*Derivati di copertura*";

Sono allocati in queste due voci i derivati relativi alle date di riferimento valutati al loro *fair value*;

- Passivo-Voce 130 ovvero 140 nel bilancio consolidato "*Riserva di valutazione*";

Con riferimento alle coperture verso investimenti esteri di flussi finanziari, in questa voce sono allocati le contropartite patrimoniali, non transitate per il conto economico, delle variazioni del *fair value* dei derivati di copertura per i quali sono state rispettate le regole di *hedge accounting*;

- Conto economico: Voce 10 "*Interessi attivi e proventi assimilati*" e 20 "*Interessi passivi e oneri assimilati*";

Qui presenti i differenziali o i margini, positivi o negativi, maturati fino alla data di riferimento del bilancio relativi ai derivati di copertura di attività e passività che generano interessi;

- Conto economico: Voce 90 "*Risultato netto dell'attività di copertura*";

Qui sono presenti i risultati della valutazione delle operazioni di copertura al *fair value* e dei flussi finanziari; Di questi ultimi vengono rilevate solamente le quote parte che non bilanciano perfettamente le variazioni delle attività e passività coperte.

Inoltre, vengono allocati anche i risultati della valutazione delle attività e passività finanziarie oggetto di copertura del *fair value* e i risultati della valutazione delle attività e passività per cassa collegate da una relazione di copertura del rischio di cambio;

Gli strumenti utilizzati per la copertura macro sono rappresentati in bilancio alle seguenti voci:⁴⁷

⁴⁶ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

- Stato patrimoniale:
 - Attivo-Voce 90 “Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica.”⁴⁸;
 - Passivo-Voce 70 “Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica.”;

In queste voci sono allocati i saldi relativi alle variazioni del *fair value* delle attività e passività oggetto di copertura generica del rischio di tasso d’interesse.

- Conto economico: Voce 10 “Interessi attivi e proventi assimilati” e 20 “*Interessi passivi e oneri assimilati*”;

In questa voce vengono allocati i margini e i differenziali maturati sino alla data di riferimento del bilancio relativi ai derivati di copertura di attività e passività che generano interessi;

- Conto economico: Voce 90 “*Risultato netto dell’attività di copertura*”;

In questa voce sono rappresentati i risultati della valutazione delle operazioni di copertura del *fair value* e dei flussi finanziari. In particolare, rispetto a queste ultime e a quelle riferite ad investimenti esteri viene rilevata solamente la quota parte che non bilancia perfettamente le variazioni dell’attività/passività coperta. Quota anche detta inefficace. In tale voce sono anche presenti i risultati delle valutazioni dell’attività e passività finanziarie oggetto di copertura del *fair value* ed i risultati di valutazione delle attività e passività per cassa collegate da una relazione di copertura del rischio di cambio.

2.3 Rappresentazione dei derivati strutturati

Nel corso del tempo, l’ingegneria finanziaria ha dato vita a strumenti derivati di crescente complessità.

Si distinguono strumenti *plain vanilla* (IRS, *Forwrad*, *Cap*, *Floor*) caratterizzati da una struttura abbastanza semplice, strumenti esotici (opzioni con barriera, asiatiche, *cliquet*), più complessi e diversificabili, e strumenti strutturati, finalizzati, di solito, alla copertura di rischi connessi a debiti strutturati detenuti in portafoglio.

⁴⁷ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

⁴⁸ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.107

In particolare, è molto diffusa l'emissione di obbligazioni con strutture complesse, i cui indici sono collegati a parametri non strettamente correlati con i tassi d'interesse di mercato. Questi strumenti contengono una componente derivata implicita che deve essere scorporata dallo strumento ospite e valutata al *fair value*.

In questa situazione la banca ha a disposizione due opzioni contabili alternative:⁴⁹

- Scorporare il derivato implicito nello strumento ospite, classificare quest'ultimo nella voce 30 del passivo "Titoli in circolazione", il cui criterio di valutazione è rappresentato dal costo ammortizzato, e classificare il derivato scorporato nella voce 40 del passivo come "passività finanziaria di negoziazione" con valutazione successiva al *fair value* in conto economico;
- Decidere di non scorporare il derivato e di classificare l'intero strumento nella voce 50 del passivo "Passività finanziarie valutate al *fair value*", con valutazione successiva al *fair value* in conto economico;

Le obbligazioni strutturate sono spesso utilizzate per attrarre l'interesse degli investitori, per cui non rientra nella strategia della banca l'assunzione del rischio connesso con i derivati impliciti nelle obbligazioni.

A riguardo, è bene precisare che l'IFRS 9 fissa nuove regole per la classificazione e misurazione degli strumenti finanziari che incorporano derivati impliciti. In particolare è previsto che:

- Nel caso in cui lo strumento ospite non sia uno strumento finanziario, la società dovrà applicare la normativa dello IAS 39⁵⁰ per decidere se è necessario procedere all'operazione di scomposizione dello strumento finanziario;
- Nel caso in cui lo strumento ospite è uno strumento finanziario, la società dovrà applicare le regole descritte nell'IFRS 9;

Se lo strumento rispetterà le condizioni per essere rilevato al costo ammortizzato, esso seguirà le relative regole di classificazione e valutazione. Altrimenti, lo strumento sarà trattato nella categoria al *Fair Value Through Profit and Loss (FVTPL)*⁵¹.

⁴⁹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

⁵⁰ Lo IAS 39 al Paragrafo 11 indica: Un derivato incorporato deve essere separato dal contratto primario e contabilizzato come un derivato secondo il presente Principio se, e soltanto se: (a) le caratteristiche economiche e i rischi del derivato incorporato non sono strettamente correlati alle caratteristiche economiche e ai rischi del contratto primario (vedere Appendice A paragrafi AG30 e AG33); (b) uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato soddisferebbe la definizione di derivato; e (c) lo strumento ibrido (combinato) non è valutato al *fair value* (valore equo) con le variazioni del *fair value* (valore equo) rilevate nel conto economico (ossia un derivato che sia incorporato in una attività o passività finanziaria al *fair value* (valore equo) rilevato a conto economico non è separabile).

⁵¹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.107

2.4 L'utilizzo della fair value option

Con l'espressione *fair value option*⁵² si intende la possibilità di valutare al *fair value*, con effetto a conto economico, qualsiasi strumento finanziario, al di fuori di quelli strumenti che devono essere comunque valutati al *fair value*, quando tale designazione riduce o elimina un *accounting mismatch*.

Un *accounting mismatch* è una rappresentazione distorta di un'operazione che potrebbe rappresentare, ad esempio, al *fair value* una posta dell'attivo e al costo ammortizzato una posta del passivo quando questi sono strettamente connessi. È importante sottolineare due differenze tra la *fair value option* e l'*hedge accounting*:⁵³

- La *fair value option* è più adatta a rappresentare portafogli di attività e passività gestite in modo unitario in relazione ad un rischio, mentre l'*hedge accounting* è più adatto a evidenziare i legami esistenti tra un solo strumento di copertura finanziaria e il relativo derivato di copertura;
- Il *fair value hedge* permette la copertura e la sterilizzazione a conto economico tramite variazioni di pari importo e segno opposto del derivato e dell'attività/passività coperta, di uno o più fattori di rischio. La *fair value option*, diversamente, valuta l'attività/passività coperta al suo *fair value* pieno e, pertanto, considera non solo la variazione del fattore di rischio da cui la banca intende proteggersi ma anche altri fattori di rischio che non sono oggetto di copertura e sterilizzazione;

Al fine di rendere più chiaro il concetto si ipotizzi il caso in cui la banca detenga un portafoglio di titoli a tasso fisso e intenda coprirsi dal rischio di oscillazione del *fair value* degli stessi derivanti dalla variazione dei tassi d'interesse tramite l'acquisto di un derivato sui tassi. Utilizzando la *fair value option* le variazioni del *fair value* del portafoglio saranno sterilizzate a conto economico per la quota parte di tali variazioni derivanti dalla variazione di tassi d'interesse ma non per la variazione di *fair value* derivanti dalla variazione di altri fattori di rischio⁵⁴. Inoltre la banca eviterà di eseguire tante operazioni di copertura quanti sono gli strumenti appartenenti al suddetto portafoglio, come invece avverrebbe in caso di micro *fair value hedge*. Attraverso la *fair value option*, dunque, la

⁵³ Cfr. Parisotto, *IAS 39: un principio contabile tormentato*, 2012, visionabile su www.dirittobancario.it.

⁵⁴ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.107.

banca può proteggersi dalle oscillazioni negative di una determinata variabile senza dover strutturare puntuali relazioni di copertura. Si evidenzia che i principali operatori nel settore bancario definiscono delle politiche per l'applicazione della *fair value option* che prevedono la copertura di portafogli unicamente sulla base dei risultati dell'attività di monitoraggio del rischio di tasso d'interesse.

In bilancio i valori connessi alla *fair value option* sono rappresentati nelle seguenti voci:⁵⁵

- Stato patrimoniale:

- Attivo-Voce 20 “Attività finanziarie detenute per la negoziazione”;
- Passivo-Voce 40 “Passività finanziarie di negoziazione”;

In queste voci sono allocati i *fair value* relativi ai derivati collegati ad attività e passività valutate *al fair value* secondo le regole della *fair value option*.

- Stato patrimoniale:

- Attivo- Voce 30 “Attività finanziarie valutate *al fair value*”;
- Passivo-Voce 50 “ Passività finanziarie valutate *al fair value*”;

In queste voci sono allocate tutte le attività e passività finanziarie per cassa designate al *fair value* con i risultati valutativi iscritti nel conto economico, sulla base delle regole previste dalla *fair value option*.

- Conto economico: Voce 10 “Interessi attivi e proventi assimilati” e 20 “Interessi passivi e oneri assimilati”.

In questa voce sono allocati i margini e i differenziali sui contratti derivati classificati nello stato patrimoniale nel portafoglio di negoziazione, ma connessi ad attività e passività finanziarie valutate al *fair value* secondo la regola della *fair value option*.

- Conto economico: Voce 110 “Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate *al fair value*”

In questa voce è allocato il saldo tra gli utili e le perdite delle attività e passività valutate al *fair value*, inclusi i risultati delle valutazioni al *fair value* di tali attività e passività, nonché il risultato delle valutazioni dei derivati creditizi e finanziari valutati connessi con *la fair value option*.

⁵⁵ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.108.

2.5 Modalità di determinazione del Fair Value

I derivati sono iscritti e valutati in bilancio in base al loro *fair value*. Quest'ultimo, viene determinato attraverso l'utilizzo di prezzi acquisiti dal mercato nel caso di strumenti quotati in mercati attivi⁵⁶. Un mercato è definito attivo quando i prezzi di quotazione sono prontamente e regolarmente disponibili presso borse, mediatori, intermediari, società del settore, servizi di quotazione o enti autorizzati. In assenza di una quotazione su mercato attivo o di un mercato regolarmente funzionante il fair value degli strumenti finanziari derivati viene determinato sulla base di tecniche di valutazione. Tali tecniche considerano:⁵⁷

- Il riferimento a valori di mercato indirettamente connessi allo strumento da valutare e desunti da prodotti simili per caratteristiche di rischio (*comparable approach*);
- Valutazioni effettuate utilizzando *input* non desunti da parametri osservabili sul mercato, per i quali si fa ricorso a stime e assunzioni ipotizzate dal valutatore (*mark-to-model*);

Viene data assoluta priorità ai prezzi ufficiali disponibili sui mercati attivi. Quando questi non sono disponibili la valutazione viene effettuata in base ad altri parametri osservabili oggettivamente sul mercato. Solo in assenza di questi si prosegue con valutazioni di carattere maggiormente soggettivo.

Nell'ambito di questa gerarchia, le valutazioni della banca risentono di un livello crescente di discrezionalità nella scelta dei parametri. Utilizzando il *comparable approach* la valutazione è basata su prezzi o *spreads* creditizi desunti dalle quotazioni ufficiali di strumenti sostanzialmente simili in termini di rischio, applicando una data metodologia di calcolo, nella quale non si includono parametri discrezionali tali da influire in maniera determinante sul prezzo di valutazione finale. In questo tipo di approccio la scelta del valutatore è limitata alla scelta dei comparabili e all'utilizzo dei correttivi non direttamente osservabili sul mercato.

I modelli valutativi utilizzano come principali parametri di *input* le curve di tasso d'interesse, i tassi di cambio, le volatilità, i prezzi delle attività sottostanti e il *Credit Risk Adjustment* (CRA).

⁵⁶ Indicazione contenuta nello IAS 39 al paragrafo 48 rubricato *Considerazioni sul criterio di valutazione al fair value*.

⁵⁷ Cfr. Parisotto, *op.cit.*

Alcuni strumenti derivati, tuttavia, richiedono l'utilizzo di modelli valutativi che presuppongono il ricorso a parametri non direttamente osservabili sul mercato e che quindi comportano una serie di stime e di assunzione del valutatore. In particolare, la valutazione dello strumento derivato viene condotta utilizzando una data metodologia di calcolo che si basa su ipotesi riguardanti:⁵⁸

- Lo sviluppo dei *cash-flow* futuri, eventualmente condizionati da eventi futuri a cui possono essere attribuite probabilità desunte dall'esperienza o sulla base di ipotesi di comportamento;
- Il livello di determinati parametri in input non quotati su mercati attivi, i cui valori sono stimati in base a dati storici del fattore di rischio specifico sottostante o a ricerche specializzate in materia;

Alcune volte bisogna effettuare delle correzioni per adeguarsi al *model risk*, cioè alla possibilità che la valutazione di uno strumento complesso sia sensibile alla scelta del modello. Utilizzando diversi modelli, in molte situazioni, si può dar luogo a valutazioni diverse. Perciò, in questi casi, possono rendersi necessari aggiustamenti del *fair value* al fine di prendere in considerazione tutti gli elementi importanti per gli operatori di mercato, come, ad esempio, l'illiquidità dello strumento e la difficoltà di valutazione dovuta alla mancanza di parametri sul mercato direttamente osservabili.

Quando si valuta uno strumento derivato in base a tali parametri si introduce un elevato livello di incertezza con riferimento ai valori di tali strumenti iscritti in bilancio. Risulta, pertanto, di particolare interesse l'informativa relativa alla gerarchia del *fair value*, che consente di valutare la rilevanza degli strumenti il cui valore risente di un elevato livello di discrezionalità. Qualora la modifica di uno o più parametri determinassero una variazione significativa del *fair value* dello strumento, devono essere indicati in bilancio i relativi effetti. Questa informativa è di importanza fondamentale in quanto permette di individuare una *range* di possibili valori per gli strumenti più complessi, e conseguentemente, valutare adeguatamente i rischi connessi.

Le informazioni relative alla gerarchia del *fair value* sono indicate nella Parte A e nella Parte B della nota integrativa. Nella Parte A vengono fornite informazioni di carattere qualitativo sulla modalità di determinazione del *fair value* degli strumenti derivati, mentre nella sezione A.3 vengono riportate le informazioni di carattere quantitativo sugli stessi strumenti. Nella parte B sono, invece, fornite informazioni al dettaglio in merito alla composizione

⁵⁸ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.114.

merceologica delle attività e passività finanziarie, con la suddivisione nei tre livelli di *fair value*.

2.6 Sistemi di valutazione del rischio

Le tipologie di rischi a cui la banca è esposta, le relative strategie di gestione di tali rischi e le caratteristiche degli strumenti derivati utilizzati a copertura sono caratteristiche essenziali per una compiuta disamina degli elementi posti a presidio dei fondamentali di una banca, in quanto una non corretta gestione dei rischi può minare la continuità dell'intera attività aziendale. In particolar modo, l'uso dei derivati può incrementare il profilo di rischio di una banca.

Per questo motivo tutte le banche utilizzano sistemi di *risk management* che permettono un costante monitoraggio dei rischi e che permettono di effettuare simulazioni in merito a diversi scenari di mercato, analizzandone gli effetti sul patrimonio e sul conto economico. Nel bilancio bancario vengono infatti riportate tutta una serie di informazioni che consentono da un lato di comprendere la rilevanza per la banca della singola tipologia di rischio e dall'altro di valutare il sistema di gestione e monitoraggio attualmente in uso. In particolare in relazione al rischio di mercato, le banche utilizzano due sistemi : *l'asset liability management (ALM)* e il *value at risk (VAR)*.

Il primo è un modello che permette di mantenere sotto controllo l'equilibrio della liquidità, il *mismatching* temporale tra attività e passività , di misurare per tutta l'operatività finanziaria delle banche il livello di rischio di tasso e di esplicitare il potenziale di perdita o di profitto derivante dall'oscillazione dei tassi di mercato. Il rischio di tasso di interesse è rappresentato dalla variazione dello stesso in grado di incidere negativamente sulla redditività della banca, a causa di un disallineamento tra attività e passività o in termini di tempi di riprezzamento. Questo è molto importante per le banche commerciali dove, mentre la raccolta è prevalentemente a vista, gli impieghi hanno durata medio-lunga. Pertanto, sia una variazione generalizzata dei tassi di mercato sia una modifica dell'inclinazione della curva dei tassi possono determinare notevoli perdite.

Il modello ALM consente di effettuare analisi di sensitività e di porre in essere i necessari correttivi attraverso i derivati di copertura, anche nel caso in cui il rischio di tasso è legato a

particolari clausole contrattuali che determinano un variazione di tasso sugli impieghi in presenza di determinati andamenti dei tassi di mercato.⁵⁹

Il secondo modello (VAR), oltre al rischio di mercato, prende in considerazione anche il rischio di credito, riuscendo così ad ottenere una visione completa del rischio di prezzo di un determinato portafoglio.

Il *Value at risk* è una misura statistica del rischio di mercato. Viene definito come la misura di massima perdita “potenziale” che un portafoglio può subire con una certa probabilità su un determinato orizzonte temporale. L’utilizzo del VAR per l’analisi del rischio di mercato non può prescindere da un’attenta valutazione del modello di riferimento per il calcolo statistico. In particolare questo aspetto ha assunto maggiore importanza dopo la recente crisi finanziaria, che ha evidenziato l’insorgenza di perdite maggiori di quelle stimate sulla base del modello. Le informazioni relative alle suddette analisi sono riportate nella parte E della nota integrativa del bilancio di una banca.

2.7 Informativa di bilancio sui rischi

Le informazioni riguardanti i rischi in essere e le modalità di gestione degli stessi da parte della banca sono contenute nella parte E (Informazioni sui rischi e sulle relative politiche di copertura) della nota integrativa, e nello specifico riguardano:⁶⁰

- a) Rischio di credito;
- b) Rischi di mercato:
 - di tasso di interesse;
 - di prezzo;
 - di cambio;
- c) Rischio di liquidità;
- d) Rischi operativi;

La parte E descrive, inoltre, le politiche di copertura dei suddetti profili di rischio messe in atto dalla banca, nonché l’operatività in strumenti finanziari derivati.

Le informazioni di natura qualitativa sono nello specifico:⁶¹

- La descrizione delle principali fonti di rischio di tasso e del rischio di cambio nonché degli eventuali cambiamenti, se rilevanti, intervenuti rispetto all’esercizio precedente;

⁵⁹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.114.

⁶⁰ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.115.

⁶¹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.115.

- La rappresentazione degli obiettivi e delle strategie sottostanti all'attività di negoziazione ed il modo in cui essi interagiscono con gli obiettivi operativi della banca; tale rappresentazione riguarda il ruolo svolto dalla banca nell'attività di negoziazione (arbitraggista, market maker, attività in proprio), le caratteristiche primarie dei prodotti innovativi o complessi negoziati, le politiche sottostanti all'attività in derivati finanziari specificando se si ricorre principalmente ai derivati quotati o non quotati;
- La descrizione dei cambiamenti avvenuti con annesse motivazioni nel caso di modifiche alla condotta in materia di negoziazione;

La parte E continua con la descrizione dei processi di gestione e di misurazione del rischio. In particolare vengono descritti:⁶²

- I processi interni di controllo e gestione del rischio di tasso (struttura organizzativa, esistenza di limiti all'assunzione dei rischi) e gli eventuali cambiamenti avvenuti rispetto allo scorso esercizio;
- Le metodologie utilizzate per l'analisi di sensitività al rischio di tasso di interesse e di cambio e i metodi di valutazione dei risultati conseguiti.

In riferimento alle attività di copertura del *fair value* vengono illustrati:

- Gli obiettivi e le strategie sottostanti alle operazioni di copertura del *fair value*, distinguendo tra coperture specifiche e generiche;
- Le tipologie di contratti derivati utilizzati per la copertura e la natura del rischio coperto, distinguendo tra coperture specifiche e generali;

In riferimento, invece, alle attività di copertura dei flussi finanziari sono descritti:

- Strategie ed obiettivi sottostanti alla copertura dei flussi finanziari, distinguendo tra coperture specifiche e generali;
- Tipologie di contratti utilizzati e la natura del rischio coperto;
- Le transazioni future oggetto di copertura la cui manifestazione non è più attesa;
- I periodi nel quale si attendono che i flussi finanziari si manifesteranno;

Infine sono inserite le informazioni quantitative che riguardano:⁶³

- La distribuzione per durata residua delle attività e delle passività finanziarie per cassa e dei derivati finanziari;

⁶² Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.116.

⁶³ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.116.

- La distribuzione delle esposizioni in titoli di capitale e indici azionari per i principali paesi del mercato di quotazione;
- Le informazioni quantitative relative ai modelli interni e alle metodologie di analisi di sensitività;

La banca sarà, inoltre, tenuta a fornire informazioni specifiche sull'utilizzo di modelli interni basati sul valore a rischio. Sono anche indicati gli effetti di una variazione dei tassi di +/- 100 punti base sul margine di intermediazione, sul risultato di esercizio e sul patrimonio netto con annessi i risultati delle analisi di scenario.

Infine, nella sezione 2.4 “Gli strumenti derivati” della parte E della nota integrativa vengono riportati:⁶⁴

- I valori nozionali di fine periodo e medi relativi ai derivati finanziari e creditizi di negoziazione e copertura;
- *Fair value* lordo positivo e negativo dei derivati finanziari e creditizi
- Valori nozionali e *fair value* lordi, suddivisi per controparti, riferiti ai derivati finanziari e creditizi OTC, con specificazione di quelli rientranti in accordi di compensazione;
- Valori nozionali dei derivati finanziari e creditizi OTC suddivisi per vita residua;
- Rischio di controparte e rischio finanziario connesso ai derivati finanziari e creditizi OTC;
- *Fair value* netti e esposizione futura per controparti relativi ai derivati finanziari e creditizi OTC;

⁶⁴ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.117.

Capitolo 3

Rischi e strumenti derivati

3.1 L'influenza dei derivati sui rischi dell'attività bancaria

I rischi che maggiormente si presentano durante lo svolgimento dell'attività bancaria sono: rischio di interesse, rischio di cambio, rischio di liquidità, rischio di mercato e rischio di credito.

- Il rischio di liquidità viene definito come il rischio che corre una controparte nel caso in cui non riesca a reperire i fondi necessari a far fronte alle proprie obbligazioni alle data di scadenza delle stesse⁶⁵.

I derivati, soprattutto quelli negoziati *over the counter*, possono far emergere significative tensioni di liquidità. Ad esempio molte operazioni OTC sono collateralizzate e questo può produrre, in qualsiasi momento, delle specifiche esigenze di liquidità, in quanto una riduzione importante nel valore di un portafoglio composto da derivati OTC può generare la richiesta di margini elevati e, di conseguenza, di elevate disposizioni di liquidità immediata⁶⁶.

Nel caso di derivati quotati il rischio di liquidità è tenuto sotto controllo per la presenza dell'organismo di compensazione, che è tenuto ad effettuare i pagamenti nei confronti delle controparti a scadenza, anche in presenza di default di altri partecipanti;

- Il rischio di mercato viene definito come il rischio relativo agli effetti imprevisi sul valore di mercato di attività e passività prodotti da variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e da altri prezzi delle attività⁶⁷. Esso può essere analizzato in maniera ottimale solo a livello di portafoglio prendendo in considerazione la compensazione di posizioni su specifici rischi sottostanti e la correlazione esistente tra tali fattori di rischio.

Validi strumenti per la copertura di un portafoglio di titoli a rischio sono gli strumenti derivati.

⁶⁵ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁶⁶ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.109.

⁶⁷ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

L'utilizzo dei derivati permette di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando perdite/guadagni derivanti dal mercato con perdite/guadagni derivanti dall'utilizzo di tali strumenti.

Ad esempio è possibile utilizzare gli *stock index futures* per coprirsi dalle variazioni di indici di Borsa e quindi da variazioni nel prezzo dei titoli azionari⁶⁸;

- Il rischio di credito viene definito come il rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale⁶⁹. Il rischio di credito è insito in tutte le attività di credito e, in quanto tale, influenza le scelte di investimento di tutti gli operatori economici. In linea generale si osserva che maggiore sarà il rischio di credito e maggiore sarà l'interesse richiesto dall'acquirente del titolo per la maggiore esposizione a tale rischio. Il rischio di credito dipende sia dal ciclo economico sia da eventi specifici legati al debitore. Si riduce nei periodi di espansione economica e aumenta nei periodi di recessione. Qualora un emittente non sia in grado di far fronte ai suoi obblighi ripagando il debito le agenzie di rating provvederanno a ridurre il rating associato all'emittente⁷⁰.

Le banche gestiscono il rischio di credito attraverso una scrupolosa valutazione sull'affidabilità di chi richiede un prestito, creando un fondo di recupero crediti, oppure chiedendo garanzie. Una via alternativa ma altrettanto efficiente è rappresentata dall'utilizzo degli strumenti derivati rivolti al credito, detti *credit derivatives*;

- Il rischio di cambio è il rischio legato ad una variazione del rapporto di cambio tra due valute, che incide sul valore di un bene espresso in una valuta estera⁷¹. Il tasso di cambio è il prezzo a cui una valuta può essere scambiata con un'altra valuta nei mercati valutari. Operazioni di questo tipo espongono gli intermediari finanziari al rischio di cambio qualora i flussi di cassa coinvolti in una data transazione vengano convertiti in una valuta straniera. Si noti che il rischio di cambio dipende dalla valuta in cui sono denominate le transazioni, non dalla nazionalità degli operatori. Qualora il valore della valuta estera diminuisca rispetto all'euro nel periodo di riferimento (si registra cioè un deprezzamento), il valore in euro dei flussi di cassa oggetto di trasferimento subisce una riduzione. Viceversa, qualora il valore della valuta estera aumenti rispetto all'euro (ossia vi sia un apprezzamento), il valore in euro dei flussi di

⁶⁸ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.110.

⁶⁹ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁷⁰ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁷¹ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

cassa oggetto della transazione aumenterà. Validi strumenti di copertura (*hedging*) contro indesiderate variazioni nei tassi di cambio sono gli strumenti derivati su valute⁷²;

- Il rischio di tasso di interesse viene definito come il rischio che si manifesta in variazioni del valore degli *asset interest-sensitive* (attività sensibili alle variazioni nei tassi di interesse) di una modifica della struttura per scadenza dei tassi di interesse⁷³.

Il 1° comma dell'art. 10 del TUB sancisce che “La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa”. La raccolta del risparmio è tipicamente effettuata presso le famiglie, le cosiddette unità in *surplus*, che preferiscono investire i propri risparmi per brevi periodi, mentre l'esercizio del credito è rivolto alle imprese, le cosiddette unità in *deficit*, che preferiscono essere finanziate a medio-lungo termine⁷⁴. E' proprio questa incompatibilità di preferenze tra le due unità che richiede l'intervento delle banche le quali, attraverso un processo di trasformazione delle scadenze, riescono a trasferire indirettamente fondi dalle unità in surplus alle unità in deficit⁷⁵.

Ciò comporta per le banche un *mismatching* delle scadenze tra le attività e le passività iscritte in bilancio, e questo aspetto determina per le stesse l'assunzione di un rischio di interesse⁷⁶. Il Comitato di Basilea individua in particolare quattro fonti del rischio di interesse: il rischio di revisione del tasso; il rischio di curva dei rendimenti; il rischio di base; il rischio di opzione. Il rischio di revisione del tasso deriva dal disallineamento delle scadenze (per le posizioni a tasso fisso) e delle date di revisione del tasso delle attività, passività e posizioni fuori bilancio⁷⁷.

Ciò implica per le banche un'esposizione sia del reddito che del valore economico del patrimonio a fluttuazioni impreviste al variare dei tassi d'interesse. Ad esempio, in ipotesi di rialzo dei tassi, una banca che finanzia un prestito a lungo termine a tasso fisso con un deposito a breve subirebbe una riduzione sia degli utili derivanti dalla posizione che del suo valore sottostante: i flussi in entrata generati dal prestito rimarrebbero invariati per tutta la sua durata, mentre i flussi in uscita per il pagamento

⁷² Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁷³ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁷⁴ Cfr. Desideri, *L'attività bancaria*, in AA. VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Capriglione (a cura di), Padova, 2015, p.243.

⁷⁵ Cfr. Desideri, *cit.*, p.243.

⁷⁶ Cfr. Desideri, *cit.*, p.244.

⁷⁷ Cfr. Beets, *op.cit.*, p.11.

degli interessi sul deposito aumenterebbero al momento della sua scadenza, che è appunto inferiore a quella del prestito⁷⁸.

Anche il rischio di curva dei rendimenti deriva dal disallineamento delle scadenze e delle date di revisione del tasso, e consiste in variazioni inattese nella curva dei rendimenti, che si ripercuotono negativamente sul reddito e sul valore economico delle banche. Ad esempio, nell'ipotesi che la curva dei rendimenti accentui la sua inclinazione, il valore economico di una posizione lunga in titoli di Stato a dieci anni coperta da una posizione corta in titoli di Stato a cinque anni si ridurrebbe, in quanto la posizione è coperta contro spostamenti paralleli della curva, ma non per tutta la sua durata. Il rischio di base, invece, deriva dal fatto che le variazioni dei tassi attivi e passivi su strumenti diversi, ma con caratteristiche di revisione del prezzo analoghe, non sono perfettamente correlate, e dunque lo *spread* tra i due tassi potrebbe variare, implicando per la banca cambiamenti imprevisi nei flussi finanziari e nei differenziali di rendimento fra attività, passività e posizioni fuori bilancio, nonostante queste abbiano scadenze o frequenze di revisione del tasso analoghe.

Ad esempio, se una banca finanzia un prestito a un anno con revisione mensile del tasso basata sul rendimento dei BOT a un mese mediante un deposito a un anno con revisione mensile del tasso basata sul LIBOR a un mese, e in caso di rialzo dei tassi il LIBOR aumenta più del rendimento dei BOT, la banca subirebbe una variazione sfavorevole dei flussi finanziari e una riduzione del differenziale di rendimento fra le due posizioni.

Il rischio di opzione deriva dal diritto di opzione incorporato in molte attività, passività e strumenti fuori bilancio detenuti dalle banche. Esse detengono nel portafoglio bancario strumenti con opzioni implicite, spesso a favore della controparte, tra cui vari tipi di obbligazioni con clausole *call* o *put*, prestiti che conferiscono al mutuatario la quinta facoltà di rimborso anticipato, e vari tipi di depositi a durata indeterminata che conferiscono al depositante la facoltà di prelevare fondi in qualsiasi momento, senza alcuna penale. Poiché, per definizione, un'opzione conferisce al detentore la facoltà, ma non l'obbligo, di esercitare una data azione sull'attività sottostante, generalmente le opzioni vengono esercitate a vantaggio del detentore e a svantaggio del venditore, che in questo caso è la banca. Inoltre, esse contribuiscono ad

⁷⁸ Cfr S.Beets,op.cit.,p.11

aumentare il grado di leva finanziaria delle banche, che amplifica gli effetti delle posizioni in tali strumenti sulla loro situazione economico-patrimoniale;

Possiamo, infine, richiamare un ulteriore rischio che, anche se non è direttamente coinvolto nell'attività bancaria, è presente in qualsiasi rapporto economico. Il rischio sistemico viene definito come il rischio che l'insolvenza o l'inadempimento di una controparte a far fronte alle proprie obbligazioni a scadenza, possa comportare l'incapacità di altre controparti di far fronte, a loro volta, alle proprie obbligazioni. I derivati, in particolare i derivati OTC, sono una delle principali fonti di esposizione creditizia tra le maggiori istituzioni finanziarie a livello globale e le difficoltà finanziarie di una di queste istituzioni può riflettersi sull'intero sistema finanziario⁷⁹.

Infatti, per i derivati OTC, sono state previsti alcuni accordi di garanzia, regolati dal *Master Agreement Dell' International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) e dal connesso *Credit support Annex* (CSA). Quest'ultimo, di solito, stabilisce delle regole di garanzie che si applicano ai portafogli di derivati OTC.

Inoltre, è prevista, in un prossimo futuro, l'istituzione di una stanza di compensazione internazionale per i derivati OTC, al fine di ridurre il rischio di controparte⁸⁰.

3.2 I derivati come strumento di copertura dei rischi

Esistono moltissime varietà di strumenti derivati utilizzati per la copertura dei rischi da parte degli intermediari finanziari. In particolare gli strumenti maggiormente utilizzati sono destinati alla protezione del rischio di tasso di interesse e del rischio di credito. Infatti, che si tratti di strumenti negoziati sul mercato regolamentato o OTC, le principali categorie di strumenti derivati sono rivolte a queste due categorie di rischi.

Secondo una rilevazione della Banca dei Regolamenti Internazionali sul mercato dei derivati OTC, dove si svolge la maggior parte delle contrattazioni, delle maggiori banche di 13 paesi sviluppati, a fine 2014 il valore nozionale dei contratti era di circa 520 mila miliardi di euro, e di questi l'80% si riferiva a derivati aventi ad oggetto tassi di interesse⁸¹.

Verranno adesso presentati e descritti gli strumenti di finanza derivati maggiormente utilizzati dagli intermediari per la protezione dei rischi.

⁷⁹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.110.

⁸⁰ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.111.

⁸¹ Cfr. Signorini, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Roma, Camera dei Deputati, 2015.

Interest Rate Swap “IRS”

La particolarità di questo tipo di contratto derivato risiede nella trattazione *over the counter*, cioè al di fuori dei mercati regolamentati. Questo li rende personalizzabili a seconda della tipologia del sottoscrittore.

In questo contratto le due controparti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo definito al momento della stipula, flussi d’interesse indicizzati in maniera differente, calcolati su un capitale, detto nozionale, identico per entrambi⁸². Le due controparti, quindi, non si scambiano alcun capitale, ma solo dei flussi corrispondenti al differenziale tra i due interessi.

Possiamo distinguere tre tipi di *interest rate swap*.⁸³

- *Coupon swap*: contratto con il quale due parti si scambiano un flusso di interessi a tasso fisso ed uno a tasso variabile nella medesima valuta;
- *Basis swap*: contratto con il quale due parti si scambiano flussi di interessi entrambi a tasso variabile nella stessa valuta;
- *Cross-currency interest rate swap*: contratto con il quale due parti si scambiano due flussi di’interesse denominati in due valute diverse;

Una spiegazione che viene generalmente utilizzata per descrivere la loro diffusione riguarda i vantaggi comparati. Secondo quest’argomentazione, ci sono società che hanno un vantaggio comparato a finanziarsi in mercati a tasso fisso ed altre che hanno un vantaggio comparato a finanziarsi in mercati a tassi variabili.

E’ possibile, dunque, che alcune società si finanzino a tasso fisso quando desiderano il variabile, ed altre utilizzino il variabile quando desiderano il fisso. Gli *swaps* vengono poi utilizzati per trasformare i prestiti a tasso fisso in prestiti a tasso variabile, e viceversa⁸⁴.

Il loro specifico obiettivo è la copertura di qualunque genere di rischio. Nel caso in cui un operatore economico utilizzasse uno swap per gestire il rischio di tasso d’interesse, in modo da non aggravare la propria posizione debitoria, allora la struttura del prodotto derivato sarebbe direttamente collegata al debito sottostante.

In tal senso, la valutazione del prodotto dovrebbe essere effettuata tenendo conto non solo dei differenziali dei tassi d’interesse generati nel tempo, ma considerando l’effetto congiunto dello strumento derivato e del sottostante, ossia il cosiddetto debito sintetico⁸⁵.

⁸² Cfr. Hull, *cit.*, p.164.

⁸³ Cfr. Tidona, *Interest rate swap. Swap sui tassi d’interesse*, Rivista di diritto bancario e finanziario, 2008

⁸⁴ Cfr. Hull, *cit.*, p.165.

⁸⁵ Cfr. Hull, *cit.*, p.166.

Se invece un operatore economico facesse ricorso ad un contratto di *interest rate swap* in ottica speculativa, allora il contratto dovrebbe essere valutato considerando esclusivamente i differenziali sui tassi di interesse. In questo caso, il derivato è una semplice manovra di speculazione finanziaria e quindi non è legato ad alcun sottostante.

Di solito le società non finanziarie non entrano direttamente in contatto tra loro ma ognuna tratta con un intermediario finanziario. Gli *swap* più comuni sono strutturati in maniera tale che la banca guadagni 3-4 punti base per ogni coppia di *swaps* di segno opposto⁸⁶.

Caratteristiche degli IRS

Questa tipologia di contratto è contraddistinta da diversi elementi.

L'*upfront* si palesa in una somma erogata contemporaneamente alla stipula del contratto tra le controparti, a beneficio del cliente da parte della banca stessa. Questa somma viene spesso considerata come un anticipo nei confronti dei clienti dei flussi di interessi futuri dovuti alla banca⁸⁷.

Il parametro di indicizzazione è il tasso di riferimento che viene usato per i contratti.

Spesso vengono utilizzati l'Euribor⁸⁸ (*EURO Inter Bank Offered Rate*) e il Libor⁸⁹ (*London Interbank Offered Rate*). Esistono poi diverse configurazioni dell'indice e utilizzati valori intermedi tra due dati puntuali. Ogni giorno l'indice rende noto due valori, detti denaro e lettera, ed è quest'ultimo il tasso di riferimento dei contratti *swaps*. I tassi sono espressi secondo la convenzione "*annual bond basis*", cioè considerando un anno composto da trecentosessanta giorni.

Possono essere utilizzati due metodi per la valutazione del parametro di riferimento:⁹⁰

-*In Arrears*: quando il tasso utilizzato per il calcolo è quello che si rileva alla scadenza.

-*In advance*: quando il tasso preso in considerazione è quello che si rileva all'inizio del periodo.

Tendenzialmente gli intermediari finanziari si avvalgono della seconda metodologia poiché consente una migliore gestione delle esigenze finanziarie e garantisce una migliore affidabilità riguardo l'effettivo regolamento del differenziale.

⁸⁶ Cfr. Hull, *cit.*, p.166.

⁸⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.167.

⁸⁸ Indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee.

⁸⁹ Si tratta di un tasso variabile, calcolato giornalmente dalla *British Bankers' Association* in base ai tassi d'interesse richiesti per cedere a prestito depositi in una data divisa da parte delle principali banche operanti sul mercato interbancario londinese.

⁹⁰ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Il *Mark to Market* (da qui in poi MtM) è il valore di mercato di un titolo al momento della rilevazione.

In uno *swap* viene quantificato come differenza tra il valore attuale dei flussi d'interesse futuri legati alla gamba fissa ed il valore attuale dei flussi d'interesse legati alla gamba variabile, calcolati sulla base di fattori di sconto riferiti a ciascun flusso e desunti dalla curva dei tassi d'interesse e dalla curva di volatilità presenti sui mercati finanziari al momento della data di rilevazione.

Pertanto, la parte che registrerà maggiori flussi di entrata sarà in positivo, mentre la parte che registrerà maggiori flussi in uscita sarà in negativo.

Il MtM rappresenterà il prezzo richiesto per uscire dal contratto in un qualsiasi momento della sua durata.

Dato che i contratti *swap* sono trattati *over the counter*, hanno un MtM soggettivo, cioè dipendente dall'operatore che effettuerà la valutazione⁹¹.

Tale soggettività dipende dal modello che si utilizza per la valutazione, e quindi, dalle ipotesi relative alle variabili principali.

Per valutare il MtM iniziale bisogna anche considerare l'*upfront*, che solitamente viene anticipato al momento della stipula del contratto.

Il valore del MtM corrisponde al valore dell'*upfront*, con segno positivo per la parte che riceve i flussi di d'interesse con valore attuale maggiore e con segno negativo per la parte che riceve flussi d'interesse con valore attuale minore.

La quotazione iniziale è basata sui tassi *forward*.

Il valore di un contratto, una volta stipulato, può variare giorno per giorno, a secondo dell'andamento dei tassi di mercato.

Bisogna sottolineare che maggiore è la durata del contratto, maggiore sarà la sensibilità del MtM alle variazioni dei tassi d'interesse rispetto alla curva dei tassi *forward*.

Ultima distinzione da ricordare è quella tra MtM operativo e non operativo.

Il primo corrisponde alla somma che un agente economico deve effettivamente sostenere per svincolarsi da un contratto. Tale somma è comprensiva, oltre che dai flussi attualizzati, anche dalle remunerazioni dell'intermediario finanziario imputabili al cliente e dalla componente di prezzo costituita dallo *spread* tra denaro e lettera che occorre per determinare il prezzo effettivo dello strumento finanziario sui mercati all'ingrosso⁹².

⁹¹ Cfr. Hull, *cit.*, p.171.

⁹² Cfr. Tidona, *op.cit.*

Il MtM non operativo corrisponde invece al valore di mercato di un contratto in un determinato istante come visto in precedenza.

Classificazione degli interest rate swap

L'*interest rate swap* più comune è senz'altro lo swap sui tassi d'interesse o "*plain vanilla*" *interest rate swap*.

Questo contratto è contraddistinto dalle seguenti caratteristiche:⁹³

- la durata dello swap è un numero intero di anni;
- vi è lo scambio di un tasso d'interesse fisso predeterminato con uno variabile;
- il capitale nozionale rimane invariato per tutta la durata del contratto;

Nella maggior parte degli *swaps* su tassi d'interesse, il tasso variabile è il *London InterBank Offer Rate* (Libor). Il Libor è il tasso con il quale le banche con *rating* AA possono finanziarsi presso altre banche nei mercati delle eurovalute⁹⁴.

Gli elementi fondamentali di un *plain vanilla* sono⁹⁵:

- la data di stipula del contratto (*trading date*);
- il capitale nozionale di riferimento;
- la data in cui cominciano a maturare interessi (*effective date*);
- la data di scadenza del contratto (*termination date*);
- le date in cui vengono scambiati i flussi d'interesse (*payment date*);
- il livello del tasso fisso;
- il tasso variabile di riferimento;

Nella prassi si definisce acquirente dello *swap* chi corrisponde i pagamenti a tasso fisso e riceve quelli a tassi variabile. Il flusso dei pagamenti a tasso fisso viene detto gamba fissa. Il flusso dei pagamenti a tasso variabili è invece detto gamba variabile. Il tasso *swap* è quel valore del tasso fisso che rende nullo il valore del contratto al momento della sua stipula. Si determina eguagliando il valore attuale dei pagamenti della gamba fissa al valore attuale dei pagamenti della gamba variabile. In queste condizioni le due prestazioni, al momento della stipula, sono equivalenti e si parla di "*at the money swap*".

⁹³ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁹⁴ Cfr. Cesari, *Opzioni sui tassi*, in *Introduzione alla finanza matematica*, Milano, 2009, p. 182

⁹⁵ Cfr. Hull, *cit.*, p.158.

Durante la vita del contratto, la valutazione di uno *swap*, in un dato momento, è data dalla differenza tra i valori attuali dei flussi di pagamento delle due gambe.

Lo scambio di flussi di cassa, in ragione del diverso tasso di interesse, può dar vita a differenti tipologie di IRS:⁹⁶

- *fixed-floating IRS*: questa è la forma più tradizionale dove una controparte si impegna a pagare un tasso fisso in cambio di uno variabile indicizzato. Il *vanilla swap* sopra descritto corrisponde a questa tipologia di IRS.
- *floating floating IRS*: entrambe le controparti si impegnano a scambiarsi flussi di tassi d'interesse riferiti a diversi indici.
- *fixed-fixed IRS*: vengono scambiati importi già determinati.
- *zero coupon floating IRS*: una controparte, in cambio di un unico pagamento, iniziale o finale, si impegna ad eseguire una serie di pagamenti.

La prassi operativa ha generato inoltre diverse opportunità tecniche da applicare ai contratti.

Ecco alcuni esempi:⁹⁷

- *swap in arrears*: *swap* in cui il tasso nominale viene fissato all'inizio del periodo ma il pagamento avviene alla fine;
- il *forward swap*: *swap* in cui si prevede lo slittamento della data di decorrenza del contratto a una data futura ma prestabilita;
- *extendable/puttable swap*: *swaps* in cui una delle parti ha la facoltà di estendere o porre fine anticipatamente al contratto;
- *differential swap*: *swap* dove un tasso di interesse variabile denominato nella valuta nazionale viene scambiato con un tasso variabile denominato in valuta estera;
- *swaption*: contratto che combina caratteristiche di *swap* e opzioni;

Le opzioni sui tassi d'interesse

Questa tipologia di opzioni viene utilizzata dagli agenti economici per gestire al meglio il rischio derivante dalle variazioni dei tassi d'interesse, è negoziata sui mercati OTC ed ha come controparte diretta l'intermediario finanziario⁹⁸.

⁹⁶ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

⁹⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.813.

⁹⁸ Cfr. Hull, *cit.*, p.83

Esistono opzioni che concedono il diritto ad incassare un determinato tasso d'interesse (*tasso strike*) ad una certa data, e opzioni che, al contrario, concedono il diritto a pagare un determinato tasso d'interesse.

Possiamo quindi distinguere tre tipologie di opzioni sui tassi d'interesse:⁹⁹

- *Interest rate Cap*;
- *Interest rate Floor*;
- *Interest rate Collar*;

Al fine di agevolare gli scambi anche per le opzioni esiste un sistema di *market makers*. Il *market maker* (che di solito è un intermediario finanziario) di una certa opzione è colui il quale quota un prezzo “denaro”(*bid*) e un prezzo “lettera”(*ask*) per l'opzione ogni qual volta gli sia richiesto. Il prezzo *bid* è il prezzo al quale l'intermediario è disposto a comprare e il prezzo *ask* è il prezzo al quale l'intermediario è disposto a vendere. Nel momento in cui il *trader* ha chiesto le quotazioni, il *market maker* non sa se egli voglia comprare o vendere. Ovviamente, la lettera è più alta del denaro e la differenza tra le due quotazioni è chiamato *bid-ask spread*.¹⁰⁰

Opzioni cap

Tra le opzioni più comuni, offerte dalle istituzioni finanziarie nei mercati OTC, figurano i “cappelli”(*caps*).

Le opzioni di tipo *cap* permettono all'acquirente dell'opzione di incassare, al momento stabilito nella stipula del contratto, la differenza tra il tasso variabile di riferimento scelto e il tasso *strike* predeterminato.

Ovviamente, l'acquirente deciderà di esercitare l'opzione solo se il tasso variabile sarà maggiore del tasso *strike*. In caso contrario l'opzione non verrà esercitata e l'acquirente perderà solo il premio pagato per l'acquisto¹⁰¹.

Questo tipo di opzioni viene solitamente usato dagli intermediari per proteggersi dall'indebitamento in caso di aumenti del tasso di interesse che andrebbero a incrementare gli oneri finanziari.

⁹⁹ Cfr. Hull, *cit.*, p.84.

¹⁰⁰ Cfr. Hull, *cit.*, p.85.

¹⁰¹ Cfr. Cesari, *cit.*, p. 312

Quindi, un opzione *cap*, ha l'obiettivo di fissare un tetto massimo all'esborso finanziario connesso ad un indebitamento senza tuttavia eliminare i vantaggi inerenti ad una discesa dei tassi d'interesse, che andrebbero a diminuire gli oneri finanziari¹⁰².

Un *cap* può essere considerato come un portafoglio di *opzioni calls*, e il numero di tali opzioni è dato dal numero dei tassi *forwards* che devono essere estratti dalla curva a termine dei tassi d'interesse.

Ultima caratteristica riguarda il fatto che il flusso di interessi viene calcolato su un capitale convenzionale di riferimento che non viene mai scambiato.

Opzioni floor

Un opzione *floor* permette all'acquirente di incassare, alla data di scadenza stabilita nel contratto, la differenza, se negativa, fra il tasso variabile di riferimento e il tasso *strike*.

Questa tipologia di contratti viene utilizzata da chi eroga finanziamenti a tasso variabile al fine di proteggersi da eventuali cadute dei tassi di interesse, che andrebbero a diminuire le entrate relative al finanziamento.

Le opzioni di tipo *floor* possono essere considerate come un portafoglio di opzioni *put*, ed il numero delle opzioni del portafoglio dipenderà dal numero di contratti *forwards* che devono essere estrapolati dalla struttura a termine dei tassi¹⁰³.

Se ad esempio il *floor* ha durata triennale e prevede lo scambio dei flussi di interesse ogni semestre, allora significa che ci sono cinque tassi *forwards* da stimare e il valore del *floor* sarà dato dal valore di cinque opzioni *puts* scritte sui tassi *forwards*.¹⁰⁴

Opzioni collar

Un opzione *collar* è una combinazione di un opzione *cap* e un opzione *floor* con tassi *strike* differenti.

Quando si assume una posizione lunga su un opzione *cap* e una posizione corta su un opzione *floor* si parla di acquisto di un *collar*, mentre in caso contrario si parla di vendita di un *collar*.

Questo tipo di strumento viene utilizzato per fissare un minimo ed un massimo alle variazioni dei tassi di interesse relativi ad una certa passività, ed è quindi uno degli strumenti più utili per gli intermediari finanziari.

¹⁰² Cfr. Cesari, *Opzioni sui tassi*, in *Introduzione alla finanza matematica*, Milano, 2009, p. 312

¹⁰³ Cfr. Hull, *cit.*, p.719.

¹⁰⁴ Cfr. Hull, *cit.*, p.720.

Opzioni binarie

Le opzioni binarie, anche chiamate opzioni digitali, sono una particolare tipologia di opzioni che stabiliscono il pagamento di una determinata somma, fissa e conosciuta a priori, al verificarsi di un determinato evento finanziario.

Questa somma è condizionata da alcuni parametri di mercato che rappresentano il sottostante. Parametri che se non dovessero essere raggiunti comporterebbero la non esercitabilità dell'opzione rendendo quindi il *payoff* uguale a zero¹⁰⁵.

Con riferimento al loro utilizzo negli intermediari finanziari, le tipologie rilevanti sono:

- Il digital cap;
- Il digital floor;

Il primo rappresenta un'opzione *cap* che dà all'acquirente il diritto di percepire una determinata somma qualora il tasso di mercato risulti, alla data di rilevazione, superiore al *cap strike*.

Il secondo consiste in un'opzione *floor* che attribuisce all'acquirente, alle scadenze prestabilite, il diritto di ricevere una somma predeterminata se il tasso di riferimento è inferiore al livello *strike* del *floor*.

Il vantaggio principale dei *cap* e dei *floor* digitali si concretizza in un premio mediamente inferiore rispetto alle opzioni *cap* e *floor standard*.¹⁰⁶

IRS con collar

Il *collar swap* rappresenta uno strumento derivato strutturato composto da un tipico IRS su tasso d'interesse e da un'opzione *collar*. Questo genere di contratto genera uno scambio di flussi finanziari a tasso fisso, solitamente pagati dalla banca, sul capitale nozionale contro flussi calcolati a tassi variabili la cui oscillazione è compresa all'interno di un *range* predeterminato la cui soglia massima è detta *call* e quella minima *floor*.¹⁰⁷

Anche il *collar swap* è un contratto negoziato nei mercati OTC ed è quindi personalizzabile a seconda delle esigenze delle parti.

Un'evoluzione del *collar swap* realizzata dagli istituti di credito per la presente domanda di questi contratti è l'*interest rate swap* con *purple collar*.

¹⁰⁵ Cfr. Maci., "I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali", in Edizioni scientifiche italiane, 2009, p.153

¹⁰⁶ Cfr. Maci., *cit.*, p.154.

¹⁰⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.821.

Tale strumento ha la particolarità di avere un livello del *floor* più elevato rispetto ad un generico *collar swap*, ma questo viene attivato solo nel momento in cui il tasso di riferimento raggiunge una soglia prestabilita, detta *knock-it*, sensibilmente inferiore rispetto al *floor rate* di riferimento¹⁰⁸.

Questo genere di strumenti permette di poter beneficiare di un maggior ribasso dei tassi d'interesse anche se vi è l'eventualità di dover pagare uno *strike floor* più elevato rispetto ad un IRS con *collar*.

Si accetta quindi un maggior rischio nella prospettiva di realizzare un guadagno, pur mantenendo la funzione di copertura che è insita nella natura dello strumento derivato.

IRS In&out

L'*irs i&out*, o anche IRS con barriera, è un contratto derivato specialmente utilizzato per attenuare le gravosità di un debito compatibilmente con le condizioni di mercato. Questo contratto permette al cliente di pagare un tasso fisso inferiore rispetto a quello variabile che otterrebbe da un *plain vanilla swap* sotto la condizione che il tasso variabile non raggiunga un tasso a priori stabilito. Se tale livello, stabilito nel contratto, fosse raggiunto il cliente sarebbe costretto a pagare un flusso variabile indicizzato a un parametro di riferimento specificato nel contratto¹⁰⁹.

Lo scopo dello strumento in esame è principalmente quello di rinegoziare le condizioni economiche senza dover realizzare una più onerosa operazione di ristrutturazione del debito.

Ovviamente, tale contratto presenta dei rischi. Il tasso fisso corrisposto prima del raggiungimento del livello soglia è tanto vantaggioso quanto svantaggioso può risultare il tasso variabile.

Bisogna ricordare che nell'eventualità che la soglia venisse superata, l'utente potrebbe anche tornare a corrispondere il tasso fisso prestabilito nel contratto a condizione che il tasso scenda al di sotto del livello barriera.¹¹⁰

Inoltre, per evitare situazioni troppo gravose per il cliente, di solito, in questo contratto viene inserita una clausola di tipo *cap*. Tale clausola prevede la fissazione di un tasso Massimo che deve essere corrisposto dal cliente all'intermediario qualora il tasso superasse un certo livello. Tale accorgimento può risultare, alle volte, fondamentale per il cliente che può così evitare l'inasprirsi della propria posizione debitoria.

¹⁰⁸ Cfr. Hull, *cit.*, p.822.

¹⁰⁹ Cfr. Maci, *cit.*, p.155.

¹¹⁰ Cfr. Hull, *cit.*, p.822.

Le operazioni Mirror

Le operazioni *Mirror* rappresentano una valida alternativa alla cancellazione del contratto concepita dalla prassi operativa. Utilizzando il *mark to market* dello *swap* si stipula un contratto identico tra le parti che abbia le stesse condizioni economiche. Il motivo di tale operazione è la neutralizzazione degli effetti del contratto originale per la restante durata attraverso un nuovo contratto dove i contraenti avranno diritti e obblighi invertiti¹¹¹.

Il Forward rate agreement “FRA”

Il *Forward rate agreement* (FRA) è uno strumento derivato utilizzato per la gestione del rischio di interesse nel quale due controparti si impegnano a scambiarsi, ad una data futura, flussi di interesse calcolati su un capitale nozionale mai oggetto di scambio. In genere una delle due controparti del contratto è una banca o un intermediario finanziario. Nel contratto si negozia un prestito “fittizio” con decorrenza a scadenza e date future predeterminate utilizzando un tasso di interesse di riferimento.

Alle date di scadenza del contratto viene rilevato lo *spread* tra il tasso negoziato sul mercato ed il tasso prescelto in sede di negoziazione e si prosegue con la liquidazione del differenziale degli interessi fra le parti.

Gli elementi fondamentali del contratto, dunque, sono:¹¹²

- Ammontare e parte del capitale nozionale “fittizio”;
- Indicazione della data di scadenza per lo scambio del flusso di interessi;
- Indicazione della data di scadenza del contratto;
- Tasso d’interesse che l’acquirente del fra si impegna a corrispondere;
- Tasso d’interesse di riferimento che il venditore del fra si impegna a corrispondere;

Altra caratteristica è che nel FRA viene sempre indicato un “*grace period*” ovvero quel periodo di tempo che intercorre tra la data iniziale dell’operazione e la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi oppure ha inizio il rimborso.

Il FRA è uno strumento adatto nel gestire il rischio di tasso legato ad un singolo evento ma non può immunizzare dal rischio la totalità delle dinamiche che potrebbero svilupparsi in merito a una passività.

¹¹¹ Cfr. Maci., *cit.*, p.156.

¹¹² Cfr. Hull, *cit.*, p.108.

Esso, dunque, è uno strumento molto efficace nel breve periodo, ma non adatto a logiche di medio-lungo periodo.

Derivati su valute e indici azionari

Chi utilizza nel proprio processo produttivo materie prime e/o semilavorati acquistati sui mercati internazionali si trova, molto spesso, a regolare la totalità delle transazioni in valuta e, nella stragrande maggioranza dei casi, in dollari. In questo contesto, esigenze di programmazione economico-finanziaria spingono le società a “coprirsi” dal rischio di cambio, fissando anticipatamente il tasso di cambio tramite operazioni di acquisto a termine di valuta.

Come noto, le operazioni in contratti derivati su valute si configurano come contratti di compravendita delle stesse ad un prezzo “a termine” che viene già fissato alla data di stipula del prodotto finanziario: in sostanza, nel caso del dollaro si scambia quest’ultimo con l’euro ad una data futura e ad un livello di cambio già fissato, pari solitamente al c.d. cambio “spot” (o cambio corrente) alla data di stipula del contratto aumentato (o ridotto) del differenziale di interesse esistente tra le due valute. Le banche partecipano molto spesso in operazioni derivate su valute in qualità di *market makers*.

I prodotti derivati su azioni o indici azionari sono strumenti finanziari il cui valore deriva o dipende dall’andamento del valore dell’azione o dell’indice azionario sottostante. Spesso i derivati su azioni e indici sono utilizzati in emissioni obbligazionarie, come nel caso per esempio dei prodotti strutturati, delle *index linked*.

Currency future

Il *Currency future* è un contratto a termine standardizzato relativo alla compravendita di valuta, in una data futura, ad un tasso di cambio prefissato alla data di stipula del contratto.

Trattasi di un contratto simmetrico dove la posizione si chiude con la consegna o il ritiro della valuta sottostante alla scadenza del contratto o stipulando un nuovo contratto di segno opposto prima della scadenza¹¹³.

Data la loro natura di contratti standardizzati, si trovano facilmente sul mercato e sono caratterizzati dalla puntuale definizione dello strumento sottostante, della sua quantità, della data di scadenza e delle modalità di negoziazione¹¹⁴.

¹¹³ Cfr. Hull, *cit.*, p.138

Sono utilizzati dagli intermediari bancari principalmente per finalità di copertura, ma come tutti gli altri derivati, possono essere utilizzati con l'obiettivo di speculazione sull'andamento delle valute sottostanti o di arbitraggio.

Currency option

Il *currency option* è uno strumento derivato che attribuisce all'acquirente, dietro pagamento di un premio, il diritto di acquistare (*opzione call*) o vendere (*opzione put*) in una data fissata (*opzione europea*) o entro tale data (*opzione americana*), una certa quantità di valuta, a un prezzo fissato dal contratto (*strike price*)¹¹⁵. Se utilizzata con finalità di copertura la sottoscrizione di una *currency option* nasce dall'esigenza di coprirsi dal rischio di cambio e, quindi, da variazioni inattese nei tassi di cambio¹¹⁶. Pertanto, il soggetto che sottoscrive un'opzione *call* detiene una posizione alla quale è associata una perdita in caso di rialzo nel tasso di cambio della valuta oggetto del contratto; viceversa, chi acquista un'opzione *put* detiene una posizione alla quale è associata una perdita in caso di ribasso nel tasso di cambio della valuta oggetto del contratto. Inoltre, l'opzione può essere usata con finalità speculative, al fine di realizzare strategie di investimento basate sulle proprie previsioni di andamento della valuta.

In particolare, l'adozione di una strategia speculativa da parte di chi acquista un'opzione garantisce una perdita massima limitata, pari al premio corrisposto al venditore¹¹⁷. Per quest'ultimo soggetto vale l'esatto contrario: il massimo profitto che può trarre dalla vendita è pari al premio pagato alla data di stipula del contratto. Infine, la *currency option* può essere usata per sfruttare un momentaneo disallineamento tra l'andamento della valuta sul mercato derivato e l'andamento sul mercato a pronti.

¹¹⁴ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

¹¹⁵ Cfr. Cesari, *cit.*, p. 193

¹¹⁶ Cfr. Cesari, *cit.*, p. 194

¹¹⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.383.

Il Currency swap

Attraverso la sottoscrizione di un *currency swap*, due controparti si impegnano a scambiarsi flussi di pagamento periodici in due diverse valute, relativamente al capitale e al pagamento degli interessi, secondo le specifiche modalità contrattuali¹¹⁸.

Come per gli *IRS swap* le due parti possono scambiarsi i flussi a tasso: variabile/fisso, fisso/fisso, variabile/variabile. Spesso si ricorre anche allo scambio di capitali nozionali, espressi in valute diverse, alla data di inizio e alla data di scadenza del contratto. In questo caso lo scambio di flussi non avviene calcolando il differenziale tra i due interessi, in quanto gli importi sono espressi in valute differenti. Lo scopo di tali contratti è quello di proteggere dal rischio di cambio¹¹⁹.

Il tasso di cambio principalmente assunto è il tasso *forward* a un mese tra le due valute dettato dal mercato al momento della stipula del contratto.

Il contratto più diffuso di *currency swap* è il *domestic currency swap* (DCS).

Col ricorso al *domestic currency swap* le parti, che nutrono aspettative diverse circa i corsi dei cambi a termine, stabiliscono un rapporto di cambio tra due valute sulla base del quale viene poi fissato uno scarto, il cui importo sarà corrisposto dall'operatore che si avvantaggia della variazione del cambio a quello che ne risulta danneggiato¹²⁰.

In questo caso, dunque, diversamente dal classico *currency swap*, non vi è lo scambio degli importi valutari sottostanti, ma il pagamento del differenziale tra il tasso di cambio effettivo e il tasso di cambio prefissato.

Generalmente in questo tipo di contratto finanziario le parti sono costituite da un esportatore e un importatore, residenti nel medesimo paese, i quali vogliono prefissare il valore del tasso di cambio al quale verranno regolati i loro rapporti in valuta.

Dal momento che è difficile trovare nel mercato due posizioni su valuta esattamente speculari, il DCS presuppone l'intermediazione di un operatore bancario finanziario.

Elemento caratterizzante tale tipo di contratto è costituito dal fatto che l'obbligo dello scambio dei flussi sorge soltanto con il verificarsi di un determinato evento, quale l'apprezzamento o il deprezzamento di un rapporto di cambio di una valuta rispetto ad un'altra¹²¹.

¹¹⁸ Cfr. Hull, *cit.*, p.812.

¹¹⁹ Cfr. Cesari, *cit.*, p. 194

¹²⁰ Cfr. Hull, *cit.*, p.813.

¹²¹ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Future su indici azionari

Come tutti i *futures*, anche i *futures* su indici azionari (*stock index future*) sono strumenti standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati. Attraverso questo strumento l'acquirente e il venditore si impegnano a negoziare in data futura una determinata quantità di indici azionari, a un prezzo predeterminato nella stipula del contratto¹²².

Nella maggior parte dei casi gli *stock index futures* non giungono a scadenza in quanto gli operatori preferiscono chiudere le posizioni aperte rivendendo il contratto future precedentemente acquistato.

Tuttavia, quando il contratto giunge a scadenza, potrà essere liquidata solo tramite cash settlement¹²³.

Sul mercato italiano (IDEM) vengono scambiati futures azionari il cui sottostante è rappresentato dall'indice S&P/MIB. Sono solo due le tipologie di contratti scambiati: l'S&P/MIB Future e il mini S&P/MIB Future.

I due si differenziano unicamente, come suggerito dal nome, unicamente per le dimensioni del contratto. Nella prima tipologia a ogni punto indice è assegnato un valore di 5 \$, mentre nella seconda tipologia a ogni punto indice è assegnato un valore di 1 \$.

Il valore di un contratto futures su indice azionario è dato dal prodotto tra il suo prezzo e il moltiplicatore (€ 5 oppure € 1). Lo scostamento minimo di prezzo (tick) è pari a cinque punti indice, ossia € 25 per il future su S&P/MIB e € 5 per il future su Mini S&P/MIB¹²⁴.

Tali strumenti possono avere scadenza mensile o trimestrale. In tutte le sedi di contrattazione sono quotate contemporaneamente le quattro scadenze trimestrali più vicine nel caso del Future su S&P/MIB e le due scadenze trimestrali più vicine nel caso del Futures su Mini S&P/MIB del ciclo "marzo, giugno, settembre, dicembre". Una nuova scadenza viene quotata il primo giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di negoziazione della precedente scadenza. Ogni contratto scade il terzo venerdì del mese di scadenza alle ore 9.10. La liquidazione del contratto avviene per contanti il primo giorno successivo alla scadenza. I *futures* su indice azionario vengono liquidati giornalmente attraverso il meccanismo del *marking to market*, in base al quale il contraente che ha sperimentato un andamento avverso del mercato deve versare un importo (detto margine di variazione) alla *clearing house* (che in Italia è la Cassa di Compensazione e Garanzia).

¹²² Cfr. Hull, *cit.*, p.384.

¹²³ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

¹²⁴ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

I credit derivatives

Nel mercato dei derivati creditizi i soggetti che ricoprono un ruolo di primo piano sono sicuramente le banche, che operano sia come venditori di protezione, ma anche e soprattutto come acquirenti.

Le banche commerciali che tradizionalmente svolgono il compito di prestare denaro assumendosi il rischio di credito, hanno introdotto questa tipologia di strumenti al fine di poter gestire attivamente il loro portafoglio creditizio e trasferire il rischio di altri soggetti disposti ad assumerlo, in modo tale da poter ridurre la concentrazione del rischio nei propri portafogli¹²⁵.

Al contrario, le banche di investimento si sono introdotte nel mercato dei derivati creditizi prevalentemente allo scopo di diversificare maggiormente il portafoglio delle loro attività, e cercare un incremento della redditività patrimoniale. Operano come dealers per garantire liquidità al mercato e sono disposti ad assumere il rischio di credito nel proprio *trading book*, cercando poi di utilizzare i derivati creditizi come strumenti di copertura; sostanzialmente operano sia come compratori che come venditori della protezione.

Credit default swap

Il *credit default swap* (CDS) è un contratto dove il detentore di un credito s'impegna a pagare una somma fissa periodica, generalmente in *basis point* su un capitale nozionale, a favore della controparte, la quale si assume il rischio di credito di un'attività nel caso in cui si verifichi un evento di *default* futuro ed incerto.

La somma periodica che il cliente paga dipende solitamente dalle caratteristiche e dalle probabilità di insolvenza del terzo debitore¹²⁶.

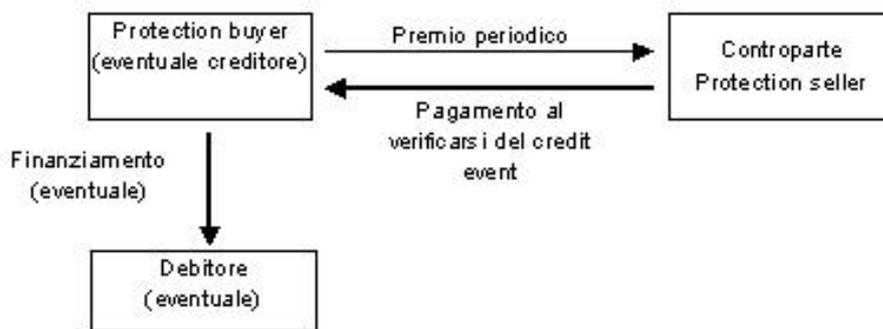
L'aspetto più interessante del CDS è che le due parti potrebbero non avere nessun tipo di rapporto col soggetto terzo, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo.

Il sottostante del derivato, infatti, è rappresentato dal merito creditizio e non dal vero e proprio credito¹²⁷.

¹²⁵ Cfr. Hull, *cit.*, p.598.

¹²⁶ Cfr. Hull, *cit.*, p.602.

¹²⁷ Cfr. Cesari, *cit.*, p. 155.



128

Credit default option

La *credit default option* concede al possessore la facoltà di trasferire una posizione creditoria a una controparte nel caso in cui, entro una data predeterminata, si verifichi un certo evento creditizio.

L'opzione è di tipo *put* ed il prezzo di esercizio coincide con il valore nominale del credito.

Qualora l'insolvenza si verificasse l'acquirente esercita il proprio diritto ed incassa la differenza tra il valore nominale del credito ed il suo valore corrente¹²⁹.

La CDO può assumere anche la forma di opzione *call* permettendo di acquistare titoli di emittenti primari ad un prezzo scontato, nel momento in cui si verifica l'insolvenza di un soggetto terzo nei confronti del quale l'acquirente dell'opzione vanta un credito.

Lo sconto si determina sulla base della differenza tra il valore nominale del credito ed il suo valore di mercato a seguito dell'insolvenza. In tal modo il compratore dell'opzione, esercitandola, entrerà in possesso di titoli privi di rischio che lo compenseranno dalla perdita subita¹³⁰.

Il CDO permette di trasferire soltanto il rischio di credito connesso ad una posizione, ma non la posizione stessa che continua ad essere nell'attivo dell'acquirente dell'opzione.

Questo contratto presenta molte similitudini con il *Credit default swap* ma ci sono due caratteristiche fondamentali che li differenziano:

- Nel CDS il *protection buyer* può essere solo colui che si impegna nei pagamenti fissi periodici;
- Nel CDS i premi sono periodici e non è previsto un pagamento iniziale.

¹²⁸ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

¹²⁹ Cfr. Hull, *cit.*, p.601.

¹³⁰ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Total return swap

Il *total return swap* (TRSS) è un contratto di swap che permette a una parte di scambiare la serie di flussi di cassa provenienti da una posizione creditoria rischiosa o dal possesso di un'obbligazione (*reference obligation*) con una serie di flussi di cassa, versati dalla controparte, di ammontare predeterminato e senza rischio o allineati a un certo tasso di mercato (*reference rate*)¹³¹.

IL TRSS, dunque, prevede che un soggetto che vanta un credito verso un terzo versi ad una controparte le somme incassate da un terzo a titolo di interesse e di capitale e la differenza, se positiva, tra valore attuale del credito e valore iniziale (*reference obligation*)¹³².

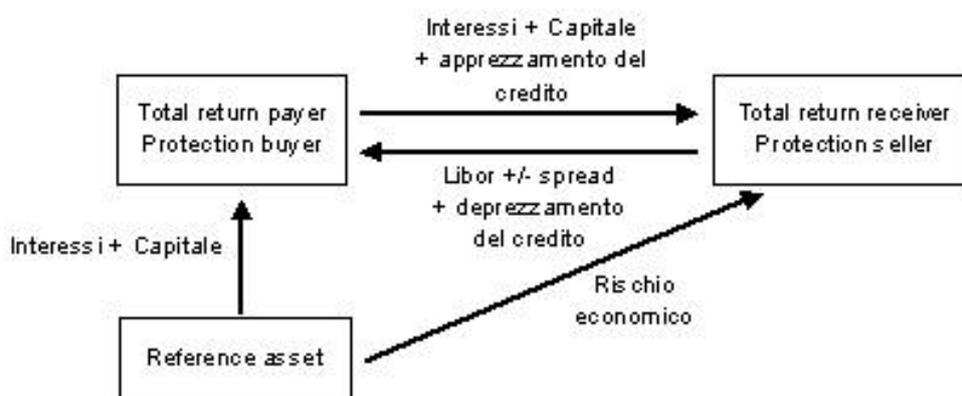
La controparte, a sua volta, verserà al *protection buyer* un flusso di cassa fisso, predeterminato e calcolato su un capitale nozionale, e la differenza, se positiva, tra valore iniziale e valore attuale del credito.

Tramite questo contratto un agente economico ha la possibilità di trasferire integralmente il rischio di credito ad un altro soggetto mantenendo inalterata la posizione iniziale sul credito.

Le banche attraverso queste operazioni riescono a diversificare il proprio rischio di portafoglio ed a mantenere, allo stesso tempo, il rapporto con la propria clientela normalmente.

Inoltre il TRSS comporta costi amministrativi notevolmente inferiori rispetto ad una cessione del credito.

Il TRSS ha la peculiarità che per attivarsi non richiede il verificarsi di un evento creditizio specifico. Ecco il flusso di pagamenti associato ad un TRSS.



133

Una particolare tipologia di TRSS, specialmente utilizzata dalle banche, è il *Loan Portafolio swap* (LPS).

¹³¹ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

¹³² Definizione tecnica fornita dalla Consob, visionabile su www.consob.it

¹³³ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

L'LPS è un accordo tra due banche nel quale avviene uno scambio di pagamenti derivanti da prestiti diversi.

Credit linked note

Il *Credit linked note* (CLN) è una combinazione di un titolo classico e di un derivato su crediti.

L'emittente di questo strumento può essere una banca o una società veicolo (SPV), cioè una società creata appositamente per tale scopo.

Il CLN è un'obbligazione che passa tassi d'interesse nominali superiori a quelli di mercato ma che presenta un rischio: rimborsa valori inferiori a quelli nominali se si verifica un determinato *credit event*.

Il *credit event* è un evento che fa diminuire il rating dell'ente di riferimento indicato nel note¹³⁴.

In altri termini, il rimborso del capitale e degli interessi è connesso al merito creditizio del suddetto ente di riferimento. Bisogna inoltre considerare che il rischio per l'investitore è doppio perché non si limita a quanto concerne l'ente ma si estende anche alla capacità di rimborso della banca o della SPV.¹³⁵

Alla verifica del *credit event*, si ha un'estinzione anticipata del CLN, attraverso il pagamento di flussi cedolari a scadenza prestabilita che sono pari al valore nominale dell'obbligazione meno la differenza tra il capitale investito e il valore di mercato dell'obbligazione.

Credit spread swap

Il *credit spread swap* (CSS) è un contratto derivato il cui valore dipende dalla differenza tra il rendimento di un titolo obbligazionario rischioso rispetto a un titolo privo di rischio (titolo di Stato) oppure dalla differenza di rendimento tra due titoli rischiosi. Si tratta in entrambi i casi di un differenziale imputabile a diverso merito di credito (*credit spread*)¹³⁶.

In questo contratto, dunque, il *protection buyer* acquisisce il diritto di ricevere, quando positiva, la differenza tra un *credit spread* di un emittente in vigore alla data di pagamento e lo *strike spread* fissato nel contratto.

Allo stesso tempo acquisisce l'obbligo di versare la differenza alla controparte quando negativa.

¹³⁴ Cfr. Hull, *cit.*, p.609.

¹³⁵ Cfr. Sequeo, I derivati creditizi, Rivista diritto bancario e finanziario, 2010.

¹³⁶ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Il *protection buyer* si impegna, invece, ad effettuare dei pagamenti in funzione di uno *strike spread* determinato nel contratto oppure in funzione della differenza negativa tra i due *spread*¹³⁷.

Credit spread option

La *credit spread option* (CSO) è un'opzione che dà la possibilità al possessore di dar vita a un *credit spread swap* contro il pagamento di un premio.

Il possessore eserciterà l'opzione se, alla data di scadenza, il *rating* di un determinato emittente risulterà inferiore al prezzo *strike* definito nel contratto¹³⁸.

Con una CSO di tipo *put* il possessore si protegge contro il rischio che una determinata obbligazione subirà un *downgrading* in futuro che causerà un aumento dello *spread* di rendimento rispetto ai titoli *risk free* e una diminuzione di valore del titolo. Analogamente, con una CSO di tipo *Call*, l'investitore che si aspetta un futuro *upgrading* e quindi una diminuzione del *credit spread* e un aumento nel valore di una obbligazione (non necessariamente posseduta), può sfruttare questo strumento per beneficiare della variazione del rischio di credito di un determinato emittente¹³⁹.

¹³⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.597.

¹³⁸ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

¹³⁹ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Capitolo 4

Analisi della normativa in materia di derivati

4.1 Gli obblighi imposti agli intermediari finanziari

I principi fondamentali in materia di obblighi per gli intermediari finanziari sono tracciati dall'art.21 comma 1 lett.b del t.u.f.¹⁴⁰, che delinea i principi di diligenza, correttezza, trasparenza nonché il principio della corretta acquisizione delle informazioni da parte del cliente.

Le regole di condotta in campo bancario sono preordinate all'obiettivo di assicurare un *agere* caratterizzato da trasparenza operativa, vale a dire volto all'obiettivo che l'intermediario possa trarre profitto dalla posizione di debolezza in cui versa la controparte negoziale¹⁴¹.

Esse vanno considerate delle norme iscritte nel codice della deontologia operativa dell'intermediario finanziario ancor prima che costituire parte significativa del sistema disciplinare posto a presidio di un corretto e trasparente *modus agendi*.¹⁴²

Le regole contenute nell'art.21 t.u.f hanno portata generale e rappresentano *standard* di comportamento e di organizzazione a cui le banche devono attenersi in tutte le manifestazioni dell'attività di impresa. In particolare esse devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati¹⁴³. La trasparenza è il principio fondamentale in quanto ad essa è affidato il compito di evitare che “controparti preoccupate unicamente dei proprio interessi collochino prodotti non validi o comunque con caratteristiche diverse da quelle con cui vengono propagandati.”

Infatti, l'art. 21 t.u.f attribuisce alle banche oneri di informazione nell'intento di accrescere il grado di consapevolezza del cliente.

Significative, in proposito, la lett. b) e c) di detta norma che obbligano le banche ad “acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre

¹⁴⁰ Art. 1 comma 1 lett. b) del Decreto Legislativo 58/1998: Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

¹⁴¹ Cfr. Pellegrini, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Capriglione (a cura di), Padova, 2015.

¹⁴² Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.558.

¹⁴³ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.559.

adeguatamente informati” e “ utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti”.

Obblighi di informazioni che sono stati notevolmente implementati dal recepimento della direttiva MiFID che impone alle banche di informare i clienti riguardo: i propri servizi, le diverse strategie di investimento, le sedi di esecuzione, le eventualità che un terzo detenga somme di denaro, sui costi e sugli oneri connessi ai servizi.

Peculiare rilievo assume la valutazione dell’”adeguatezza” dell’operazione. Per effettuare tale valutazione le banche devono ottenere dai potenziali clienti tutte le informazioni in merito all’esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento.

La normativa impone, infatti, una stringente corrispondenza fra la natura e le caratteristiche dell’operazione cui si dà corso e quelle del singolo cliente.

Il legislatore comunitario ha fatto venir meno la possibilità di ottenere comunque dal cliente il permesso di procedere alla realizzazione dell’operazione “non adeguata”¹⁴⁴.

Direttamente collegata a tale norma è l’art. 39, comma 7, nel quale si fa esplicitamente riferimento al divieto dell’intermediario di incoraggiare un potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste.

In questo modo, la responsabilità dell’intermediario viene ampliata, ed infatti essa permane anche nel caso in cui il cliente si rifiuti di fornire le informazioni necessarie.

Naturalmente la banca non è tenuta a verificare l’autenticità e la completezza di tali informazioni; diversamente si ammetterebbe che il medesimo debba proteggere l’investitore anche da sé stesso e si finirebbe col negare il lento e faticoso processo evolutivo della nostra legislazione in materia economica.

Al contrario, qualora l’intermediario ritenga che uno strumento non sia “appropriato” ad un cliente, è posto a suo carico “il solo obbligo di avvertire la controparte negoziale di tale situazione.”¹⁴⁵

Altro importante aspetto da sottolineare risulta la normativa riguardante l’organizzazione interna di una banca.

Il base all’articolo 21, comma 1, lett. d) le banche devono dotarsi di procedure di controllo interno idonee ad assicurare un efficiente esercizio dei servizi e delle attività.

Possiamo ritrovare nella normativa numerose disposizioni di dettaglio contenute nel Regolamento intermediari e nel Regolamento congiunto Banca d’Italia e Consob che

¹⁴⁴ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.558.

¹⁴⁵ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.558.

riguardano l'organizzazione interna dei soggetti.¹⁴⁶ Da citare al riguardo l'articolo 12, al comma 3,4 e 5 del Regolamento congiunto che permette agli intermediari di dimensioni ridotte di adottare soluzioni meno rigide di quelle generali.

L'art. 21 comma 1 bis pone a carico degli intermediari finanziari l'obbligo di adottare "ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con i clienti o fra i clienti mediante idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sull'interesse dei clienti;"(lett.a) e "informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lett. a) non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato"(lett. b); svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati (lett.c)¹⁴⁷.

La banca ha un vantaggio informativo notevole rispetto al cliente giustificato dal fatto che essa svolge operazioni e attività per conto proprio.

Per questo l'art. 21 del t.u.f. affronta il problema del conflitto dei tassi d'interesse facendo leva su obblighi di organizzazione e informazione. L'attuale regolazione impone agli intermediari l'identificazione dei conflitti di cui richiede la gestione e fornisce alcuni dettagli sulle misure organizzative considerate idonee ad evitare che l'interesse del cliente sia danneggiato.

Si richiede agli intermediari, in sede di autoanalisi, l'adozione di sistemi organizzativi standard ottimali, predisponendo, inoltre, precisi obblighi informativi nei confronti della clientela.¹⁴⁸

Al riguardo va precisato che solo nel caso in cui le misure organizzative ed amministrative adottate non siano idonee ad evitare il conflitto, l'intermediario può far ricorso alla "*disclosure*"¹⁴⁹ come tecnica di gestione del medesimo.

Da osservare, quindi, che la *disclosure* assume carattere residuale e non esonera in alcun modo l'intermediario dalla responsabilità del conflitto. Ne consegue che l'informazione come fonte liberatoria del divieto di operare non rappresenta più un lasciapassare per le banche.

I regolamenti Consob che hanno attuato i principi enunciati nell'art.21 sono: il regolamento 11522/98 e il regolamento 16190/2007 che ha abrogato e sostituito il precedente.

¹⁴⁶ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.559.

¹⁴⁷ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.560.

¹⁴⁸ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.561.

¹⁴⁹ Per *disclosure* si intende la divulgazione di informazioni.

Il regolamento Consob 11522/98

Riguardo i servizi di investimento e accessori il primo regolamento stabiliva:

- All'art.26¹⁵⁰ i principi generali ai quali un intermediario avrebbe dovuto attenersi al fine di operare in *compliance* con la normativa di settore specificato;
- nei seguenti articoli, i doveri da rispettare nella fase precontrattuale, contrattuale e esecutiva del contratto;

Rispetto alla fase precontrattuale il regolamento prevedeva che gli intermediari dovessero assumere le informazioni volte a valutare l'esperienza dei clienti in materia di investimento e prodotti finanziari, la loro propensione al rischio e la loro situazione finanziaria.

Tutto ciò per far sì che, nella fase esecutiva del contratto, l'intermediario potesse consigliare le operazioni più adeguate rispetto al profilo specifico del cliente.

Infatti, l'articolo 28 di suddetto regolamento, prevedeva che l'intermediario dovesse astenersi dal consigliare operazioni se prima non avesse fornito all'investitore informazioni adeguate in termini di rischio, e ciò con lo scopo di permettere al cliente di fare "scelte consapevoli".

Inoltre, gli intermediari avrebbero dovuto avvisare i clienti per iscritto in caso in cui le operazioni in strumenti derivati comportassero perdite pari o superiori al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista o garanzia delle operazioni, nonché qualora il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione operativa avesse subito un decremento, dovuto a perdite anche potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno o comunque alla data di inizio del rapporto.

Infine all'articolo 29 si stabiliva, in applicazione del principio di buona fede dell'intermediario, l'obbligo di astensione di effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

Il primo regolamento Consob, dunque, aveva lo scopo di limitare il potenziale conflitto di interesse che l'intermediario avrebbe potuto avere nell'operazione, imponendogli di avvertire, con chiarezza e per iscritto, il cliente dei rischi connessi al compimento di un'azione non adeguata.

L'obbligo informativo ai sensi dell'articolo 31 del Regolamento Consob 11522/1988 non sussiste qualora il rapporto sia tra due operatori qualificati.

¹⁵⁰ Art. 26 Regolamento Consob n. 11522/98 rubricato Regole generali di comportamento.

Risulta, quindi, importantissimo ai fini dell'applicazione della normativa, la definizione di operatore qualificato.

L'art. 6, comma 2 del t.u.f. definendo le categorie di operatori qualificati ai quali sono dovranno essere applicati gli obblighi informativi previsti dall'art. 21, rappresenta un'eccezione al principio generale dell'obbligo informativo.

In generale la norma potrà essere applicata solo nei confronti dei soggetti tassativamente indicati all'art.31 del regolamento Consob del 1998.

Il regolamento Consob 16190/2007

Il secondo regolamento Consob sopracitato ricalca i medesimi principi del precedente regolamento, specificando il principio di diritto europeo¹⁵¹ relativo all'obbligo di distinzione tra informazione finanziaria e informazione pubblicitaria.

Gli art. 27 e 28 di questo regolamento prescrivono i requisiti che tutte le informazioni devono avere, incluse le informazioni di tipo pubblicitario, imponendo che queste devono essere chiaramente identificabili come tali. Un importante concetto del tutto innovativo è contenuto nell'articolo 28 comma 2 lettera c). Tale articolo obbliga l'intermediario a presentare le informazioni in modo tale che esse siano “ con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute”.

Come è possibile osservare, i predetti articoli non comportano novità sostanziali rispetto alla precedente normativa ma permettono di chiarire i parametri informativi di riferimento¹⁵². L'art. 28, in particolare, è centrato sul concetto di “evidenza”, intesa come la necessità che l'informazione fornita sia manifestata in modo chiaro, corretto e senza ulteriore fine se non quello di abbattere le asimmetrie informative presenti tra intermediario e investitore¹⁵³.

Bisogna comunque tener presente, che pur essendo le norme sopracitate molto analitiche, esse non possono considerarsi esaustive di ogni fattispecie esistente di mancata o fuorviante informativa dell'investitore. Infatti, se necessario, bisognerà considerare i principi normativi generali vigenti in materia.

Altra importante novità prevista dal nuovo regolamento riguarda l'articolo 58.

Tale articolo ricalca sostanzialmente la disciplina prevista nel previgente regolamento ma introduce la presenza di tre categorie di investitori: ¹⁵⁴

¹⁵¹ Art. 19 paragrafo 2 Direttiva 2004/39, visionabile su www.europa.eu.

¹⁵² Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.7.

¹⁵³ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.8.

¹⁵⁴ Cfr. Art 26 del Regolamento Consob 16190/2007, visionabile su www.consob.it.

- controparte qualificata;
- cliente professionale;
- cliente al dettaglio;

L'art. 26 del nuovo regolamento definisce:¹⁵⁵

- “cliente” la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati i servizi di investimento o accessori;
- “cliente professionale” il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n.3 del regolamento e il cliente professionale pubblico il cliente che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies del Testo Unico¹⁵⁶;
- “cliente al dettaglio” il cliente che non sia cliente qualificato o controparte qualificata;

Da queste definizioni notiamo che c'è una distinzione tra due tipi di clienti professionali: il cliente professionale pubblico e il cliente professionale privato.

L'Allegato n.3 del nuovo regolamento Intermediari definisce la categoria dei clienti professionali privati come “un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume”.

Inoltre, l'Allegato, distingue tra clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

I clienti che si intendono clienti professionali di diritto sono elencati come segue¹⁵⁷:

- 1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali:
 - a) banche
 - b) imprese di investimento;
 - c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
 - d) imprese di assicurazione;
 - e) organismi di investimento collettivo o società di gestione di tali organismi;
 - f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;

¹⁵⁵ Cfr. Art 26 del Regolamento Consob 16190/2007, visionabile su www.consob.it.

¹⁵⁶ Cfr. Art.6 comma 2-sexies, “Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta”.

¹⁵⁷ Cfr. Allegato n.3 del Regolamento Consob 16190/2007.

- g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
 - h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio sui mercati di strumenti finanziari che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*);
 - i) altri investitori istituzionali;
 - j) agenti di cambio
- 2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: - totale di bilancio: 20.000.000 EUR, - fatturato netto: 40.000.000 EUR, - fondi propri: 2.000.000 EUR.
- 3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie».

La *ratio* sottostante a questo tipo di classificazione si basa evidentemente sulla presunzione che i soggetti elencati siano dotati di competenze sufficienti alla comprensione dei rischi assunti ed al compimento di scelte consapevoli in materia di investimenti.

Non è posto, però, nessun automatismo al riconoscimento a detta categoria dati i requisiti citati.

L'intermediario è tenuto a informare il cliente del fatto che questo verrà considerato come cliente professionale e dovrà dargli la possibilità di essere riconosciuto come cliente al dettaglio ricevendo maggior tutela.

Allo stesso modo un cliente che non possieda i requisiti per poter essere considerato come cliente professionale di diritto, potrà richiedere di essere considerato come tale.

Tuttavia, la disapplicazione della disciplina è prevista nel caso in cui vengono soddisfatti due dei seguenti requisiti:¹⁵⁸

- il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contanti, deve superare i 500.000 EUR;
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti;

¹⁵⁸ Cfr. Allegato n.3 del Regolamento Consob 16190/2007, visionabile su www.consob.it.

Alle controparti qualificate si dedica l'art. 58 del Regolamento, il quale definisce le norme di comportamento ai quali gli intermediari devono attenersi nel confrontarsi con questo tipo di investitori.

La categoria di investitori qualificati è prevista solo per la prestazione dei servizi di esecuzione di ordini, per la negoziazione per conto proprio e per la ricezione e trasmissione di ordini.

Il primo comma dell'art. 58 del nuovo regolamento Intermediari individua i soggetti che devono essere considerati controparti qualificate, mentre il secondo comma stabilisce che sono controparti qualificate le imprese riconducibili alla definizione di cliente professionale di diritto di cui all'allegato n. 3, parte I, punti 1 e 2 non richiamati dal primo comma dell'art. 58.

Qualche volta le categorie di controparte qualificata e cliente professionale di diritto si sovrappongono.

Infatti, ogni controparte qualificata sarà considerata, a sua volta, come cliente professionale di diritto.

Regolamento EMIR

Il Regolamento EMIR (Regolamento UE 648/2012) delinea un quadro normativo comune nel settore dei derivati OTC con il principale scopo di accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare sugli strumenti negoziati fuori dai mercati regolamentati.

Di fatto, verrà a crearsi un database centralizzato che finalmente censirà nel dettaglio il mercato dei derivati *over the counter*. Tale mercato dovrebbe quindi divenire più definito per dimensioni e caratteristiche, più trasparente ma soprattutto più vigilato con vantaggio di riduzione dei rischi sistemici¹⁵⁹.

Entrando nel dettaglio di tale regolamento, con un *focus* sugli obblighi degli intermediari finanziari, questi sono ora costretti a segnalare tutte le operazioni effettuate su strumenti finanziari derivati, sia eseguiti on *Exchange* che OTC.

Qualsiasi modifica o cessazione delle stesse va ugualmente segnalata al *Trade Repository* e cioè ad un soggetto terzo che ha il compito di raccogliere e conservare in modo centralizzato le registrazioni ricevute affinché siano accessibili alle autorità di vigilanza¹⁶⁰.

Le imprese dovranno dotarsi di un codice denominato LEI (*Legal Entity Identifier*) per poter “identificarsi” nelle comunicazioni col *Trade Repository*¹⁶¹.

¹⁵⁹ Cfr. Fogliata, *L'impatto del regolamento EMIR sui contratti derivati in corso e futuri*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, visionabile su www.dirittobancario.it.

¹⁶⁰ Cfr. Fogliata, *op.cit.*

All'art. 11 comma 1 lett. a)¹⁶² di tale regolamento viene poi imposto alle parti che concludono un contratto derivato OTC di confermare le condizioni dell'operazione il più presto possibile, con mezzi elettronici ove disponibili, e comunque entro i termini espressamente indicati dalla normativa. Tali termini vanno dalla fine della seconda giornata lavorativa sino alla fine del settimo giorno successivo, a seconda della natura della controparte.

L'articolo prosegue obbligando le parti a porre in atto processi formalizzati solidi, resilienti e controllabili per la riconciliazione dei portafogli¹⁶³. La riconciliazione dei portafogli riguarda i termini cardine di ogni contratto OTC e la loro valutazione. In termini pratici essa è un'operazione che consiste nel riconciliare fra le parti il *Mark to Market* del derivato.

Le tecniche di valutazione del *Mark to Market* sono stabilite al comma 2 dell'art. 11 del Regolamento che indica di procedere a verificare il valore del derivato con dati di mercati ufficiali se disponibili oppure "laddove le condizioni di mercato impediscono la valutazione con prezzi correnti di mercato, si ricorre a una valutazione in base a un modello prudenziale e affidabile".

I derivati OTC, non avendo per definizione un mercato, dovranno essere valutati coi modelli più diffusi per il pricing dei derivati. Infatti in caso di derivati OTC è più corretto parlare di *Mark to Model* piuttosto che di *Mark to Market*.

L'articolo 13 del regolamento prevede anche che la valutazione possa essere affidata ad un terzo qualificato debitamente incaricato.

L'art 15, comma 1 del regolamento prevede che le parti debbano concordare tra loro procedure e processi dettagliati per l'individuazione, la registrazione e il monitoraggio delle controversie concernenti il riconoscimento e la valutazione del contratto derivato OTC; la risoluzione tempestiva delle controversie prevede uno specifico processo per le controversie non risolte entro cinque giorni lavorativi.

Infine si richiama L'art. 33 comma 1 della legge 97 del 06 Agosto 2013 modifica il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria introducendo l'art. 193-quater che in sostanza prevede sanzioni da 2.500 € ad 250.000 € per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione delle controparti finanziarie e non finanziarie che non osservano le disposizioni del regolamento EMIR.

¹⁶¹ Cfr. Engst-Troisi, *Esma Supervision. Specificity of the intervention in derivatives markets*, Law and economics yearly review, 2013, visionabile su www.lawandeconomicsyearlyreview.org.uk

¹⁶² Art. 11 del Regolamento UE 648/2012, visionabile su www.europa.eu.

¹⁶³ Il regolamento delegato UE n. 149 del 19.12.2012 alla premessa n. 28 stabilisce che la riconciliazione deve riguardare i termini fondamentali dell'operazione dove il termine fondamentale da riconciliare è la valutazione di ciascuna operazione.

Uno sguardo al futuro: MIFID II

La direttiva MiFID (2004/39/CE) e i provvedimenti attuativi ad essa collegati, non hanno costituito il punto di approdo alla disciplina in tema di servizi di investimento e mercati, essendo stati di recente sostituiti dalla direttiva 2014/65/UE e dal Regolamento 600/2014(MIFIR), la cui applicazione era prevista a decorrere dal 3 Gennaio 2017. Nel giorno del 10 Febbraio 2016, però, la Commissione europea ha annunciato che tali direttive entreranno in vigore il 3 Gennaio 2018.¹⁶⁴

Con il recepimento della direttiva MiFID si sono realizzati:¹⁶⁵

- Il superamento della distinzione tra mercati regolamentati e non regolamentati, con la razionalizzazione della regolamentazione delle possibili piattaforme di negoziazione, individuate in: mercati regolamentati, MTF (*Multilateral Trading Facilities*) e internalizzatori sistematici;
- L'estensione del novero dei soggetti che possono accedere direttamente ai mercati regolamentati;
- L'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, da ritenersi incompatibile con la promozione di un'effettiva concorrenza tra le diverse sedi di negoziazione, e predisposizione di una serie di rimedi (obblighi di trasparenza pre e post trading, rafforzamento dell'obbligo di *best execution*, introduzione di apposite regole di gestione degli ordini clienti) volti ad evitare che delle frammentazione degli scambi tra più sedi di negoziazione originino conseguenze negative sui processi di "*price discovery*";
- L'ampliamento della libertà di scelta della sede di *clearing* e di *settlement* delle operazioni finanziarie;

La direttiva MIFID II con lo scopo di rafforzare la precedente normativa introduce novità riguardanti:

- La tipizzazione di una nuova sede di negoziazione denominata Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF-*Organized Trading Facilities*), limitata agli strumenti finanziari diversi dalle azioni, operante su base multilaterale;

¹⁶⁴ Annunciato dalla Commissione Europea nel giorno 10/02/2016.

¹⁶⁵ Cfr. Sepe, *I mercati regolamentati*, in AA. VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Capriglione (a cura di), Padova, 2015.

- La modifica della nozione di internalizzatore sistematico, con l'aggiunta, ai requisiti di organizzazione, frequenza e sistematicità, del requisito della sostanzialità, da misurarsi con riferimento alle dimensioni del mercato OTC;
- L'introduzione di una disciplina specifica per la negoziazione algoritmica delle imprese d'investimento;
- Una più puntuale disciplina dell'attività di *market making*, con la previsione che i mercati regolamentati devono avere accordi scritti con tutte le imprese di investimento che perseguono strategie di *market making*, accordi che devono indicare gli obblighi dell'impresa ed eventuali incentivi o altri diritti alla stessa riconosciuti;
- Una specifica disciplina della struttura delle commissioni che i mercati regolamentati possono chiedere agli operatori, che deve essere trasparente, **equa e non** discriminatoria e tale da non creare incentivi relativi agli ordini e alle transazioni che possono determinare condizioni anormali o abusi di mercato;
- Un'apposita regolamentazione in tema di accesso ai mercati, cioè quando un intermediario che partecipa come operatore alla piattaforma di negoziazione consente ad altra persona di trasmettere elettronicamente ordini direttamente alla piattaforma, utilizzando il suo codice identificativo
- L'estensione del regime della trasparenza *pre trading e post trading*;
- L'introduzione di tre nuove figure di soggetti per la prestazione di servizi di segnalazione e pubblicazione dei dati di mercato costituiti dagli: APA(*Approved Publication Arrangement*), cioè soggetti autorizzati a fornire il servizio di pubblicazione dei report sugli scambi per conto delle imprese di investimento ai sensi degli art. 20 e 21 del regolamento MIFIR; ARM(*Approved Reporting Mechanism*), cioè soggetti autorizzati a fornire il servizio di segnalazione delle operazioni alle autorità competenti o all'ESMA per conto delle imprese di investimento;CTP(*Consolidated Tape Provider*), cioè soggetti autorizzati a fornire il servizio di raccolta dei report sugli scambi finanziari da parte dei mercati regolamentati,MTF,OTF e APA e a consolidarli;
- L'estensione a tutte le sedi di negoziazione del regime di *transaction reporting* alle autorità nazionali degli scambi conclusi dalle imprese di investimento;
- L'obbligo per le imprese di investimento di negoziare i titoli azionari in una sede di negoziazione regolata e non tramite contrattazioni bilaterali;

Uno degli obiettivi più rilevanti della direttiva MIFID II è rappresentato dalla tutela degli investitori. Le principali aree di intervento per raggiungere tale obiettivo sono molteplici.

Fra le più rilevanti possiamo citare:¹⁶⁶

- Le norme generali di comportamento dell'intermediario in merito alla prestazione di servizi d'investimento. L'articolo 24¹⁶⁷, paragrafo 1 e 4 della direttiva in oggetto stabilisce che le imprese di investimento devono "agire in modo onesto, equo e professionale in modo da soddisfare al meglio gli interessi dei clienti" e fornire informazioni in maniera tempestiva, le stesse devono risultare chiare corrette e non fuorvianti";
- Le regole di informazione: le informazioni sugli strumenti finanziari proposti devono contenere " i rischi relativi allo strumento o agli strumenti proposti, con la conseguente diversificazione delle informazioni relative agli strumenti destinati alla vendita al dettaglio a alla clientela professionale e " i costi e gli oneri connessi alle operazioni, comprendendo tutte le informazioni dei costi attribuibili a: servizi d'investimento, servizi accessori, consulenza, strumenti finanziari, modalità di pagamento da parte del cliente ed eventuali pagamenti a terzi";
- *Governance* dei prodotti: le imprese di investimento sono tenute ad adottare regole più rigide in modo tale da assicurare ai proprio clienti varie tipologie di prodotti adatte alle diverse esigenze di questi ultimi.;
- Poteri delle autorità a *product intervention*: sono rafforzati i poteri di vigilanza dell'ESMA e delle autorità nazionali. Tutte le attività e i prodotti che modificano e compromettono la stabilità e l'integrità dei mercati possono essere sospese o escluse dalla negoziazione;
- La classificazione automatica degli enti locali come clienti professionali o controparte qualificate non è consentita. Questi ultimi devono adottare il relativo regime e l'impresa di investimento deve verificare la sussistenza in campo agli stessi dei requisiti di esperienza e competenza;
- L'articolo 30¹⁶⁸ paragrafo 1 e 2 stabilisce che le controparti qualificate beneficiano di diritti di informazione e di rendicontazione periodica dovuti alla prestazione dei

¹⁶⁶ Cfr. Serrano, *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*, in AA. VV. *La MiFID II, rapporti con la clientela-regole di governante-mecarti*, Troiano-Motroni (a cura di), Milano, 2015.

¹⁶⁷ Cfr. Art. 24 della Direttiva 2014/65 visionabile su www.europa.eu.

¹⁶⁸ Cfr. art 30 della Direttiva 2014/65, visionabile su www.europa.eu.

servizi d'investimento, le stesse controparti sono inoltre obbligate a fornire informazioni in maniera chiara, comprensibile e non fuorviante;

Le più importanti novità in materia di intermediari sono la *product governante* e la *product intervention*.

La disciplina relativa al governo dei prodotti è al momento contenuta unicamente in quattro passaggi della MiFID II: nel art. 71, nell' art. 16 paragrafo 3, nell'art. 24 e nell'art. 9¹⁶⁹.

Dall'art.71 si evincono i principi generali di tale disciplina. In primo luogo viene espressamente stabilito che l'intermediario deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti alla quale fornire prodotti e servizi.

In secondo luogo viene chiarito che l'intermediario che realizza strumenti finanziari garantisce che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze dei clienti finali ed adotta tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato¹⁷⁰.

In terzo luogo, al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, l'intermediario quando offre o raccomanda ai clienti strumenti finanziari che non ha proceduto a realizzare deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto.

Inoltre, quando l'intermediario offre o raccomanda un prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di Governo dei Prodotti o da imprese di paesi terzi deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sul prodotto.

Infine, viene espressamente chiarito che la disciplina sul Governo dei Prodotti si aggiunge e non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse ed agli incentivi. In particolare, l'adempimento degli obblighi derivanti dalla disciplina del Governo dei Prodotti è indipendente e non esime l'intermediario dal procedere alla valutazione dell'adeguatezza o appropriatezza che dovrà essere successivamente effettuata nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente.

Con riguardo all'attività che deve essere svolta dall'organo di gestione, è opportuno segnalare che la sua competenza sulla materia del Governo dei Prodotti viene richiamata in via generale

¹⁶⁹ Cfr. Morlino, *La product governante nel nuovo regime Mifid II*, Rivista diritto bancario, 2015, su www.dirittobancario.it.

¹⁷⁰ Cfr. art.71 della Direttiva 2014/65, visionabile su www.europa.eu.

dall'articolo 9 della MiFID 2. In merito, si prevede che l'organo di gestione definisca, approvi e controlli la politica dell'impresa relativa alla prestazione o offerta di servizi, attività, operazioni e prodotti, conformemente alla tolleranza al rischio dell'impresa e alle caratteristiche ed esigenze dei clienti dell'impresa destinatari delle prestazioni o offerte. Tale competenza viene specificata dall'ESMA, nel Final Report viene infatti chiarito che l'organo di gestione deve avere un controllo effettivo sul processo di Governo dei Prodotti.

Per quanto riguarda la politica di remunerazione non viene ulteriormente specificato il tipo di analisi che andrà svolto ed il potenziale conflitto di interessi. In merito, si può far sicuramente riferimento al principio generale contenuto nell'articolo 24 paragrafo 10 della MiFID 2 dove viene previsto che l'intermediario che fornisce servizi di investimento ai clienti evita di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare, l'intermediario non dovrà adottare politiche di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente più adatto alle esigenze del cliente.

4.2 Il contenzioso sui derivati

Il concetto di operatore qualificato

L'interpretazione della nozione di operatore qualificato è stata oggetto di numerosi dibattiti in tema giurisprudenziale negli ultimi anni. Ci sono state diverse interpretazioni che hanno portato a sentenze discordanti.

Seguendo la dottrina maggioritaria, la giurisprudenza di merito può essere suddivisa in tre diverse linee interpretative:

- La prima linea interpretativa seguita dal Tribunale di Novara (Sent. 18 Gennaio 2007¹⁷¹) e dalla Corte di Appello di Trento si sofferma sul fatto che il soggetto che sottoscrive un'autocertificazione di possesso dei requisiti necessari per essere riconosciuto come operatore qualificato non può essere realmente considerato un soggetto in possesso delle competenze necessarie. Sulle basi di questa linea interpretativa, il soggetto deve obbligatoriamente riportare fatti concreti o elementi sui quali è possibile discutere la veridicità delle presunte competenze;

¹⁷¹ Sentenza visionabile su www.altalex.it

- La seconda linea interpretativa seguita dal Tribunale di Milano e dalla Corte d'Appello di Milano¹⁷² sostiene che un operatore debba essere considerato come qualificato sulla base delle autodichiarazioni da lui effettuate, in quanto, in altro modo, renderebbe obbligatorio un controllo da parte della banca dell'esistenza dei requisiti necessari, gravandola di un ulteriore obbligo non previsto;
- La terza linea interpretativa, adottata da buona altra parte della giurisprudenza¹⁷³, si concentra invece sulle conseguenze che l'attestazione di questi requisiti da parte del cliente comporta sul piano degli obblighi informativi che pesano in capo all'intermediario. Sulla base di questa interpretazione la norma imporrebbe all'intermediario un obbligo di informazione riguardo il significato e le conseguenze giuridiche che l'autodichiarazione comporti;

In questo contesto si inserisce una sentenza della Corte di Cassazione (I sez Civile, n. 12138 del 2009¹⁷⁴) che afferma degli importanti principi in proposito.

La corte osserva che “la natura di operatore qualificato discende dalla contemporanea presenza di due requisiti: uno di natura sostanziale, vale a dire l'esistenza della specifica competenza ed esperienza in materia, l'altro, di carattere formale, costituito dall'espressa dichiarazione di possedere la competenza e l'esperienza richiesta sottoscritta dal soggetto medesimo” e continua dicendo che “non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro alla veridicità della dichiarazione”¹⁷⁵.

In caso di discordanza tra la situazione reale e il contenuto della dichiarazione da parte del cliente “graverà su chi detta circostanza intende dedurre, l'onere di provare circostanze specifiche quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario delle circostanze medesime”.

In seguito a tale sentenza del 2007 sono stati trovati alcuni indici in grado di contrastare la dichiarazione sottoscritta dal cliente, come ad esempio la bassa scolarizzazione o le dimensioni ridotte dell'impresa.

Infine, un'ultima interpretazione da evidenziare è quella che si basa sul diritto comunitario¹⁷⁶.

¹⁷³ www.ilcaso.it.

¹⁷⁴ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.10

¹⁷⁵ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.10

¹⁷⁶ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.11

La direttiva comunitaria n. 2004/29/CE ha istituito la categoria del cliente professionale su richiesta introducendo un meccanismo di riconoscimento del cliente basato su indici, che supera l'autocertificazione.

Sulla base del diritto comunitario l'intermediario assumerà il ruolo di certificatore della presenza di tali indici, in tal modo assoggettandolo implicitamente all'obbligo di verifica della presenza degli elementi che permettono di ricondurre il cliente a tale categoria.

La recente giurisprudenza di merito si sta spingendo ad accogliere un'interpretazione delle norme regolamentari basata sul diritto comunitario.

Assumendo quest'interpretazione si può ritenere che l'intermediario abbia un obbligo di valutazione che non discenda solo dalla normativa italiana (art. 21 del t.u.f) ma anche da un'interpretazione comunitaria orientata alle stesse norme regolamentari.

La mancanza del requisito di forma scritta

I contratti derivati, in quanto appartenenti alla categoria dei contratti, devono seguire le disposizioni generali contenute nel codice civile in materia.

L'art.23 del t.u.f. afferma che “ i contratti relativi ai servizi di investimento sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. Nei casi di inosservanza della forma prescritta il contratto è nullo e tale nullità può essere fatta valere solo dal cliente”¹⁷⁷.

La norma stabilisce che una copia del contratto deve essere consegnata al cliente, ma non viene menzionata la necessità di consegnare il contratto in data antecedente alla sottoscrizione, in modo che quest'ultimo possa analizzarlo e fare una scelta consapevole.

Sempre l'articolo 23 prosegue dicendo che “La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni, o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano essere stipulati in altra forma”.

Con regolamento 16190/2007 la Consob ha poi stabilito che la forma scritta del contratto deve essere redatta obbligatoriamente solo per i clienti al dettaglio.

Tale requisito, comunque, è riferito solo al contratto quadro, cioè al documento con il quale le parti decidono le regole che verranno applicate al compimento di operazioni finanziarie future ed eventuali, e non alle singole operazioni esecutive del contratto stesso¹⁷⁸.

Tuttavia, nelle ultime sentenze, il tema centrale non è stata la mancata forma scritta del contratto, ma la mancata o parziale sottoscrizione dello stesso.

¹⁷⁷ Cfr. Pellegrini, *cit.*, p.571.

¹⁷⁸ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.14.

In linea generale un simile contratto è da considerarsi nullo per la mancanza di un accordo tra le parti e la conseguente assenza della manifestazione del consenso delle parti¹⁷⁹.

Anche in questo caso è da menzionare una sentenza della Corte di Cassazione (sent. n. 3088 del 13 Febbraio 2007) nella quale la Corte ha affermato che il contratto può considerarsi validamente concluso, e quindi rispetterebbe il requisito della forma scritta, anche qualora le sottoscrizioni delle parti siano contenute in documenti diversi (e cronologicamente successivi) purché sia accertabile il collegamento tra i due documenti che attesterebbe, quindi, la valida formazione del consenso.

L'alea razionale e consapevole

La sentenza n.3549 nella Corte di Milano¹⁸⁰ depositata il 18 settembre 2013 affronta l'argomento relativo alla causa concreta di contratti di IRS sviluppando il tema dell'alea contrattuale sotto un nuovo aspetto, quello dell'alea razionale.

Il punto centrale del ragionamento della Corte verte sulla misura dell'alea assunta dalle parti in un contratto di IRS con funzione di copertura.

Partendo dalla constatazione che il legislatore del t.u.f non opera nessuna distinzione in riferimento alla funzione di copertura o speculativa dei contratti derivati, la Corte individua come punto centrale alla causa in concreto dei prodotti finanziari negoziati *over the counter*, la necessaria analisi degli elementi che appartengono alla causa del negozio, la cui assenza può determinare un vizio generico del contratto stesso¹⁸¹.

La corte forma il proprio ragionamento seguendo una dottrina specialistica secondo la quale i derivati OTC rappresentano una scommessa legalmente autorizzata, la cui causa, ritenuta meritevole di tutela dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e "razionale" creazione di alee che, nei derivati simmetrici, sono reciproche e bilaterali.

La corte afferma che "nei derivati *over the counter* l'intermediario è sempre controparte diretta del proprio cliente e condivide, pertanto, l'alea contenuta nel contratto" e che "l'oggetto del contratto dello *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, sono ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo", giungendo alla conclusione che nella scommessa legalmente autorizzata, quale il derivato OTC, l'alea deve

¹⁷⁹ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.16.

¹⁸⁰ Sentenza visionabile sul sito www.dirittobancario.it.

¹⁸¹ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.17.

essere “razionale per entrambi gli scommettitori; e ciò a prescindere dall’intento che ha determinato la conclusione del contratto. Sia esso di mera copertura, ovvero speculativo.”

In questa sentenza viene esplicitato il concetto di alea razionale partendo dal presupposto che l’investitore debba sempre e comunque essere consapevole degli scenari probabilistici e le probabilità di verifica di eventi dannosi *ex ante*.

Per la corte, quindi, tutte le parti dell’alea costituiscono causa tipica del contratto e devono essere conosciuti e conoscibili *ex ante*. Ne deriva che la razionalità dell’alea consiste proprio nella misurabilità *ex ante* della stessa¹⁸².

Ma proprio questo passaggio appare poco chiaro e compatibile con a struttura stessa dei contratti derivati¹⁸³.

Il contratto derivato dovrebbe essere un contratto attraverso il quale due soggetti si scambiano la promessa di una reciproca prestazione futura, il cui ammontare non risulta essere predeterminato ma dipenderà da alcune variabili cui il contratto stesso è collegato e in questi strumenti il rischio dovrebbe gravare indistintamente su entrambi i soggetti senza che sia prestabilito quale sarà il contraente che dovrà eseguire la prestazione.

Alle luce di queste considerazioni appare forzato il ragionamento della Corte secondo il quale si debba propendere per la nullità del contratto concluso in quanto “gli appellati non hanno potuto concludere la scommessa conoscendo il grado di rischio assunto” poiché i documenti forniti dalla banca non contenevano nessun riferimento al valore degli *swap* al momento della conclusione del contratto, agli scenari di probabilità, alle modalità con cui calcolarne il valore, mentre la banca avrebbe avuto perfetta conoscenza del rischio “nella sua misurazione scientifica”.

Il problema in situazioni come quella sopra esposta appare sempre la trasparenza. Occorre, che il cliente sia consapevole dei costi impliciti nell’operazione, e che questi siano resi palesi dalla banca così che il cliente possa essere più consapevole dei rischi realmente assunti. Il punto è che, quindi, non è se i costi di un’operazione siano espliciti o impliciti, ma piuttosto che essi siano dichiarati e non occultati dalle banche, come avviene nella maggior parte delle operazioni¹⁸⁴.

Le banche devono avere un vero e proprio dovere di trasparenza anche nei confronti di queste voci dello stesso calcolo probabilistico che sta alla base della costruzione del prodotto derivato; in caso contrario, ci troveremmo dinanzi a costi occulti, il che implicherebbe la

¹⁸² Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.20.

¹⁸³ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.21.

¹⁸⁴ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.21.

violazione del principio di buona fede nonché la possibilità che detto comportamento implichi il reato di truffa, con conseguente nullità civilistica del contratto¹⁸⁵

¹⁸⁵ Cfr. Malvestiti, *op.cit.*, p.22.

Capitolo 5: Analisi e valutazione di un caso reale

Per rendere l'idea della complessità e del lavoro che c'è dietro la valutazione di ogni contratto derivato andiamo ad analizzare un contratto di tipo IRS con *collar* tra una banca ed un ente locale italiano.

Al fine di identificare un quadro normativo di riferimento in materia è bene ricordare che le municipalità italiane hanno iniziato ad utilizzare tali strumenti finanziari derivati a partire dalla metà degli anni novanta, e l'assenza di una forma di regolamentazione speciale in materia, ha permesso il crearsi di situazioni operative differenziate nelle quali è prevalso talvolta l'utilizzo improprio di tali strumenti¹⁸⁶.

Con queste premesse si sono formate operazioni che appaiono finalizzate a rinviare a tempi futuri il peso attuale dei debiti delle Amministrazioni comunali tralasciando la finalità in essere del contratto derivato di copertura del debito. In queste situazioni è evidente l'utilizzo distorto di un derivato, il quale non è stato rivolto a scopi costruttivi ma ha anzi inciso negativamente sull'interazione tra impieghi degli strumenti finanziari in questione ed il rispetto delle regole fissate dall'ordinamento alternando l'equilibrio della finanza pubblica¹⁸⁷.

A partire dal 2001 il regolatore italiano ha iniziato a tracciare un quadro normativo con lo scopo di contenere l'utilizzo dei derivati da parte dei Comuni italiani entro limiti ben definiti.

La prima legge rilevante in materia è la n. 448 del 2001 che fa riferimento all'utilizzo degli strumenti derivati legittimandone l'uso dove preordinato ad una ristrutturazione del debito permettendo, così, una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi.

Nella stessa legge è importante sottolineare l'affidamento al MEF (Ministero Economia e Finanza) per quanto concerne il coordinamento e l'accesso ai mercati capitali da parte degli enti locali, nonché l'approvazione delle norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli stessi¹⁸⁸.

Con il decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n.389 si è invece proseguito con la puntualizzazione delle tipologie di contratti derivati consentiti alle municipalità e delle tecniche procedurali che devono essere seguite da questi ultimi per evitare usi impropri

¹⁸⁶ Cfr. Pellegrini, *I derivati dei comuni italiani nella valutazione dell'Alta Corte di Giustizia Inglese*, 2014, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2014, n. 2, p. 83.

¹⁸⁷ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.84.

¹⁸⁸ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.84.

degli strumenti. Dei criteri interpretativi saranno poi emanati da Ministero dell'Economia e delle Finanze in data 27 maggio 2004.

A fronte di tali riferimenti normativi sono state riscontrate molte situazioni in cui gli enti locali palesavano comportamenti difforni dalle indicazioni del legislatore, che, in diversi momenti, ha ritenuto opportuno intervenire con appositi interventi normativi.

Infine si richiama la legge 24 dicembre 2007 n.244 volta a rinforzare il sistema di controllo previgente. Si disponeva, infatti, che al fine di limitare l'utilizzo degli strumenti derivati ai Comuni, questi dovevano effettuare un'intensa attività informativa. Successivamente detta attività veniva sospesa dall'art. 62 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, poi modificata, una prima volta, dall'art. 3, comma 6, della legge 22 dicembre 2008, n. 203, e quindi dal d.l. 28 aprile 2009, n. 39, convertito con modificazioni dalla legge 24 giugno 2009, n. 77. Da ultimo, la legge 27 dicembre 2013, n. 147 (legge di Stabilità per l'anno 2014), all'art. 1, comma 572, paragrafo 1, lett. b), rende definitivo il divieto per gli Enti locali di effettuare operazioni in derivati (salvo limitate eccezioni).¹⁸⁹

Il complesso disciplinare sopra richiamato permette così di identificare l'insieme delle operazioni ritenute idonee ad essere utilizzate da enti locali italiani.

In primo luogo, viene ammessa la loro esistenza in corrispondenza di passività effettivamente dovute, anche se, è testualmente precisato nella Circolare MEF del 27 Maggio 2004 che “nessun derivato è configurabile come una passività”.

In altro contesto, è da specificare che le operazioni in strumenti derivati sono possibile solo dove l'indicizzazione si riferisca esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette Paesi più industrializzati. Anche qui è importante richiamare una Circolare del MEF che specifica che l'indicizzazione consentita appartiene solamente ai tassi di breve termine, mentre non sono consentiti strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori di parametri finanziari (*Euribor*).

Infine va richiamato l'elenco dettato dal d.m. n. 389 del 2003 che identifica operazioni ben precise nella forma di “*plain vanilla*”, al fine di evitare uso improprio di tali strumenti:¹⁹⁰

- a) «*swap* di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi;

¹⁸⁹ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.85.

¹⁹⁰ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.86.

- b) acquisto di «*forward rate agreement*» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;
- c) acquisto di «*cap*» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito;
- d) acquisto di «*collar*» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti;
- e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa;
- f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività ed i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività.

Il decreto ministeriale del 2003 ha quindi posto tre condizioni strutturali ai contratti derivati stipulati da enti locali: la loro scadenza non deve essere superiore a quella della sottostante passività, ci deve essere una stretta corrispondenza tra flussi pagati e flussi ricevuti, e bisogna evitare che si determini, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento.

IRS con purple collar

Si tratta di un contratto derivato sottoscritto, in data 31/06/2005, dal comune di XXX, per la protezione di un debito di importo nominale molto vicino a quello del contratto in oggetto.

Caratteristiche del debito originario:

- Capitale: 40.436.337,60
- Data iniziale: 31/06/2005
- Data finale: 31/12/2024
- Interesse: tasso medio come da tabella 1
- Periodicità: rate semestrali

Il derivato di copertura del debito è caratterizzato da:

- Capitale: 40.436.337,60
- Data di negoziazione: 22/07/2005
- Data iniziale: 30/06/2005
- Data finale: 31/12/2024
- Importo *Upfront*: 400.000
- Valuta di regolamento *UpFront*: 26/07/2005

Nonostante non si sia in possesso dei documenti che rendano esplicita l'operazione del comune si può ritenere con ragionevole certezza quelle che erano le sue necessità.

Al momento della stipula, infatti, l'ente aveva contratto dei debiti per un importo molto vicino a quello del contratto in oggetto. Si trattava di mutui che prevedevano il pagamento di importi a tasso fisso.

Analizzando il punto di vista della banca, questa dovrà pagare i seguenti tassi:

Da	A	Tasso	Nominale
giovedì 30 giugno 2005	sabato 31 dicembre 2005	4,5224	€ 40.436.337,60
sabato 31 dicembre 2005	venerdì 30 giugno 2006	4,5225	€ 40.291.909,83
venerdì 30 giugno 2006	domenica 31 dicembre 2006	4,5225	€ 40.145.300,00
domenica 31 dicembre 2006	sabato 30 giugno 2007	4,5225	€ 39.996.547,67
sabato 30 giugno 2007	lunedì 31 dicembre 2007	4,5225	€ 39.845.331,23
lunedì 31 dicembre 2007	lunedì 30 giugno 2008	4,5225	€ 39.691.867,88
lunedì 30 giugno 2008	mercoledì 31 dicembre 2008	4,5225	€ 38.858.395,14
mercoledì 31 dicembre 2008	martedì 30 giugno 2009	4,5225	€ 38.009.032,33
martedì 30 giugno 2009	giovedì 31 dicembre 2009	4,5226	€ 37.143.437,22
giovedì 31 dicembre 2009	mercoledì 30 giugno 2010	4,5226	€ 36.261.260,22
mercoledì 30 giugno 2010	venerdì 31 dicembre 2010	4,5226	€ 35.362.144,17
venerdì 31 dicembre 2010	giovedì 30 giugno 2011	4,5226	€ 34.445.724,21
giovedì 30 giugno 2011	sabato 31 dicembre 2011	4,5226	€ 33.511.627,65
sabato 31 dicembre 2011	sabato 30 giugno 2012	4,5226	€ 32.559.473,62
sabato 30 giugno 2012	lunedì 31 dicembre 2012	4,5226	€ 31.588.873,46
lunedì 31 dicembre 2012	domenica 30 giugno 2013	4,5227	€ 30.599.429,53
domenica 30 giugno 2013	martedì 31 dicembre 2013	4,5227	€ 29.590.736,01
martedì 31 dicembre 2013	lunedì 30 giugno 2014	4,5227	€ 28.562.738,24
lunedì 30 giugno 2014	mercoledì 31 dicembre 2014	4,5227	€ 27.513.932,59
mercoledì 31 dicembre 2014	martedì 30 giugno 2015	4,5227	€ 26.444.966,33
martedì 30 giugno 2015	giovedì 31 dicembre 2015	4,5227	€ 25.355.037,36
giovedì 31 dicembre 2015	giovedì 30 giugno 2016	4,5227	€ 24.243.694,09
giovedì 30 giugno 2016	sabato 31 dicembre 2016	4,5228	€ 23.110.475,16
sabato 31 dicembre 2016	venerdì 30 giugno 2017	4,5228	€ 21.954.909,27
venerdì 30 giugno 2017	domenica 31 dicembre 2017	4,5228	€ 20.776.514,94
domenica 31 dicembre 2017	sabato 30 giugno 2018	4,5228	€ 19.574.800,33
sabato 30 giugno 2018	lunedì 31 dicembre 2018	4,5228	€ 18.349.262,97
lunedì 31 dicembre 2018	domenica 30 giugno 2019	4,5228	€ 17.099.389,58
domenica 30 giugno 2019	martedì 31 dicembre 2019	4,5229	€ 15.824.655,77
martedì 31 dicembre 2019	martedì 30 giugno 2020	4,5229	€ 14.524.525,88
martedì 30 giugno 2020	giovedì 31 dicembre 2020	4,5229	€ 13.198.452,66
giovedì 31 dicembre 2020	mercoledì 30 giugno 2021	4,5229	€ 11.845.877,07
mercoledì 30 giugno 2021	venerdì 31 dicembre 2021	4,5229	€ 10.466.228,02
venerdì 31 dicembre 2021	giovedì 30 giugno 2022	4,5229	€ 9.058.922,09
giovedì 30 giugno 2022	sabato 31 dicembre 2022	4,5230	€ 7.623.363,28
sabato 31 dicembre 2022	venerdì 30 giugno 2023	4,5230	€ 6.158.942,71
venerdì 30 giugno 2023	domenica 31 dicembre 2023	4,5230	€ 4.665.038,41
domenica 31 dicembre 2023	domenica 30 giugno 2024	4,5230	€ 3.141.014,93
domenica 30 giugno 2024	martedì 31 dicembre 2024	4,5230	€ 1.586.223,18

Allo stesso tempo la banca riceve dall'ente nelle stesse date rilevate nella tabella 1 un tasso di interesse variabile con livello minimo e massimo, calcolati sul capitale residuo ad inizio del periodo di riferimento, che dipende dal tasso *Euribor* a 6 mesi rilevato all'inizio della semestralità così definito:

- Se il tasso *Euribor* a sei mesi è inferiore o uguale al 2,00 %, la banca pagherà un tasso fisso compreso tra il 4,62% e il 4,65% fisso il comune pagherà un tasso del 4,40% ;
- Se il tasso *Euribor* è compreso tra il 2,00% e il 5,90% la banca pagherà un fisso compreso tra il 4,62% e 4,65% mentre il comune pagherà un variabile compreso tra il 3,45% e 7,35%;
- Se il tasso *Euribor* a sei mesi è superiore o uguale al 5,90%, la banca pagherà un tasso fisso compreso tra il 4,62% e 4,65% mentre il comune pagherà un tasso del 7,35%;

Fa eccezione la prima data di riferimento del contratto nella quale la banca riceverà un flusso di cassa ottenuto applicando un tasso fisso (del 3,60%) sul capitale nozionale di riferimento. Risulta, inoltre, opportuno segnalare l'asimmetria generata dall'opzione "*purple*". Rispetto ad un normale IRS con *collar* il superamento verso il basso del *floor* (2%) genera una maggiorazione del suddetto valore superiore allo *spread* previsto. In pratica per la banca, risulta più conveniente l'opzione *Euribor* a 6 mesi $\leq 2,00\%$.

Come già detto, non si conoscono esplicitamente le necessità del comune in questione ma è evidente che il derivato non apporta nessun beneficio in termini di mitigazione dei rischi e introduce un termine variabile che prima non era presente. Infatti, il flusso dei pagamenti a debito dell'ente risulta noto mentre il flusso dei pagamenti a debito dipende dal tasso *Euribor* a sei mesi.

Da notare, inoltre, che il debito a tasso fisso, per effetto del derivato, è stato trasformato in un debito a tasso variabile con minimo e massimo. Di solito ciò corrisponde all'obiettivo di massimizzare la gestione finanziaria beneficiando di tassi a breve più bassi dei tassi a lungo termine.

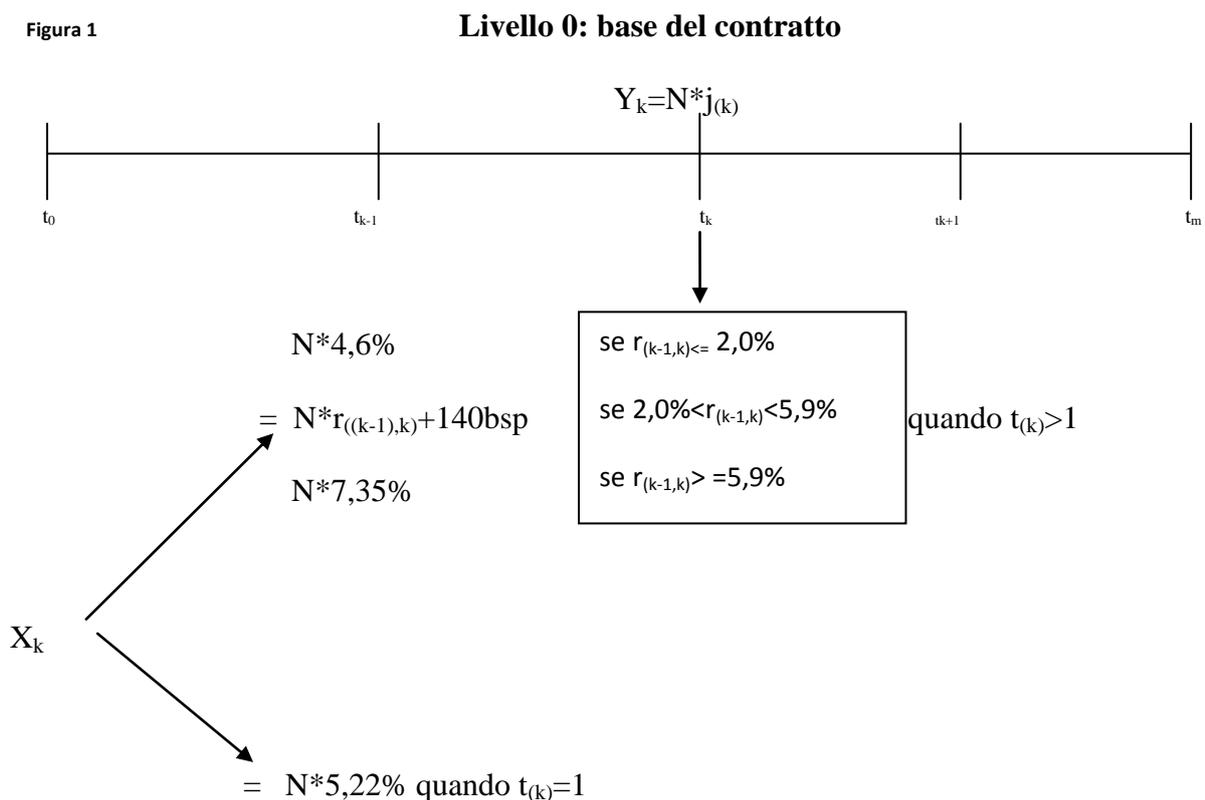
La quota interesse a credito dell'Ente generata dal Derivato è nota, quella a debito è aleatoria e dipende dall'andamento futuro del tasso *Euribor* a sei mesi, con minimo e massimo;

Analisi delle componenti elementari dello swap

L'analisi delle componenti elementari dello *swap*, o in gergo l'*unbuilding dello swap*, è una tecnica usuale e preliminare per la valutazione di questi tipi di contratti derivati, anche riconosciuta dagli organismi di vigilanza. Alla generica scadenza k -esima del derivato e in riferimento al generico intervallo (t_{k-1}, t_k) , il contratto può essere formalmente descritto da un flusso di importi a credito per la banca e a debito per l'ente.

Se si indicano con $X_{(k-1,k)}$ e con $Y_{(k-1,k)}$, rispettivamente, il generico importo a credito e a debito per la banca esigibili nell'istante t_k , è possibile procedere con due possibili "livelli" di scomposizione.

Con N si indica il capitale di riferimento, con j il tasso fisso e con r il tasso variabile



La figura 1 rappresenta le determinanti dei flussi di interesse sottesi al contratto di finanza derivata concluso dalla banca con l'ente locale così come si presenta formalmente, senza nessuna scomposizione.

Come possiamo intuire dalla figura il contratto di swap produce le seguenti movimentazioni finanziarie ad una generica scadenza semestrale t_k :

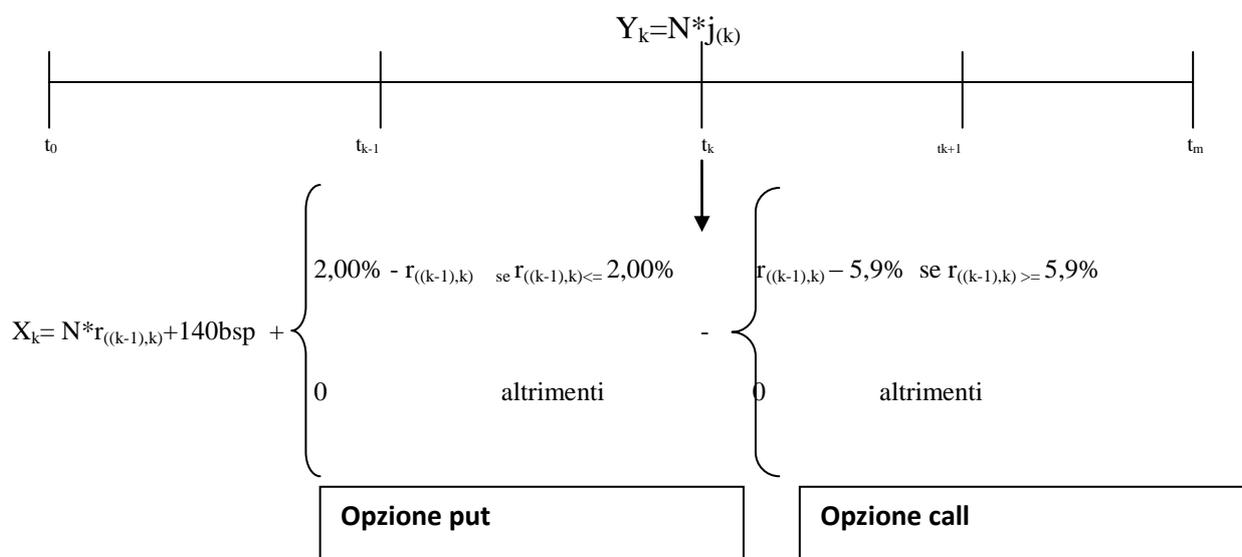
- La banca ha diritto ad incassare un flusso di interessi variabile pari a $X_{(k,k+1)}$ commisurato al tasso di mercato rilevato all'inizio del semestre di riferimento t_k maggiorato di uno *spread* di circa 140 *basis point*.
- La banca è tenuta a corrispondere un flusso di interesse fisso pari a $Y_{(k,k+1)}$ determinabile ex ante in base al tasso fisso di periodo e all'entità del capitale nozionale residuo.
- Al contratto è associata un'opzione *collar* che limita gli importi di flusso di interesse variabile all'interno di un *range* il cui massimo e minimo è definito dal livello del *floor* e del *cap*.

Il primo livello di scomposizione nasce dalla constatazione che un'opzione *cap* può essere intesa come un portafoglio di opzioni *call* così come un'opzione *floor* può essere intesa come un portafoglio di opzioni *put*.

Ad una generica scadenza semestrale del contratto si realizza sempre uno scambio tra un flusso di interessi variabile ed un flusso di interessi fisso ma in questo caso la clausola accessoria risulta dalla combinazione data dall'acquisto di una *call* e la contestuale vendita di una *put* riferite alla scadenza considerata.

Figura 2

Livello 1: scomposizione con opzioni call/put

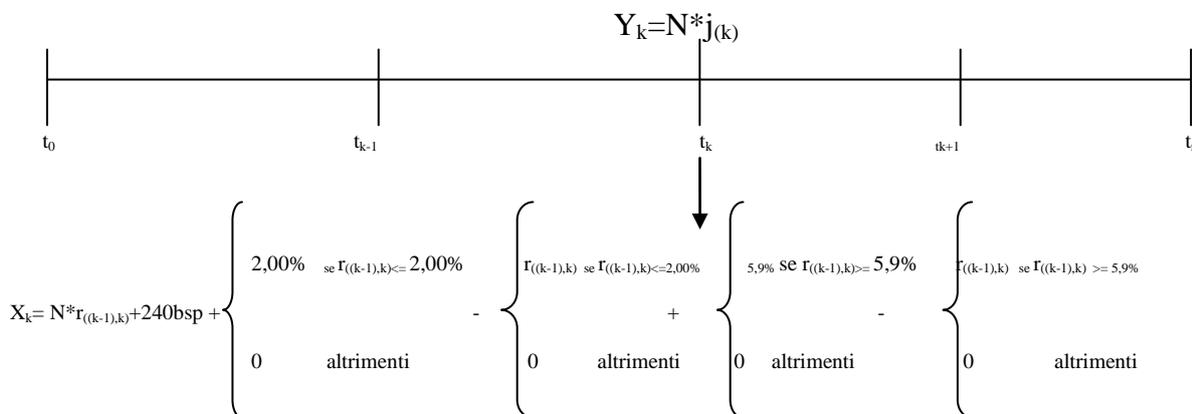


Si deve precisare che a questo livello di scomposizione, si presuppone l'esistenza di opzioni *put* e *call* in ciascuna scadenza semestrale. La medesima configurazione dei flussi di interesse viene riproposta ad ogni scadenza lungo l'intero arco di vita del contratto in quanto viene considerata una struttura composta dallo scambio dei flussi di interesse, dalla posizione lunga su una *call* e dalla posizione corta su una *put*.

Infine è possibile raggiungere un ulteriore livello di scomposizione utilizzando le opzioni binarie sulla base della considerazione che qualunque tipologia di opzioni può essere ricondotta a tale tipologia di strumenti finanziari.

Figura 3

Livello 2: scomposizione con opzioni binarie

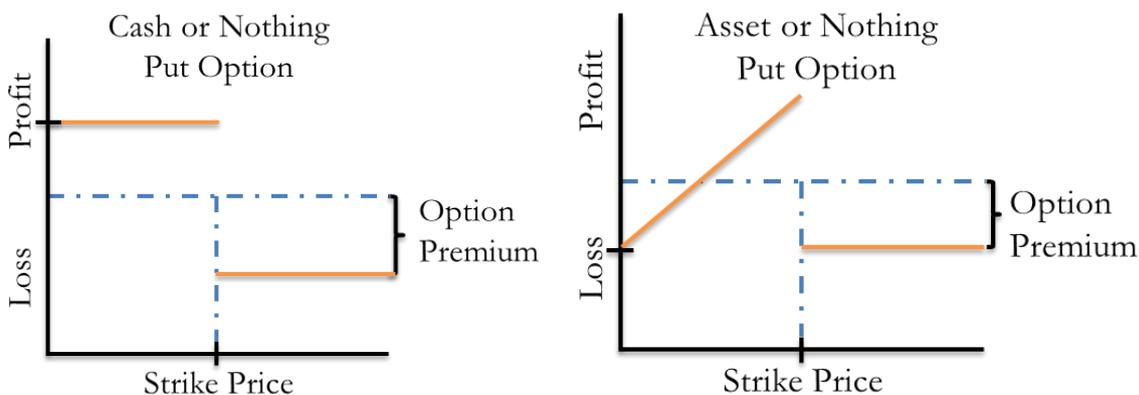


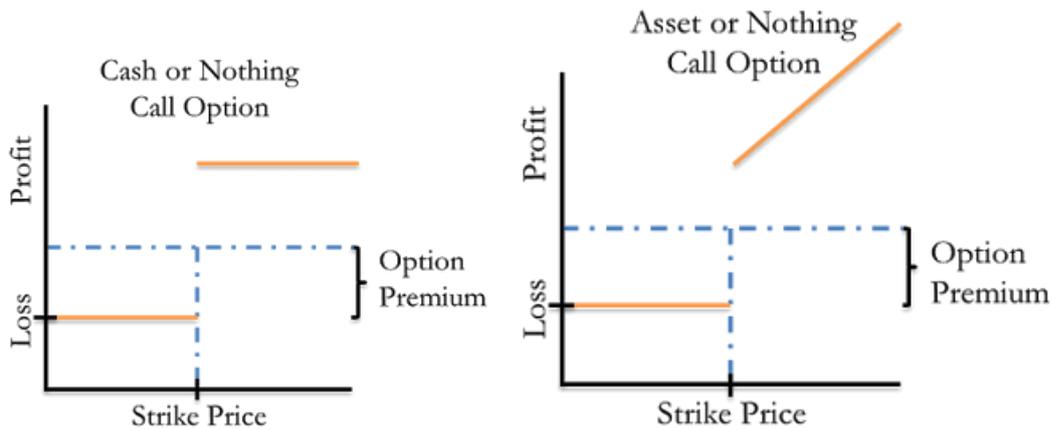
Allo scopo di capire meglio la scomposizione realizzata si precisa che esistono diversi tipo di azioni binarie:

- Con l'acronimo di CNP (*cash or nothing put*) e CNC (*cash or nothing call*) si indicano rispettivamente opzioni *put* e *call* binarie il cui *payoff* può essere rappresentato solamente da un dato valore conosciuto a priori o zero;
- ANP (*asset or nothing put*) e ANC (*asset or nothing call*) indicano invece opzioni *put* e *call* binarie il cui *payoff* può coincidere solamente con il valore della variabile di riferimento o zero;

Le due tipologie di opzioni si differenziano per il relativo *payoff*. Anche se è basato su un parametro fisso per entrambe, nelle opzioni *asset or nothing* varia in funzione dell'andamento del parametro di riferimento mentre nelle opzioni *cash or nothing* coincide con un valore fisso predeterminato.

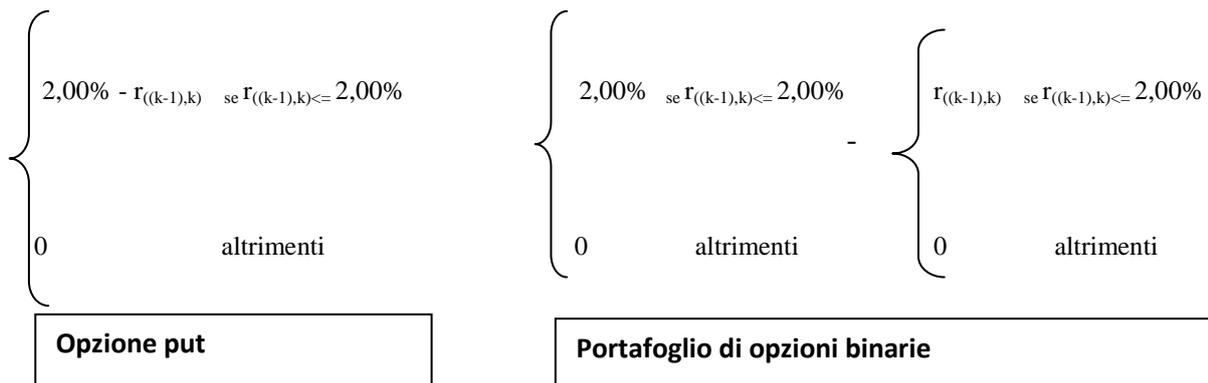
A titolo esplicativo si presentano i grafici dei *payoff* delle due tipologie di opzioni binarie:





Come possiamo notare un'opzione put può essere sinteticamente riprodotta mediante l'acquisto di una ANP e di una CNP.

Nel nostro caso confrontando il *payoff* dell'opzione put con quello generato dal portafoglio binario appena descritto si può notare tale circostanza.



Per concludere, possiamo quindi schematizzare le componenti del contratto in questo modo:

- Flusso di cassa a credito per la banca formato da una componente a tasso variabile (Euribor a 6 mesi) e da una componente definita da una clausola accessoria aleatoria;
- Flusso di cassa a debito per la banca formato da un'unica componente a tasso fisso;

Il contratto IRS con *collar* può essere rappresentato come un portafoglio di attività e passività caratterizzato da:

- Un flusso a debito per la banca a tasso di interesse fisso secondo uno schema previsto a livello contrattuale;
- Un flusso a credito per la banca indicizzato al tasso *Euribor* 6 mesi con clausola accessoria;

Tale clausola può essere interpretata nei seguenti modi:

- Opzione *collar* senza nessuna scomposizione;
- Portafoglio di opzioni *cap e floor*;
- Portafoglio di opzioni *call e put*;
- Portafoglio di opzioni binarie del tipo *cash or nothing e asset or nothing*;

Ricordando che tutte le opzioni sono scritte sul tasso *Euribor* a sei mesi rilevato sul mercato ad inizio del periodo di riferimento per la liquidazione del differenziale.

Il mark to market dell'operazione

Utilizzando i tassi di mercato del luglio 2005 sono state calcolati i flussi di cassa attesi. Il risultato come vediamo nella Tabella 2 è un attivo di 1.041.596,93 per la banca banca, valore che come mostra la tabella 2 in basso risulta essere comprensivo dell'*Upfront*.

Nozionale	Scadenze	Banca Paga	Comune Paga	Differenza
	martedì 26 luglio 2005	€ 400.000,00		€ 400.000,00
€ 40.436.337,60	sabato 31 dicembre 2005	€ 934.564,63	€ 744.028,61	€ 190.536,02
€ 40.291.909,83	venerdì 30 giugno 2006	€ 931.246,77	€ 756.198,63	€ 175.048,13
€ 40.145.300,00	domenica 31 dicembre 2006	€ 927.858,25	€ 778.307,09	€ 149.551,15
€ 39.996.547,67	sabato 30 giugno 2007	€ 924.420,21	€ 773.666,45	€ 150.753,76
€ 39.845.331,23	lunedì 31 dicembre 2007	€ 920.925,22	€ 791.186,78	€ 129.738,44
€ 39.691.867,88	lunedì 30 giugno 2008	€ 917.378,30	€ 799.372,70	€ 118.005,59
€ 38.858.395,14	mercoledì 31 dicembre 2008	€ 898.114,66	€ 818.783,66	€ 79.331,00
€ 38.009.032,33	martedì 30 giugno 2009	€ 878.483,76	€ 785.240,80	€ 93.242,96
€ 37.143.437,22	giovedì 31 dicembre 2009	€ 858.496,26	€ 765.004,26	€ 93.492,00
€ 36.261.260,22	mercoledì 30 giugno 2010	€ 838.106,51	€ 800.623,08	€ 37.483,42
€ 35.362.144,17	venerdì 31 dicembre 2010	€ 817.325,24	€ 975.198,78	-€ 157.873,54
€ 34.445.724,21	giovedì 30 giugno 2011	€ 796.144,02	€ 1.042.729,95	-€ 246.585,93
€ 33.511.627,65	sabato 31 dicembre 2011	€ 774.554,25	€ 1.046.840,34	-€ 271.286,09
€ 32.559.473,62	sabato 30 giugno 2012	€ 752.547,11	€ 1.023.144,61	-€ 270.597,50
€ 31.588.873,46	lunedì 31 dicembre 2012	€ 730.113,63	€ 1.050.483,99	-€ 320.370,35
€ 30.599.429,53	domenica 30 giugno 2013	€ 707.259,91	€ 974.558,77	-€ 267.298,86
€ 29.590.736,01	martedì 31 dicembre 2013	€ 683.945,48	€ 856.404,10	-€ 172.458,62
€ 28.562.738,24	lunedì 30 giugno 2014	€ 660.184,85	€ 794.205,38	-€ 134.020,53
€ 27.513.932,59	mercoledì 31 dicembre 2014	€ 636.943,28	€ 874.971,14	-€ 239.027,86
€ 26.444.966,33	martedì 30 giugno 2015	€ 611.235,73	€ 855.456,31	-€ 244.220,58
€ 25.355.037,36	giovedì 31 dicembre 2015	€ 586.043,66	€ 783.360,41	-€ 197.316,76
€ 24.243.694,09	giovedì 30 giugno 2016	€ 560.356,62	€ 679.238,49	-€ 118.881,86
€ 23.110.475,16	sabato 31 dicembre 2016	€ 534.175,52	€ 619.288,91	-€ 85.113,38
€ 21.954.909,27	venerdì 30 giugno 2017	€ 507.465,77	€ 567.169,89	-€ 59.704,11
€ 20.776.514,94	domenica 31 dicembre 2017	€ 480.228,37	€ 541.298,83	-€ 61.070,47
€ 19.574.800,33	sabato 30 giugno 2018	€ 452.451,93	€ 523.595,46	-€ 71.143,53
€ 18.349.262,97	lunedì 31 dicembre 2018	€ 424.124,86	€ 515.696,92	-€ 91.572,06
€ 17.099.389,58	domenica 30 giugno 2019	€ 395.235,29	€ 474.637,62	-€ 79.402,33
€ 15.824.655,77	martedì 31 dicembre 2019	€ 365.779,01	€ 455.396,77	-€ 89.617,76
€ 14.524.525,88	martedì 30 giugno 2020	€ 335.727,15	€ 421.693,74	-€ 85.966,59
€ 13.198.452,66	giovedì 31 dicembre 2020	€ 305.075,63	€ 384.516,81	-€ 79.441,17
€ 11.845.877,07	mercoledì 30 giugno 2021	€ 273.811,53	€ 345.486,59	-€ 71.675,07
€ 10.466.228,02	venerdì 31 dicembre 2021	€ 241.921,63	€ 313.830,14	-€ 71.908,51
€ 9.058.922,09	giovedì 30 giugno 2022	€ 209.392,45	€ 263.487,91	-€ 54.095,46
€ 7.623.363,28	sabato 31 dicembre 2022	€ 176.214,04	€ 230.590,63	-€ 54.376,58
€ 6.158.942,71	venerdì 30 giugno 2023	€ 142.363,96	€ 181.416,28	-€ 39.052,32
€ 4.665.038,41	domenica 31 dicembre 2023	€ 107.832,36	€ 139.557,15	-€ 31.724,79
€ 3.141.014,93	domenica 30 giugno 2024	€ 72.604,56	€ 94.536,28	-€ 21.931,72
€ 1.586.223,18	martedì 31 dicembre 2024	€ 36.665,55	€ 47.249,84	-€ 10.584,29

192

¹⁹² Cfr.

http://ww2.gazzettaamministrativa.it/opencms/opencms/_resources/_documenti/DERIVATI_PERIZIA_QUANTITATIVA.pdf

Commento

Prima di tutto si evidenzia che il derivato non apporta nessun beneficio in termini di mitigazione del rischio ed anzi introduce un elemento di variabilità dei pagamenti che prima del contratto non era presente.

Ci si trova di fronte ad un derivato che non ha nessuna ragione di esistere perché non apporta nessun beneficio e non permette una corretta gestione dei rischi. Al contrario, espone il comune a delle possibili perdite future legate all'andamento dei tassi d'interesse. Come si può vedere dalle tabelle presenti nei paragrafi precedenti un aumento dei livelli dei tassi comporterebbe notevoli perdite, mentre, un abbassamento del livello dei tassi, renderebbe i pagamenti meno onerosi ma non tali da giustificare un simile rischio. Considerando, infatti, che a nella migliori delle ipotesi, ovvero il caso in cui il tasso *Euribor* dovesse rimanere per tutta la durata del contratto inferiore alla soglia *floor*, il tasso pagato diventerebbe circa uguale al tasso ricevuto, facendo sembrare l'operazione una specie di "finanziamento" piuttosto che un contratto finanziario derivato.

Oggi, la maggior parte delle posizioni finanziarie in derivati detenute da enti locali ha un valore di mercato negativo, spesso per un ammontare considerevole.

Per risolvere il problema gli enti hanno seguito diverse strategie. Alcuni hanno smesso di pagare del tutto; altri, pur non regolando il flusso a loro carico hanno accantonato in un fondo specifico di Bilancio le somme in attesa di definire giudizialmente, altri monitorano le posizioni e per effetto della particolare tipologia contrattuale sono riusciti a estinguere i contratti in essere approfittando dell'andamento favorevole dei tassi d'interesse, a costi quasi nulli.

Da sottolineare che, per quei comuni che hanno liquidato i contratti ricevendo un accredito, non si può parlare di vero e proprio guadagno economico ma di entrata finanziaria.

Non è noto infatti se tale incasso sia stato congruo con il valore economico dei contratto e gli eventuali *upfront* ricevuti sino stati economicamente coerenti con i rischi assunti.

In altri casi, città e provincie hanno intrapreso la strada del Tribunale per ottenere l'annullamento delle posizioni o comunque per cercare una via di uscita dalla transazione.

Una delle accuse più frequenti riguarda lo squilibrio contrattuale iniziale ovvero che i contratti al momento della stipula non fossero effettivamente alla pari ma le due gambe dello *swap*

fossero disallineate a sfavore dell'ente per un ammontare pari ad un corrispondente utile positivo nel bilancio delle banche, configurando così un costo occulto.

Inoltre, al di là della mancata informativa sul costo è evidente che un contratto tra un ente e una controparte bancaria ha un costo iniziale, altrimenti non ci sarebbe alcun interesse nel perfezionare un'operazione che genererebbe una perdita certa per la banca pari a tutti i costi connessi alla strutturazione dell'operazione, commerciali e di gestione sul rischio.

Quel che è dubbio è che i contratti stipulati avessero efficacia ai fini di copertura, ossia se e in quale misura l'operazione tra un ente e la sua controparte bancaria potesse migliorare la posizione dell'ente legata ad una passività finanziaria affinché si verifichi la riduzione del costo finale del debito e la riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato previsti dalla legge.

Nel nostro caso specifico, al momento della stipulazione del contratto, tale operazione risultava priva di senso. Attraverso un'analisi di sensitività nonché statistica risultava molto probabile un peggioramento della situazione dovuta ad un rialzo dei tassi, alla data di stipula molto inferiori alla media storica.

Cosa in realtà non avvenuta, poiché il tasso Euribor è sorprendentemente sceso molto al di sotto della media risultando in alcuni periodi addirittura negativo.

Ulteriore particolare da notare, è che la clausola "*purple*" in questo caso ha danneggiato il comune, che si è ritrovato a pagare un tasso più alto nonostante il tasso Euribor al di sotto della soglia *floor*.

Da sottolineare infine, che nonostante l'operazione molto rischiosa, al giorno d'oggi questo può essere considerato uno dei contratti meno compromettenti realizzati da un ente locale.

Infatti, come possiamo vedere alla Tabella 3, i flussi di cassa scambiati fino al giorno d'oggi sarebbero, per la maggior parte, in sfavore della banca.

BANCA							
Date	spread scadenziario(anni) eff/eff	1,40% residuo debito	tassi Eurbor a 6 mesi	tasso fisso banca	pagamento banca	pagamento comune	differenza
30/06/2005		€ 40.436.337,60	3,60%	4,62%	€ 400.000,00		-€ 400.000,00
31/12/2005	0,12	€ 40.291.909,83	2,64%	4,62%	€ 934.079,40	€ 727.854,08	-€ 206.225,32
30/06/2006	0,61	€ 40.145.300,00	3,25%	4,62%	€ 930.743,12	823969,556	-€ 106.773,56
31/12/2006	1,1	€ 39.996.547,67	3,85%	4,62%	€ 927.356,43	943414,55	€ 16.058,12
30/06/2007	1,59	€ 39.845.331,23	4,32%	4,62%	€ 923.920,25	1059908,51	€ 135.988,26
31/12/2007	2,08	€ 39.691.867,88	4,71%	4,62%	€ 920.427,15	1149537,81	€ 229.110,66
30/06/2008	2,57	€ 38.858.395,14	5,13%	4,62%	€ 916.882,15	1222509,53	€ 305.627,38
31/12/2008	3,06	€ 38.009.032,33	2,97%	4,62%	€ 897.628,93	1278441,2	€ 380.812,27
30/06/2009	3,55	€ 37.143.437,22	1,31%	4,62%	€ 878.008,65	839999,614	-€ 38.009,04
31/12/2009	4,04	€ 36.261.250,22	0,99%	4,62%	€ 858.013,40	817155,619	-€ 40.857,78
30/06/2010	4,53	€ 35.362.144,17	1,04%	4,62%	€ 837.634,88	797747,505	-€ 39.887,38
31/12/2010	5,02	€ 34.445.724,21	1,23%	4,62%	€ 816.865,53	777967,172	-€ 38.898,36
30/06/2011	5,51	€ 33.511.627,65	1,79%	4,62%	€ 795.696,23	757805,933	-€ 37.890,30
31/12/2011	6	€ 32.559.473,62	1,62%	4,62%	€ 774.118,60	737255,808	-€ 36.862,79
30/06/2012	6,49	€ 31.588.873,46	0,93%	4,62%	€ 752.123,84	716308,42	-€ 35.815,42
31/12/2012	6,98	€ 30.599.429,53	0,32%	4,62%	€ 729.702,98	694955,216	-€ 34.747,76
30/06/2013	7,47	€ 29.590.736,01	0,34%	4,62%	€ 706.846,82	673187,45	-€ 33.659,37
31/12/2013	7,96	€ 28.562.738,24	0,39%	4,62%	€ 683.546,00	650996,192	-€ 32.549,81
30/06/2014	8,45	€ 27.513.932,59	0,30%	4,62%	€ 659.799,25	628380,241	-€ 31.419,01
31/12/2014	8,94	€ 26.444.966,33	0,17%	4,62%	€ 635.571,84	605306,517	-€ 30.265,32
30/06/2015	9,43	€ 25.355.037,36	0,05%	4,62%	€ 610.878,72	581789,259	-€ 29.089,46
31/12/2015	9,92	€ 24.243.694,09	-0,04%	4,62%	€ 585.701,36	557810,822	-€ 27.890,54
30/06/2016	10,41	€ 23.110.475,16	-0,18%	4,62%	€ 560.029,33	533361,27	-€ 26.668,06
31/12/2016	10,9	€ 21.954.909,27	-0,22%	4,62%	€ 533.851,98	508430,454	-€ 25.421,53
							-€ 185.334,12

floor cap spread fisso floor fisso cap
0,02 5,90% 1,45% 4,40% 7,35%

193Tabella 3

Alcune Considerazioni

La Banca d'Italia pubblica trimestralmente il valore di mercato del portafoglio derivati e i flussi finanziari generati dalle operazioni per ciascun sotto-settore delle Amministrazioni pubbliche. Per le Amministrazioni locali si fa riferimento solo alle operazioni concluse con intermediari operanti in Italia, quanto sono le uniche di cui disponiamo di informazioni, raccolte dalle segnalazioni alla Vigilanza. Per le amministrazioni centrali, invece, i dati raccolti riguardano anche operazioni in derivati con controparti estere, sulla base di dati forniti dal Ministero.

Dall'inizio della crisi finanziaria, nonostante le Amministrazioni pubbliche abbiano effettuato degli esborsi netti in favore delle controparti di oltre 20 miliardi, il valore delle loro passività nette in derivati è sostanzialmente raddoppiato. L'incremento è dovuto, principalmente, all'andamento dei tassi d'interesse.

Come rilevato nell'audizioni del MEF del 10 Febbraio 2013, all'origine delle passività in derivati del Tesoro c'è la riduzione dei tassi d'interesse avvenuta negli ultimi anni¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Cfr. Corte dei Conti, Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, 2013.

La strategia attuata con i derivati era rivolta alla protezione verso un rialzo di questi. A tal fine, il MEF ha stipulato dei contratti in cui si impegnava a pagare un tasso fisso in contropartita di un tasso variabile.

Nel frattempo, i tassi di mercato sono scesi portando il valore dei contratti derivati ad essere molto negativo.

La questione inerente la sottoscrizione di strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali è sorta a seguito dell'instaurarsi di una prassi, consolidata negli anni, in base alla quale regioni, province e comuni hanno fatto ampio ricorso alla finanza derivata sia nella gestione del proprio debito che, in particolare, in fase di ristrutturazione dell'indebitamento.

Come anche rilevato dalla Corte dei conti in occasione dell'inaugurazione dell'anno giudiziario 2013, numerosi enti territoriali, specie di grandi dimensioni, a partire dal 1996 (in virtù della legge 539 del 1995 che consentiva agli enti di effettuare operazioni di *swap* sui tassi di cambio) hanno iniziato a far ricorso a questo strumento per le suindicate finalità.

In particolare è stato disposto il divieto, per le Regioni, le Province autonome e gli enti locali, di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati fino alla data di entrata in vigore del regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, cui è demandata l'individuazione della tipologia dei contratti su derivati che possono essere stipulati dagli enti territoriali.

Le norme dispongono la nullità dei contratti emessi in violazione delle norme del suddetto regolamento o privi di un'attestazione scritta dell'ente, nella quale si dichiara di avere preso conoscenza. Vengono inoltre accentuati i controlli della Corte dei Conti e vengono ampiamente estesi gli obblighi informativi e di trasparenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi. La nullità è di tipo relativo, in quanto può essere fatta valere solo dall'ente stesso

Di tali tematiche si è occupata la Commissione Finanze e tesoro del Senato con un'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni. Nel documento conclusivo approvato nel marzo 2010 a conclusione dell'indagine Doc. XVII n. 5 viene evidenziata tra l'altro la necessità di un riordino della normativa di settore diretta al rafforzamento delle regole di correttezza, trasparenza e tutela dell'affidamento degli amministratori pubblici; i principi cardine di tale azione potrebbero essere individuati tra l'altro:¹⁹⁵

¹⁹⁵ Cfr. Camera dei Deputati, I derivati degli enti locali, 2013, visionabile su www.leg16.camera.it.

- nel divieto per gli enti territoriali e locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza (*bullet*), evitando il rinvio nel lungo termine del peso dei debiti contratti sul mercato;
- nel divieto di sottoscrivere contratti derivati che prevedano il versamento preventivo di premi *upfront*;
- nel dovere per gli intermediari di certificare di aver acquisito le informazioni e di aver valutato adeguatamente le loro conoscenze, esperienze e capacità di comprendere i rischi delle operazioni che intendono stipulare.

La Corte costituzionale, nella sentenza n.70 del 2012, con riferimento alla mancata previsione di copertura finanziaria di oneri imprevisti derivanti da contratti derivati stipulati dalla Regione Campania, ha affermato che le norme introdotte hanno, tra l'altro, la finalità di garantire che le modalità di accesso ai contratti derivati da parte delle Regioni e degli enti locali siano accompagnate da cautele in grado di prevenire l'accollo da parte degli enti pubblici di oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione. Ciò in considerazione della natura di questa tipologia di contratti, aventi caratteristiche fortemente aleatorie, tanto più per le finanze di un'amministrazione pubblica. In definitiva, secondo la Corte, proprio le peculiari caratteristiche di tali strumenti hanno indotto il legislatore statale a prevedere, limitatamente alle contrattazioni in cui siano parte le regioni e gli enti locali, una specifica normativa non solo per l'accesso al relativo mercato mobiliare, ma anche per la loro gestione e rinegoziazione, che presentano, parimenti, ampi profili di spiccata aleatorietà in grado di pregiudicare il complesso «delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per il raggiungimento di finalità di carattere, appunto, pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività»

Come osservato dalla Corte dei conti nella già citata relazione, sia la giurisprudenza che la dottrina giuridica ritengono che, per valutare la convenienza economico-finanziaria delle operazioni di finanza derivata degli enti pubblici (territoriali in particolare) occorre esaminare non solo le conseguenze finanziarie relative alle singole annualità - in conformità agli ordinari principi della contabilità pubblica -, ma è necessario correlare le loro conseguenze di natura contrattualistico-civile al complesso dei risultati conseguibili nel periodo di validità del contratto.

Il contenzioso tra enti/amministrazioni pubbliche da un lato e banche dall'altro, in materia di contratti derivati, ha infatti principalmente interessato il giudice ordinario (penale e civile) e il

giudice amministrativo, e solo in via residuale, e con grandi difficoltà applicative, la Corte dei conti nell'esercizio della funzione giurisdizionale di responsabilità¹⁹⁶.

Il giudice penale ha perseguito in diverse fattispecie la condotta di funzionari di banca che hanno venduto derivati ad enti locali prospettandone la vantaggiosità in danno dell'ente. Si ricorda in proposito la sentenza dal Tribunale di Milano del 19 dicembre 2012, che ha condannato Depfa Bank PLC, Deutsche Bank AG, JP Morgan Chase Bank N.A. e UBS Limited in favore del Comune di Milano (il giudice ha dichiarato colpevoli i manager coinvolti nella vendita dei prodotti derivati al Comune di Milano disponendo la confisca del profitto dei reati per un totale di 88 milioni di euro)¹⁹⁷.

Il giudice civile è giunto ad affermare che la carenza di una causa legittima rende nullo il contratto di *swap*. In particolare il Tribunale di Milano, pronunciato il 14 aprile 2011, ha ritenuto nulli per carenza di causa i contratti di *swap* sottoscritti da enti locali che alla data della sottoscrizione presentavano un valore di mercato (*mark to market*) negativo non compensato mediante l'erogazione, da parte della banca, di un corrispondente premio di liquidità.

Successivamente il Tribunale di Orvieto ha reso un'importante pronuncia il 12 aprile 2012, in sede di reclamo avverso il provvedimento cautelare con cui, in via cautelare, era stato sospeso l'addebito di differenziali negativi connessi ad operazioni del tipo *interest rate swap*. Confermando il provvedimento cautelare, la corte ha osservato che perché sia garantito un sano equilibrio tra le posizioni dei due contraenti, è indispensabile che lo scambio di flussi legato al differenziale tra i due rispettivi tassi di interesse, al momento della stipula dell'operazione, sia pari a zero, "altrimenti il contratto partirà squilibrato a favore di uno dei due contraenti, evidenziando una possibile patologia della fattispecie negoziale". Nella suindicata pronuncia, il Tribunale di Orvieto osserva che l'attività di rinegoziazione di uno *swap* costituisce di per sé una deviazione dalla normale operatività in derivati che un ente pubblico può compiere in ossequio alle esigenze di copertura del debito.

Secondo tale prospettazione, non può essere consentito ad un Comune, al fine di scongiurare l'imminente addebito di differenziali negativi, di ristrutturare il derivato accettando nell'immediato di incamerare liquidità ma al contempo accollandosi un nuovo derivato dal valore già negativo, spostando solo più in là nel tempo il rischio di andare incontro a flussi di cassa negativi. Tutto ciò non rientrerebbe nelle finalità conservative connesse all'attività

¹⁹⁶ Cfr. Camera dei Deputati, *op.cit.*

¹⁹⁷ Cfr. Camera dei Deputati, *op.cit.*

finanziaria di un ente pubblico ma sfocerebbe, nella sostanza, in un'operazione negoziale non già di copertura bensì dal significato intrinsecamente aleatorio.

Anche il giudice amministrativo (Consiglio di Stato, sentenza n. 5032 del 7 settembre 2011) ha ritenuto legittima la decisione di una Provincia di annullare nell'esercizio del potere di autotutela operazioni in strumenti finanziari derivati.

Conclusioni

La negoziazione dei derivati OTC è considerata dalla maggioranza degli operatori finanziari come una delle cause principali che hanno causato l'esplosione della crisi con effetti devastanti in Europa e negli Stati Uniti.

Questi strumenti finanziari hanno causato grandi perdite agli investitori pubblici e alle imprese che li detenevano per la negoziazione. In questo contesto i derivati OTC, oggetto di numerosi scandali negli ultimi anni, sono stati definiti come “ armi di distruzione finanziaria di massa”. Per essere più precisi, tale distruzione deriva dall'utilizzo improprio di tali strumenti e non dallo strumento in sé, che in molte situazioni deve essere considerato molto utile¹⁹⁸.

Infatti, elemento comune di molti dei sopracitati scandali è proprio l'uso distorto di tali strumenti. In alcuni casi essi non rispettavano i requisiti dettati dalla regolamentazione vigente. Altre volte gli operatori finanziari li utilizzavano eccessivamente per incrementare i vantaggi della leva finanziaria.

Per questo motivo è nato un orientamento molto critico nei confronti di questi strumenti finanziari.

Si può certamente dire che i dati sviluppati sulla distribuzione dei contratti derivati nella finanza globale sono stati, e lo sono ancora, oggetto di riflessione e guida per lo svilupparsi di azioni correttive da mettere in atto nel mercato e nella regolamentazione¹⁹⁹.

Dal contesto formatosi si è realizzato che c'era bisogno di regole più rigide, designate appositamente per prevenire comportamenti rischiosi da parte degli operatori.

Questo ha portato alla tendenza ad abbandonare le forme tradizionali di autoregolamentazione degli intermediari finanziari, in favore di un più stringente controllo pubblico e, qualche volta, a un aggiustamento, volto all'obiettivo di incoraggiare l'effettiva applicazione della regolazione e garantire la protezione di ambo gli interessi pubblici e privati sottesi al funzionamento dei mercati finanziari.

L'idea generale che un contratto derivato ha l'obiettivo di trasferire il rischio di un'attività sottostante da un soggetto A a un soggetto B deve essere abbandonata. In un contratto derivato, il rischio non rappresenta un mero accessorio, ma identifica il principale oggetto

¹⁹⁸ Cfr. Pellegrini, *Financial derivatives. Regulation and disputes in the Italian legal order*, Law and economics yearly review, 2013, p.374.

¹⁹⁹ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.374.

dello stesso contratto²⁰⁰. Di conseguenza potremmo definire un contratto derivato come un contratto dove il rischio viene prezzato.

L'oggetto del contratto derivato è rappresentato dallo spread insito in esso; non a caso, è stato sottolineato nella letteratura economica che “quello che il contraente compra non è il debito sottostante ma la differenza nel valore che questo acquisirà nel tempo”.

Nell'ordinamento italiano si fa riferimento all'espressione “contratto derivato” nell'art. 1, paragrafo 2, sezione D), E), F), G), H), J) del decreto legislativo n.58/1998 che essenzialmente li qualifica alla stregua di qualsiasi altro strumento finanziario.

Bisogna precisare che non è possibile trovare una vera e propria definizione di contratto derivato. Infatti il t.u.f. si limita a fornire una lista non-esaustiva di contratti che sono qualificati come “derivati”.

Bisogna considerare, dunque, che i contratti derivati sono strumenti sviluppati dapprima nella pratica finanziaria e dopo regolati dalla legge. Questa considerazione risulta molto importante se si considera quanti differenti tipi di contratti derivati sono stati creati nella pratica internazionale, in aggiunta a quelli impostati dalla legge.

D'altra parte, una rigida definizione legislativa di contratto derivato non è compatibile con la realtà operativa alla quale tali strumenti si affidano.

Infatti, una definizione rigida di tali contratti, sarebbe inevitabilmente destinata a diventare obsoleta in pochi anni a causa dei frequenti cambiamenti che avvengono nell'ingegneria finanziaria.

Al riguardo, l'art. 3 del t.u.f., dopo aver mostrato una lista di contratti considerati come “derivati” sancisce che il Ministero dell'Economia e delle Finanze possa identificare, in ogni momento, altri contratti come derivati. In questo modo, il sistema giuridico acquista flessibilità e i nuovi contratti possono essere incorporati nel sistema legale senza la necessità di accurati processi legislativi, ma facendo solo ricorso alla regolazione ministeriale.

In campo internazionale, per la gestione degli strumenti derivati, è certamente da menzionare l'azione dell'ISDA (*International Swap Dealers Association for swap contract*). L'associazione redige degli accordi standard con l'obiettivo di regolare aspetti fondamentali dei contratti derivati, lasciando alle parti contraenti il compito di trattare sugli elementi delle specifiche operazioni.

Problemi nella negoziazione dei derivati sono soprattutto dovuti a transazioni che non sono effettuate sui mercati regolamentati e legati a seri problemi di illiquidità e opacità.

²⁰⁰ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.374.

A tal riguardo, bisogna ricordare che, con lo scopo di garantire trasparenza al cliente in Italia, nel 2009, la Consob ha emanato una raccomandazione nella quale obbliga l'intermediario a comportarsi correttamente e con trasparenza durante il collocamento di "strumenti finanziari illiquidi" verso investitori *retail*.

Allo stesso tempo è stata sottolineata la particolare attenzione che dovrebbe essere riservata ai derivati OTC, in quanto strumenti che, spesso, non permettono la definizione di un prezzo reale e nemmeno l'identificazione di parametri finanziari ai quali attenersi per una valutazione.

In assenza di una vera e propria definizione, la recente giurisprudenza ha tentato di definire l'espressione "over the counter trading" prendendo in considerazione i cambiamenti apportati dalla direttiva MiFID (39/2004/CE). Alla luce delle recenti ricerche, si può ritenere che il caso specifico di "over the counter trading" è caratterizzato dai seguenti elementi: più parti coinvolte, una piattaforma di scambio, la presenza di regole per l'ammissione di valori mobiliari di negoziazione e la presenza di norme che disciplinano l'intera operazione²⁰¹. Ad esempio, l'intermediario finanziario rappresenta spesso una delle parti coinvolte in quanto può negoziare derivati per conto proprio o per conto di terzi. L'attività di intermediazione durante la negoziazione di strumenti derivati *over the counter* è essenziale, in quanto l'intermediario provvede a fornire un servizio di trading in qualsiasi caso, svolgendo il ruolo di diretta controparte con il cliente, impresa o investitore che sia.

In riferimento alla piattaforma di *trading*, deve farsi presente che i derivati OTC sono negoziati al di fuori dei mercati regolamentati. Tuttavia, la rivisitazione della direttiva MiFID ha introdotto importanti novità in Europa superando la distinzione tra mercati regolamentati e non regolamentati.

In particolare, allo scopo di evitare asimmetrie informative, tutte le piattaforme di *trading* disponibili (mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici) sono state razionalizzate, e sono ora, dotate di sistemi di controllo tra loro equivalenti (obbligo di *best execution*, forma scritta e o trasparenza pre e post contrattuale). Grazie a queste nuove operazioni le negoziazioni OTC sono state in gran parte limitate²⁰².

Rimangono comunque escluse tutte quelle operazioni che avvengono al di fuori delle sopracitate piattaforme di scambio, cioè tutte le operazioni effettuate in modo informale.

Altra caratteristica che distingue tale tipologia di derivati è il fatto che richiedano delle regole specifiche per l'ammissione dei valori mobiliari o per lo stesso meccanismo di negoziazione.

²⁰¹ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.375.

²⁰² Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.376.

A riguardo, l'intermediario, durante la negoziazione, è sempre obbligato a rispettare delle precise regole di condotta; regole che la Comunità ha creato tenendo conto della specifica controparte che può essere un investitore al dettaglio, un investitore professionale o una controparte qualificata.

Inoltre, la Consob ha stabilito che tutti gli intermediari devono osservare il requisito di "appropriatezza" della transazione. Questo, sulla base delle considerazioni che l'attività di assistenza che loro provvedono nei confronti dei clienti è compresa all'interno dei servizi di consulenza.

Di conseguenza, possiamo capire anche l'obbligo imposto dall'Autorità, di adottare procedure rivolte a valutare l'idoneità della transazione consigliata, suggerendo prodotti finanziari adeguati in termini di efficacia ed efficienza, tenendo conto anche del costo di opportunità alternative.

Comunque, non è compito del cliente valutare la condotta dell'intermediario, ma dell'Autorità di vigilanza che deve prendere le misure appropriate e cercare di evitare ricorsi ad una corte civile.

Nonostante l'azione dell'Autorità gli investitori possono comunque essere danneggiati. Pertanto, è importante definire misure preventive che vanno oltre la semplice "disclosure" per la protezione del cliente.

A tal riguardo, la giurisprudenza ha mostrato che la trasparenza non è una sufficiente protezione per gli investitori che non hanno la capacità di "valutare criticamente" le informazioni fornite.

Questo suggerisce che per rendere davvero efficace la protezione degli investitori non basta risolvere il problema delle asimmetrie informative, ma anche delle "asimmetrie cognitive"²⁰³.

In Italia, la negoziazione di contratti derivati in un clima di recessione, definisce un problema sul quale è necessario intervenire con misure addizionali per proteggere gli investitori.

A riguardo può essere utile la ricerca scientifica sui "comportamenti economici". Da tali ricerche emerge la possibilità di utilizzare le informazioni fornite dalle scienze sociali al fine di correggere queste distorsioni cognitive presenti in molti degli investitori.

La finanza comportamentale fornisce importanti informazioni in materia affermando che il processo mentale che porta un soggetto a compiere azioni di natura finanziaria è influenzato da molti fattori, non solo razionali, ma anche emozionali.

²⁰³ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.377.

In realtà, sta crescendo l'idea che sarebbe appropriato rendere obbligatorio per le banche fornire informazioni riguardo gli scenari “probabilistici” nella vendita dei prodotti derivati finanziari, così da rendere questi ultimi capaci di percepire realmente il rischio connesso alle operazioni²⁰⁴.

Quest'obiettivo può essere raggiunto attraverso un report che mostri come il derivato si evolverà nel tempo.

Per confermare l'efficacia di tale approccio basti pensare a quanto facile possa essere far credere ad un investitore che un prodotto possa essere altamente remunerativo, ma senza specificare la probabilità che questo accada.

Mostrando il *report* probabilistico sarebbe chiaro che alcuni derivati non sono, in realtà, in grado di fornire nessun grado di copertura.

In conclusione, l'identificazione di tecniche che assicurino la trasparenza, può senza dubbio rappresentare un passo in avanti nella ricerca della soluzione al problema delle asimmetrie informative che coinvolgono intermediario e investitore, ma, a ciò deve essere implementato un sistema che permetti agli investitori di incrementare la propria educazione in materia finanziaria. Allo stesso tempo, è chiaro che bisogna dare maggiore attenzione ai metodi sviluppati dalle scienze cognitive. In altre parole, bisognerebbe prestare maggiore attenzione ai modelli operativi forniti dalle scienze comportamentali che, anche se apparentemente distanti dal campo economico e finanziario, possono contribuire a migliorare il contesto di mercato²⁰⁵.

²⁰⁴ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.378.

²⁰⁵ Cfr. Pellegrini, *op.cit.*, p.379.

Bibliografia

- Annunziata F., "La disciplina del mercato mobiliare", Giappichelli, 2015
- Capriglione F., "Globalization, Financial Crisis and Markets: Reality to Be Considering" (Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere), Concorrenza e Mercato, Forthcoming, 2012.
- Capriglione F., "Manuale di diritto bancario e finanziario", Cedam, 2015.
- Capriglione F., "Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza", Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2016.
- Cesari R., "Introduzione alla finanza matematica", Springer, 2009
- Cugia F., "Gli strumenti derivati tra aleatorietà e obblighi di informazione", Università degli studi di Cagliari, 2012.
- Consob, Decreto Legislativo 58/1998, consultabile su www.consob.it.
- Consob, Regolamento n.16190/2007, successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008 e n. 17581 del 3 dicembre 2010, consultabile su www.consob.it
- Fogliata I. "L'impatto del regolamento EMIR sui contratti derivati in corso e futuri", Rivista diritto bancario, 2014, consultabile su www.dirittobancario.it.
- Griffi U. "I contratti derivati: nozione tipologia e peculiarità del contenzioso", Rivista diritto bancario, 2012, consultabile su www.dirittobancario.it.
- Hull J.C., "Opzioni, futures, e altri derivati", Pearson, 2015.
- Il Parlamento Europeo e il Consiglio dell'Unione Europea, Regolamento UE n.648/2012, pubblicato su *Gazzetta ufficiale n. L 201 del 27/07/2012 pag. 0001 – 0059*.
- Il Parlamento Europeo e il consiglio dell'Unione Europea, Direttiva UE 2014/65, consultabile su <http://eur-lex.europa.eu>.
- Lemma V., "The derivatives of italy", Law and Economics early review, 2013, consultabile su <http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk/>.
- Lemma V., "The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets", Palgrave Macmillan, 2016
- Malvestiti A., "il contenzioso in materia di derivati", Supplemento Altalex Quotidiano, 2013, consultabile su www.altalex.it.

- Maci G., *"I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali"*, Foggia, Edizioni scientifiche italiane, 2009.
- Minton B., Stulz R., Williamson R., *"how much banks use credit derivatives to reduce risk?"*, National Bureau of economics research, 2005.
- Modesti M. *"La relazione banca-cliente: criticità, rimedi e modalità di composizione delle controversie"*, Luiss Guido Carli, 2015.
- Morlino. S., *"La Product Governance nel nuovo regime MiFID II"*, Rivista diritto bancario, 2015, consultabile su www.dirittobancario.it.
- Mottura C., *"Derivati e enti locali: commissioni o ipotesi implicite? Il caso del Long Term Collar Swap"*, 2009 .
- International Accounting Standards Board, *Principi contabili internazionali, IAS 39*.
- Pellegrini M., *"Le controversie in materia bancaria e finanziaria"*, Cedam, Padova, 2007 .
- Pellegrini M., *"Financial derivatives. Regulation and disputes in the Italian legal order"*, Law and Economics early review, 2013 consultabile su <http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk/>.
- Pellegrini M., *"I derivati dei comuni italiani nella valutazione dell'Alta Corte di Giustizia Inglese"*, Rivista trimestrale del diritto dell'economia, 2014, consultabile su <http://www.fondazionecapriglione.luiss.it>.
- Rutigliano M., *"L'analisi del bilancio delle banche"*, Egea, 2012.
- Signorini L.F., *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Camera dei Deputati, 2015, consultabile su www.bancaditalia.it.
- Troiano V. e Motroni M., *"La MiFID II, rapporti con la clientela-regole di governance-mercato"*, Cedam, 2015.

Sitografia

www.derivati.info

www.dirittobancario.it

www.altalex.com

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.bancadiitalia.it

www.ilcaso.it

www.fondazione-capriglione.luiss.it

www.euribor.it

www.laweconomicsyearlyreview.org.uk

www.leg16.camera.it

www.eur-lex.europa.eu

Sintesi

Capitolo 1

Gli strumenti derivati vengono definiti dalla Borsa italiana come “Strumenti finanziari il cui valore dipende ("deriva") dal valore di un'altra attività finanziaria o reale (attività sottostante).”

La legge li definisce all'art. 1 comma 2 del t.u.f dove indica che per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti finanziari compresi nell'elenco previsto dal secondo comma, lett. d, e, f, g, h, i, j, nonché gli strumenti previsti dall'art.1 comma 1 bis del t.u.f.

La normativa italiana non propone una definizione univoca di tali strumenti ma un elenco di contratti che, in base ad alcune caratteristiche comuni, vengono riportati a tale categoria.

I contratti derivati, quindi, non costituiscono un numero chiuso ma, grazie a questa scelta legislativa, rappresentano una categoria flessibile, in grado di recepire prontamente i cambiamenti della prassi finanziaria.

In questi strumenti di ingegneria finanziaria, il rischio non viene trasferito da una persona all'altra, ma dovrebbe gravare ,indistintamente, su entrambi i soggetti che stipulano il contratto senza che sia possibile stabilire ex-ante quale sarà il contraente che dovrà eseguire l'operazione e nemmeno l'ammontare della stessa²⁰⁶.

Infatti l'elemento caratterizzante tale tipologia di contratto, dal punto di vista giuridico, è senza dubbio l'aleatorietà.

Possiamo classificare i contratti derivati in differenti tipologie a seconda:

- della loro negoziazione in mercati regolamentati o non regolamentati (*over the counter*);
- in base all'entità di riferimento nel contratto;
- in base alla complessità dello strumento finanziario;

Gli strumenti negoziati in mercati regolamentati hanno la caratteristica di essere standardizzati e, pertanto, sottratti all'autonomia contrattuale.

Al contrario, i contratti negoziati *over the counter* (OTC) sono liberamente negoziati dalle parti e, quindi, altamente personalizzabili e rischiosi.

In base all'entità di riferimento si distingue tra *commodities* e *financial derivatives*. I primi sono contratti derivati il cui sottostante è rappresentato da una merce quale il petrolio, il grano, l'oro, etc.

²⁰⁶ Cfr. Alessandra Malvestiti, *Il contenzioso in materia di contratti derivati*, supplemento altalex quotidiano, 2013

I *financial derivatives* sono invece caratterizzati dalla presenza di un'attività finanziaria come sottostante.

Infine, in base alla complessità dello strumento finanziario è possibile distinguere tra contratti aventi una struttura elementare e in genere standardizzata, chiamati *plain vanilla*, e quelli così detti esotici che sono il prodotto dell'ingegnerizzazione finanziaria di diverse tipologie di derivati e che nell'ultimo decennio hanno avuto un enorme sviluppo anche in termini di complessità.

Gli intermediari finanziari utilizzano gli strumenti derivati principalmente per finalità di copertura da un rischio, ma possono utilizzarli anche a fini speculativi o di arbitraggio.

Nel primo caso si intende proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate nei prezzi di mercato.

Utilizzandoli a fini speculativi si prova a realizzare un profitto basandosi sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante.

Per arbitraggio, infine, si intende l'ottenimento di un profitto privo di rischio realizzato sfruttando un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante;

Il periodo che abbiamo passato negli ultimi trenta anni è stato caratterizzato da alcuni elementi²⁰⁷: integrazione dei mercati finanziari e liberalizzazione dei movimenti di capitale, armonizzazione sul fronte regolamentare, privatizzazione del sistema finanziario, liberalizzazione dell'attività di intermediazione.

Secondo l'impostazione teorica prevalente, l'integrazione dei mercati, il loro sviluppo e il prevalere di una gestione privatistica da parte degli operatori sarebbero in grado di garantire un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie con un effetto positivo per il funzionamento dell'economia.

Lo sviluppo degli strumenti derivati si colloca all'interno di questa linea di sviluppo dei mercati finanziari internazionali. Secondo la teoria finanziaria, l'utilizzo dei derivati amplierebbe i mercati aumenterebbe le possibilità che gli operatori hanno di coprirsi dal rischio e questo dovrebbe rendere i mercati più efficienti nell'allocare le risorse finanziarie e nel garantire un corretto funzionamento dell'economia.

²⁰⁷ Cfr E. Bonucci, "Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati", Camera dei Deputati, 2015

Capitolo 2

Il bilancio bancario ha un ruolo centrale nel sistema informativo volto a rappresentare in maniera veritiera e corretta la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di soggetti che esercitano un'attività riservata e sono sottoposti ad uno specifico regime di supervisione per la tutela del risparmio ad essi affidato.²⁰⁸

Gli strumenti derivati, in un istituzione finanziaria, vengono utilizzati prevalentemente con finalità di trading o di copertura di un rischio finanziario.

Attraverso una strategia di trading una banca ha l'obiettivo di lucrare, con un effetto leva, sulla variazione del valore delle variabili sottostanti i derivati utilizzati; quando la strategia è di copertura, invece, l'obiettivo è quello di sterilizzare in bilancio l'effetto derivante dall'oscillazione di variabili di mercato. Nell'ambito delle proprie politiche di gestione del rischio, una banca identifica i motivi strategici che sottendono l'acquisto, il mantenimento in portafoglio e la negoziazione degli strumenti derivati. In caso di copertura, la banca deve formalizzare una politica che esplicita le finalità delle operazioni di copertura nonché le modalità di valutazione e misurazione dell'andamento di tale strategia lungo tutta la vita della relazione di copertura²⁰⁹.

In bilancio i valori patrimoniali ed economici degli strumenti utilizzati a fini speculativi sono rappresentati alle seguenti voci:

- Stato patrimoniale:²¹⁰
 - Attivo-Voce 20 “Attività finanziarie detenute per la negoziazione”.
 - Passivo-Voce 40 “Passività finanziarie di negoziazione”.

I derivati di copertura²¹¹ si distinguono perché l'intento che viene perseguito attraverso l'uso dello strumento è quello di proteggersi dai seguenti rischi:²¹² rischio di interesse, rischio di cambio, rischio di liquidità, rischio di mercato e rischio di credito.

In riferimento al rischio di tasso d'interesse è possibile distinguere tre tipologie di copertura, rilevanti anche per la differente rappresentazione in bilancio: *micro-hedging* di singole posizioni, *micro-hedging* di portafoglio, *macro-hedging*.

²⁰⁸ Cfr. Lemma-Troisi, *I bilanci bancari*, in AA. VV. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. Capriglione (a cura di), Padova, 2015.

²⁰⁹ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.105.

²¹⁰ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106.

²¹¹ Definizione dello IAS 39: Uno strumento di copertura è un derivato designato o (limitatamente ad una operazione di copertura del rischio di variazioni nei tassi di cambio di una valuta estera) una designata attività o passività finanziaria non derivata il cui fair value (valore equo) o flussi finanziari ci si aspetta compensino le variazioni nel fair value (valore equo) o nei flussi finanziari di un designato elemento coperto (paragrafi 72-77 e Appendice A paragrafi AG94-AG97 sviluppano la definizione di uno strumento di copertura).

²¹² Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106.

Gli strumenti destinati al *micro-hedging* sono rappresentati in bilancio alle seguenti voci:²¹³

- Stato patrimoniale:
 - Attivo-Voce 80 “*Derivati di copertura*”;
 - Passivo-Voce 60 “*Derivati di copertura*”;
 - Passivo-Voce 130 ovvero 140 nel bilancio consolidato “*Riserva di valutazione*”;
- Conto economico: Voce 10 “*Interessi attivi e proventi assimilati*” e 20 “*Interessi passivi e oneri assimilati*”;
- Conto economico: Voce 90 “*Risultato netto dell’attività di copertura*”;

Gli strumenti utilizzati per la copertura macro sono rappresentati in bilancio alle seguenti voci:²¹⁴

- Stato patrimoniale:
 - Attivo-Voce 90 “*Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica*”²¹⁵;
 - Passivo-Voce 70 “*Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica*”;
- Conto economico: Voce 10 “*Interessi attivi e proventi assimilati*” e 20 “*Interessi passivi e oneri assimilati*”;
- Conto economico: Voce 90 “*Risultato netto dell’attività di copertura*”;

Nel corso del tempo, l’ingegneria finanziaria ha dato vita a strumenti derivati di crescente complessità.

Si distinguono strumenti *plain vanilla* (IRS, *Forwrad*, *Cap*, *Floor*) caratterizzati da una struttura abbastanza semplice, strumenti esotici (opzioni con barriera, asiatiche, *cliquet*), più complessi e diversificabili, e strumenti strutturati, finalizzati, di solito, alla copertura di rischi connessi a debiti strutturati detenuti in portafoglio.

In particolare, è molto diffusa l’emissione di obbligazioni con strutture complesse, i cui indici sono collegati a parametri non strettamente correlati con i tassi d’interesse di mercato.

In questa situazione la banca ha a disposizione due opzioni contabili alternative:²¹⁶

- Scorporare il derivato implicito nello strumento ospite, classificare quest’ultimo nella voce 30 del passivo “*Titoli in circolazione*”;

²¹³ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

²¹⁴ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

²¹⁵ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.107

²¹⁶ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.106

- Decidere di non scorporare il derivato e di classificare l'intero strumento nella voce 50 del passivo “ Passività finanziarie *valutate al fair value*”;

Con l'espressione *fair value option* si intende la possibilità di valutare al *fair value*, con effetto a conto economico, qualsiasi strumento finanziario, al di fuori di quelli strumenti che devono essere comunque valutati al *fair value*, quando tale designazione riduce o elimina un *accounting mismatch*. È importante sottolineare due differenze tra la *fair value option* e *l'hedge accounting*:²¹⁷

- La *fair value option* è più adatta a rappresentare portafogli di attività e passività gestite in modo unitario in relazione ad un rischio, mentre *l'hedge accounting* è più adatto a evidenziare i legami esistenti tra un solo strumento di copertura finanziaria e il relativo derivato di copertura;
- Il *fair value hedge* permette la copertura e la sterilizzazione a conto economico tramite variazioni di pari importo e segno opposto del derivato e dell'attività/passività coperta, di uno o più fattori di rischio. La *fair value option*, diversamente, valuta l'attività/passività coperta al suo *fair value* pieno e, pertanto, considera non solo la variazione del fattore di rischio da cui la banca intende proteggersi ma anche altri fattori di rischio che non sono oggetto di copertura e sterilizzazione;

In bilancio i valori connessi alla *fair value option* sono rappresentati nelle seguenti voci:²¹⁸

- Stato patrimoniale:
 - Attivo-Voce 20 “Attività finanziarie detenute per la negoziazione”;
 - Passivo-Voce 40 “Passività finanziarie di negoziazione”;
- Stato patrimoniale:
 - Attivo- Voce 30 “Attività finanziarie valutate al *fair value*”;
 - Passivo-Voce 50 “ Passività finanziarie valutate al *fair value*”;
- Conto economico: Voce 10 “Interessi attivi e proventi assimilati” e 20 “Interessi passivi e oneri assimilati”;
- Conto economico: Voce 110 “Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value*”;

Il *fair value* viene determinato attraverso l'utilizzo di prezzi acquisiti dal mercato nel caso di strumenti quotati in mercati attivi²¹⁹.

²¹⁷ Cfr. Parisotto, *IAS 39:un principio contabile tormentato*, 2012, visionabile su www.dirittobancario.it.

²¹⁸ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.108.

In assenza di una quotazione su mercato attivo o di un mercato regolarmente funzionante il *fair value* degli strumenti finanziari derivati viene determinato sulla base di tecniche di valutazione.

Nel bilancio bancario vengono infatti riportate tutta una serie di informazioni che consentono da un lato di comprendere la rilevanza per la banca della singola tipologia di rischio e dall'altro di valutare il sistema di gestione e monitoraggio attualmente in uso.

In particolare in relazione al rischio di mercato, le banche utilizzano due sistemi : *l'asset liability management* (ALM) e il *value at risk*(VAR).

Il modello ALM consente di effettuare analisi di sensitività e di porre in essere i necessari correttivi attraverso i derivati di copertura, anche nel caso in cui il rischio di tasso è legato a particolari clausole contrattuali che determinano un variazione di tasso sugli impieghi in presenza di determinati andamenti dei tassi di mercato.²²⁰

Il *Value at risk* è una misura statistica del rischio di mercato. Viene definito come la misura di massima perdita "potenziale" che un portafoglio può subire con una certa probabilità su un determinato orizzonte temporale.

Le informazioni relative alle suddette analisi sono riportate nella parte E della nota integrativa del bilancio di una banca.

Le informazioni relative alle suddette analisi, nonché quelle riguardanti i rischi e le modalità di gestione di essi, sono riportate nella parte E della nota integrativa del bilancio di una banca.

²¹⁹ Indicazione contenuta nello IAS 39 al paragrafo 48 rubricato *Considerazioni sul criterio di valutazione al fair value*.

²²⁰ Cfr. Motta-Ferrero, *cit.*, p.114.

Capitolo 3

I rischi che maggiormente si presentano durante lo svolgimento dell'attività bancaria sono: rischio di interesse, rischio di cambio, rischio di liquidità, rischio di mercato e rischio di credito.

- Il rischio di liquidità viene definito come il rischio che corre una controparte nel caso in cui non riesca a reperire i fondi necessari a far fronte alle proprie obbligazioni alle data di scadenza delle stesse²²¹. I derivati possono far emergere significative tensioni di liquidità;
- Il rischio di mercato viene definito come il rischio relativo agli effetti impreveduti sul valore di mercato di attività e passività prodotti da variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e da altri prezzi delle attività.
L'utilizzo dei derivati permette di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando perdite guadagni derivanti dal mercato con perdite/guadagni derivanti dall'utilizzo di tali strumenti;
- Il rischio di credito viene definito come il rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale²²². Le banche gestiscono il rischio di credito attraverso una scrupolosa valutazione sull'affidabilità di chi richiede un prestito, creando un fondo di recupero crediti, oppure chiedendo garanzie. Una via alternativa ma altrettanto efficiente è rappresentata dall'utilizzo degli strumenti derivati rivolti al credito, detti *credit derivatives*;
- Il rischio di cambio è il rischio legato ad una variazione del rapporto di cambio tra due valute, che incide sul valore di un bene espresso in una valuta estera²²³. Validi strumenti di copertura (*hedging*) contro indesiderate variazioni nei tassi di cambio sono gli strumenti derivati su valute²²⁴;
- Il rischio di tasso di interesse viene definito come il rischio che si manifesta in variazioni del valore degli *asset interest-sensitive* di una modifica della struttura per scadenza dei tassi di interesse. Le banche utilizzano i derivati sui tassi d'interesse per proteggersi dai rischi di aumento/diminuzione di quest'ultimo;

²²¹ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

²²² Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

²²³ Definizione tecnica fornita da Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

²²⁴ Cfr. Glossario Finanziario, visionabile su www.borsaitaliana.it.

Nei contratti di *Interest Rate Swap* due controparti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo definito al momento della stipula, flussi d'interesse indicizzati in maniera differente, calcolati su un capitale, detto nozionale, identico per entrambi²²⁵.

Di solito le società non finanziarie non entrano direttamente in contatto tra loro ma ognuna tratta con un intermediario finanziario. Gli *swap* più comuni sono strutturati in maniera tale che la banca guadagni 3-4 punti base per ogni coppia di *swaps* di segno opposto²²⁶.

Questa tipologia di opzioni viene utilizzata dagli agenti economici per gestire al meglio il rischio derivante dalle variazioni dei tassi d'interesse, è negoziata sui mercati OTC ed ha come controparte diretta l'intermediario finanziario²²⁷.

Esistono opzioni che concedono il diritto ad incassare un determinato tasso d'interesse (*tasso strike*) ad una certa data, e opzioni che, al contrario, concedono il diritto a pagare un determinato tasso d'interesse.

Possiamo quindi distinguere tre tipologie di opzioni sui tassi d'interesse.²²⁸

- *Interest rate Cap*;
- *Interest rate Floor*;
- *Interest rate Collar*;

Le opzioni di tipo *cap* permettono all'acquirente dell'opzione di incassare, al momento stabilito nella stipula del contratto, la differenza tra il tasso variabile di riferimento scelto e il tasso *strike* predeterminato.

Un'opzione *floor* permette all'acquirente di incassare, alla data di scadenza stabilita nel contratto, la differenza, se negativa, fra il tasso variabile di riferimento e il tasso *strike*.

Un'opzione *collar* è una combinazione di un'opzione *cap* e un'opzione *floor* con tassi *strike* differenti.

Questo tipo di strumento viene utilizzato per fissare un minimo ed un massimo alle variazioni dei tassi di interesse relativi ad una certa passività, ed è quindi uno degli strumenti più utili per gli intermediari finanziari.

Il *collar swap* rappresenta uno strumento derivato strutturato composto da un tipico IRS su tasso d'interesse e da un'opzione *collar*. Questo genere di contratto genera uno scambio di flussi finanziari a tasso fisso, solitamente pagati dalla banca, sul capitale nozionale contro

²²⁵ Cfr. Hull, *cit.*, p.164.

²²⁶ Cfr. Hull, *cit.*, p.166.

²²⁷ Cfr. Hull, *cit.*, p.83.

²²⁸ Cfr. Hull, *cit.*, p.84.

flussi calcolati a tassi variabili la cui oscillazione è compresa all'interno di un *range* predeterminato la cui soglia massima è detta *call* e quella minima *floor*²²⁹.

le operazioni in contratti derivati su valute si configurano come contratti di compravendita delle stesse ad un prezzo “a termine” che viene già fissato alla data di stipula del prodotto finanziario.

Le banche partecipano molto spesso in operazioni derivate su valute in qualità di *market makers*.

I prodotti derivati su azioni o indici azionari sono strumenti finanziari il cui valore deriva o dipende dall'andamento del valore dell'azione o dell'indice azionario sottostante. Spesso i derivati su azioni e indici sono utilizzati in emissioni obbligazionarie, come nel caso per esempio dei prodotti strutturati, delle *index linked*.

Nel mercato dei derivati creditizi i soggetti che ricoprono un ruolo di primo piano sono sicuramente le banche, che operano sia come venditori di protezione, ma anche e soprattutto come acquirenti.

Le banche commerciali che tradizionalmente svolgono il compito di prestare denaro assumendosi il rischio di credito, hanno introdotto questa tipologia di strumenti al fine di poter gestire attivamente il loro portafoglio creditizio e trasferire il rischio di altri soggetti disposti ad assumerlo, in modo tale da poter ridurre la concentrazione del rischio nei propri portafogli²³⁰.

Al contrario, le banche di investimento si sono introdotte nel mercato dei derivati creditizi prevalentemente allo scopo di diversificare maggiormente il portafoglio delle loro attività, e cercare un incremento della redditività patrimoniale. Operano come *dealers* per garantire liquidità al mercato e sono disposti ad assumere il rischio di credito nel proprio *trading book*, cercando poi di utilizzare i derivati creditizi come strumenti di copertura; sostanzialmente operano sia come compratori che come venditori della protezione²³¹.

I derivati creditizi maggiormente diffusi sono: *Credit Default swap*, *Credit default option*, *Totale return swap*, *Credit linked note*, *Credit spread swap*, *Credit spread option*.

²²⁹ Cfr. Hull, *cit.*, p.821.

²³⁰ Cfr. Hull, *cit.*, p.598.

²³¹ Cfr. Hull, *cit.*, p.602.

Capitolo 4

I principi fondamentali in materia di obblighi per gli intermediari finanziari sono tracciati dall'art.21 comma 1 lett.b del t.u.f.²³², che delinea i principi di diligenza, correttezza, trasparenza nonché il principio della corretta acquisizione delle informazioni da parte del cliente.

Le regole contenute nell'art.21 t.u.f hanno portata generale e rappresentano *standard* di comportamento e di organizzazione a cui le banche devono attenersi in tutte le manifestazioni dell'attività di impresa

I regolamenti Consob che hanno attuato i principi enunciati nell'art.21 sono: il regolamento 11522/98 e il regolamento 16190/2007 che ha abrogato e sostituito il precedente.

Riguardo i servizi di investimento e accessori il primo regolamento stabiliva:

- All'art.26²³³ i principi generali ai quali un intermediario avrebbe dovuto attenersi al fine di operare in *compliance* con la normativa di settore specificato;
- nei seguenti articoli, i doveri da rispettare nella fase precontrattuale,

Il secondo regolamento Consob sopracitato ricalca i medesimi principi del precedente regolamento, specificando il principio di diritto europeo²³⁴ relativo all'obbligo di distinzione tra informazione finanziaria e informazione pubblicitaria.

Il Regolamento EMIR (Regolamento UE 648/2012) delinea un quadro normativo comune nel settore dei derivati OTC con il principale scopo di accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare sugli strumenti negoziati fuori dai mercati regolamentati.

Di fatto, verrà a crearsi un database centralizzato che finalmente censirà nel dettaglio il mercato dei derivati *over the counter*. Tale mercato dovrebbe quindi divenire più definito per dimensioni e caratteristiche, più trasparente ma soprattutto più vigilato con vantaggio di riduzione dei rischi sistemici²³⁵.

²³² Art. 1 comma 1 lett. b) del Decreto Legislativo 58/1998: Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

²³³ Art. 26 Regolamento Consob n. 11522/98 rubricato Regole generali di comportamento.

²³⁴ Art. 19 paragrafo 2 Direttiva 2004/39, visionabile su www.europa.eu.

²³⁵ Cfr. Fogliata, *L'impatto del regolamento EMIR sui contratti derivati in corso e futuri*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, visionabile su www.dirittobancario.it.

La direttiva MIFID II con lo scopo di rafforzare la precedente normativa introduce novità molte novità. Uno degli obiettivi più rilevanti della direttiva MIFID II è rappresentato dalla tutela degli investitori.

Le più importanti novità in materia di intermediari sono la *product governante* e la *product intervention*.

La disciplina relativa al governo dei prodotti è al momento contenuta unicamente in quattro passaggi della MiFID II: nel art. 71, nell' art. 16 paragrafo 3, nell'art. 24 e nell'art. 9²³⁶.

In primo luogo viene espressamente stabilito che l'intermediario deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti alla quale fornire prodotti e servizi.

In secondo luogo viene chiarito che l'intermediario che realizza strumenti finanziari garantisce che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze dei clienti finali ed adotta tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato²³⁷.

In terzo luogo, al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, l'intermediario quando offre o raccomanda ai clienti strumenti finanziari che non ha proceduto a realizzare deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto.

Inoltre, quando l'intermediario offre o raccomanda un prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di Governo dei Prodotti o da imprese di paesi terzi deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sul prodotto.

Infine, viene espressamente chiarito che la disciplina sul Governo dei Prodotti si aggiunge e non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse ed agli incentivi

²³⁶ Cfr. Morlino, *La product governante nel nuovo regime Mifid II*, 2015, su www.dirittobancario.it.

²³⁷ Cfr. art.71 della Direttiva 2014/65, visionabile su www.europa.eu.

Capitolo 5

Per rendere l'idea della complessità e del lavoro che c'è dietro la valutazione di ogni contratto derivato andiamo ad analizzare un contratto di tipo IRS con *collar* tra una banca ed un ente locale italiano.

Al fine di identificare un quadro normativo di riferimento in materia è bene ricordare che le municipalità italiane hanno iniziato ad utilizzare tali strumenti finanziari derivati a partire dalla metà degli anni 90, e l'assenza di una forma di regolamentazione speciale in materia, ha permesso il crearsi di situazioni operative differenziate nelle quali è prevalso talvolta l'utilizzo improprio di tali strumenti²³⁸.

Con queste premesse si sono formate operazioni che appaiono finalizzate a rinviare a tempi futuri il peso attuale dei debiti delle Amministrazioni comunali tralasciando la finalità in essere del contratto derivato di copertura del debito.

Infatti la legge 27 dicembre 2013, n. 147 Ha reso definitivo il divieto per gli Enti locali di effettuare operazioni in derivati (salvo limitate eccezioni) .²³⁹

Il derivato che andiamo ad osservare è un contratto di tipo IRS con *collar swap* aventi le seguenti caratteristiche:

- Capitale: 40.436.337,60
- Data di negoziazione: 22/07/2005
- Data iniziale: 30/06/2005
- Data finale: 31/12/2024
- Importo *Upfront*: 400.000
- Valuta di regolamento *UpFront*: 26/07/2005

²³⁸ Cfr. Pellegrini ,/I derivati dei comuni italiani nella valutazione dell'Alta Corte di Giustizia Inglese,2014, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2014, n. 2, p. 83.

²³⁹ Cfr. Pellegrini , *op.cit.*, p.85.

Analizzando il punto di vista della banca, questa dovrà pagare i seguenti tassi:

Tabella 1

Da	A	Tasso	Nominale
giovedì 30 giugno 2005	sabato 31 dicembre 2005	4,6224	€ 40.436.337,60
sabato 31 dicembre 2005	venerdì 30 giugno 2006	4,6225	€ 40.291.909,83
venerdì 30 giugno 2006	domenica 31 dicembre 2006	4,6226	€ 40.145.300,00
domenica 31 dicembre 2006	sabato 30 giugno 2007	4,6227	€ 39.996.547,67
sabato 30 giugno 2007	lunedì 31 dicembre 2007	4,6228	€ 39.846.331,23
lunedì 31 dicembre 2007	lunedì 30 giugno 2008	4,6229	€ 39.691.867,88
lunedì 30 giugno 2008	mercoledì 31 dicembre 2008	4,6230	€ 39.538.395,14
mercoledì 31 dicembre 2008	martedì 30 giugno 2009	4,6231	€ 39.385.032,33
martedì 30 giugno 2009	giovedì 31 dicembre 2009	4,6232	€ 39.231.437,22
giovedì 31 dicembre 2009	mercoledì 30 giugno 2010	4,6233	€ 39.078.265,22
mercoledì 30 giugno 2010	venerdì 31 dicembre 2010	4,6234	€ 38.925.144,17
venerdì 31 dicembre 2010	giovedì 30 giugno 2011	4,6235	€ 38.772.241,21
giovedì 30 giugno 2011	sabato 31 dicembre 2011	4,6236	€ 38.619.279,05
sabato 31 dicembre 2011	sabato 30 giugno 2012	4,6237	€ 38.466.173,52
sabato 30 giugno 2012	lunedì 31 dicembre 2012	4,6238	€ 38.312.873,46
lunedì 31 dicembre 2012	domenica 30 giugno 2013	4,6239	€ 38.159.429,53
domenica 30 giugno 2013	martedì 31 dicembre 2013	4,6240	€ 38.005.786,01
martedì 31 dicembre 2013	lunedì 30 giugno 2014	4,6241	€ 37.851.786,24
lunedì 30 giugno 2014	mercoledì 31 dicembre 2014	4,6242	€ 37.697.323,59
mercoledì 31 dicembre 2014	martedì 30 giugno 2015	4,6243	€ 37.542.444,93
martedì 30 giugno 2015	giovedì 31 dicembre 2015	4,6244	€ 37.387.037,36
giovedì 31 dicembre 2015	giovedì 30 giugno 2016	4,6245	€ 37.231.094,09
giovedì 30 giugno 2016	sabato 31 dicembre 2016	4,6246	€ 37.075.136,16
sabato 31 dicembre 2016	venerdì 30 giugno 2017	4,6247	€ 36.918.909,27
venerdì 30 giugno 2017	domenica 31 dicembre 2017	4,6248	€ 36.762.514,94
domenica 31 dicembre 2017	sabato 30 giugno 2018	4,6249	€ 36.605.800,33
sabato 30 giugno 2018	lunedì 31 dicembre 2018	4,6250	€ 36.448.729,97
lunedì 31 dicembre 2018	domenica 30 giugno 2019	4,6251	€ 36.291.260,58
domenica 30 giugno 2019	martedì 31 dicembre 2019	4,6252	€ 36.133.445,77
martedì 31 dicembre 2019	martedì 30 giugno 2020	4,6253	€ 35.975.152,88
martedì 30 giugno 2020	giovedì 31 dicembre 2020	4,6254	€ 35.816.452,66
giovedì 31 dicembre 2020	mercoledì 30 giugno 2021	4,6255	€ 35.657.320,07
mercoledì 30 giugno 2021	venerdì 31 dicembre 2021	4,6256	€ 35.497.750,02
venerdì 31 dicembre 2021	giovedì 30 giugno 2022	4,6257	€ 35.337.722,09
giovedì 30 giugno 2022	sabato 31 dicembre 2022	4,6258	€ 35.177.233,28
sabato 31 dicembre 2022	venerdì 30 giugno 2023	4,6259	€ 35.016.382,71
venerdì 30 giugno 2023	domenica 31 dicembre 2023	4,6260	€ 34.855.070,41
domenica 31 dicembre 2023	domenica 30 giugno 2024	4,6261	€ 34.693.314,93
domenica 30 giugno 2024	martedì 31 dicembre 2024	4,6262	€ 34.531.122,18

240

Allo stesso tempo la banca riceve dall'ente nelle stesse date rilevate nella tabella 1 un tasso di interesse variabile con livello minimo e massimo, calcolati sul capitale residuo ad inizio del periodo di riferimento, che dipende dal tasso *Euribor* a 6 mesi rilevato all'inizio della semestralità così definito:

- Se il tasso *Euribor* a 6 mesi è inferiore o uguale al 2,00 %, la banca pagherà un tasso fisso compreso tra il 4,62% e il 4,65% e il comune pagherà un tasso del 4,40% ;
- Se il tasso *Euribor* è compreso tra il 2,00% e il 5,90% la banca pagherà un fisso compreso tra il 4,62% e 4,65% mentre il comune pagherà un variabile compreso tra il 3,45% e 7,35%;
- Se il tasso *Euribor* a 6 mesi è superiore o uguale al 5,90%, la banca pagherà un tasso fisso compreso tra il 4,62% e 4,65% mentre il comune pagherà un tasso del 7,35%;

Una tecnica che meglio permette di analizzare il contratto in essere è l'*unbuilding* dell'operazione, ovvero la sua scomposizione in più livelli che permette di osservare le componenti elementari dello swap.

Il primo livello di scomposizione nasce dalla constatazione che un opzione *cap* può essere intesa come un portafoglio di opzioni *call* così come un opzione *floor* può essere intesa come un portafoglio di opzioni *put*.

Un secondo livello di composizione può essere raggiunto utilizzando le opzioni binarie sulla base della considerazione che qualunque tipologia di opzioni può essere ricondotta a tale tipologia di strumenti finanziari.

Cfr. http://ww2.gazzettaamministrativa.it/opencms/opencms/_resources/_documenti/DERIVATI_PERIZIA_QUANTITATIVA.pdf

Quindi, possiamo schematizzare le componenti del contratto in questo modo:

- Flusso di cassa a credito per la banca formato da una componente a tasso variabile (Euribor a 6 mesi) e da una componente definita da una clausola accessoria aleatoria;
- Flusso di cassa a debito per la banca formato da un'unica componente a tasso fisso;

Il contratto IRS con *collar* può essere rappresentato come un portafoglio di attività e passività caratterizzato da:

- Un flusso a debito per la banca a tasso di interesse fisso secondo uno schema previsto a livello contrattuale;
- Un flusso a credito per la banca indicizzato al tasso euribor 6 mesi con clausola accessoria;

Tale clausola può essere interpretata nei seguenti modi:

- Opzione *collar* senza nessuna scomposizione;
- Portafoglio di opzioni *cap* e *floor*;
- Portafoglio di opzioni *call* e *put*;
- Portafoglio di opzioni binarie del tipo *cash or nothing* e *asset or nothing*;

Ricordando che tutte le opzioni sono scritte sul tasso *Euribor* a sei mesi rilevato sul mercato ad inizio del periodo di riferimento per la liquidazione del differenziale.

Si evidenzia che il derivato non apporta nessun beneficio in termini di mitigazione del rischio ed anzi introduce un elemento di variabilità dei pagamenti che prima del contratto non era presente.

Ci si trova di fronte ad un derivato che non ha nessuna ragione di esistere perché non apporta nessun beneficio e non permette una corretta gestione dei rischi. Al contrario, espone il comune a delle possibili perdite future legate all'andamento dei tassi d'interesse.

Da sottolineare infine, che nonostante l'operazione molto rischiosa, al giorno d'oggi questo può essere considerato uno dei contratti meno compromettenti realizzati da un ente locale.

Infatti, come possiamo vedere alla Tabella 3, i flussi di cassa scambiati fino al giorno d'oggi sarebbero, per la maggior parte, in sfavore della banca.