

Per effetto di recenti pronunzie di alcuni Tribunali di merito favorevoli agli investitori si va delineando un ampio contenzioso

Derivati: assicurazione o scommessa?

di Giuseppe Amato



Giuseppe Amato

Il tema dei derivati è sempre più attuale. E' degli scorsi giorni la notizia della multa da 2,12 milioni di euro deliberata da Consob in capo ad un importante gruppo bancario che aveva negoziato in conto proprio strumenti derivati non regolamentati, senza avere predisposto procedure idonee a garantire l'efficiente, ordinata e corretta prestazione di servizi di investimento.

Ancora una volta, dunque, l'attenzione dell'autorità di controllo si è concentrata sulle modalità attraverso le quali taluni istituti di credito distribuiscono alle imprese ed agli enti territoriali prodotti finanziari la cui commercializzazione è di per sé lecita, sia chiaro, purché proposta a soggetti muniti di un grado di esperienza e conoscenza sufficienti a comprendere le implicazioni che dal loro acquisto possono dipendere ed a condizione che il prodotto negoziato sia rispettoso delle effettive esigenze dell'investitore, siano esse speculative o di copertura.

La carenza di tali condizioni è stata ritenuta causa di invalidità dei contratti per derivati trattati su mercati non regolamentati anche da taluni Tribunali di merito, con la conseguenza che gli imprenditori che hanno agito avanti a tali Giudici per sentirne dichiarare l'inefficacia hanno ottenuto la restituzione di quanto corrisposto alla banca (c.d.: *differenziali negativi*) e sono stati dispensati dall'obbligo di corrispondere la somma che sarebbe presumibilmente maturata a favore dell'istituto di credito alla scadenza del-

l'operazione (c.d. *Mark to Market*). Per meglio comprendere le motivazioni che hanno indotto i Tribunali di Torino, Novara, Brindisi, Arezzo, Venezia e Bergamo ad accogliere le impugnative degli investitori e poter delineare quali scenari si offrano a coloro che intendano valutare se avviare un analogo percorso, è opportuna una sintetica disamina dell'argomento, muovendo proprio dalla definizione dello strumento.

Derivato è considerato ogni strumento finanziario che "deriva" da un'altra operazione e la cui quotazione è basata sul valore di mercato di altri beni o di un prodotto finanziario sottostante. Esistono contratti derivati collegati al prezzo della farina, di *commodities* come il petrolio, derivati del tasso di cambio sui mercati internazionali delle valute (*Currency Swap*) o dell'oscillazione dei tassi di interesse (*Interest Rate Swap*) o della quotazione di azioni o addirittura di un altro derivato. Si tratta di strumenti che affondano

le proprie radici nella metà dell'ottocento, quando furono inventati dagli imprenditori a supporto del commercio quale modalità di perfezionamento dei contratti di compravendita a termine: si stabilisce oggi il pagamento di una merce che sarà però consegnata fisicamente solo *nel futuro*. L'obiettivo di questi strumenti era di ridurre il rischio collegato alla variabilità del prezzo legato all'acquisto o alla vendita di un prodotto o di una materia prima. Di recente i derivati hanno raggiunto una diffusione enorme grazie anche alla globalizzazione dei mercati. L'ingegneria e la finanza creativa hanno creato derivati strutturati basati su qualsiasi variabile, perfino sulla quantità di neve caduta in una determinata zona.

A fianco dei **derivati regolamentati**, che assumono la forma di contratti standard, certificati da enti pubblici e compravenduti su Borse controllate in modo che l'esposizione finanziaria di chi li acquista possa essere costantemente monitorata dai mediatori (le case di compensazione o *clearing houses*) per ridurre al massimo i rischi di insolvenza, esiste un'altra categoria di derivati: si tratta di strumenti finanziari non standardizzati né regolamentati, il cui commercio non è sottoposto ad alcun controllo, ma si svolge a livello mondiale con un semplice accordo tra chi compra e chi vende, senza verifiche sui rischi di insolvenza, senza case di compensazione. Sono i cosiddetti **derivati over the counter (Otc)**, cioè «da banco», trattati su

mercati alternativi alle borse vere e proprie, che costituiscono la forma di strumento finanziario più innovativa, speculativa e rischiosa che i mercati mondiali abbiano mai conosciuto, l'ultima espressione di quella deregulation del denaro sostenuta con la massima decisione dal mondo della finanza.

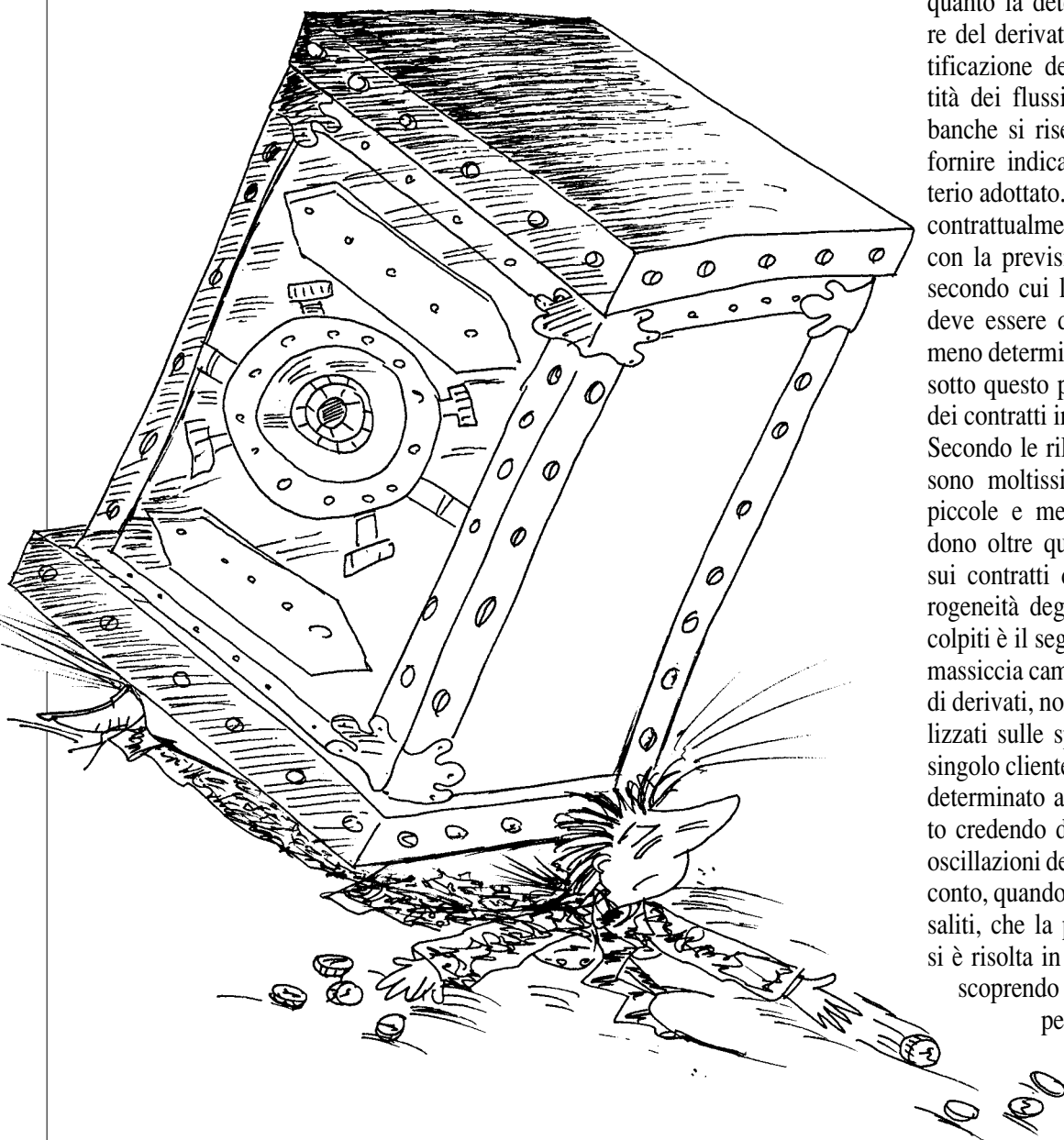
Proprio la mancanza di qualsiasi autorità di controllo rende ancora più rischiosi gli effetti di eventuali posizioni insolventi sul mercato dei derivati Otc. In queste transazioni, infatti, la regola è che la responsabilità della

ricopertura delle posizioni inavase in caso di inadempienza passi da una mano all'altra lungo il percorso delle varie transazioni, senza alcuna rete di sicurezza. E' normale infatti per questo tipo di derivati l'erogazione da parte della banca al cliente in perdita di somme che, sotto il nome di "up-front", altro non sono che finanziamenti per la copertura delle perdite, che ovviamente dovranno essere successivamente restituiti, a condizioni di mercato che possono divenire addirittura peggiori se il sottostante lo impone.

Tale anticipo di somme, insieme alle leve finanziarie spesso applicate sul valore *nozionale* dei contratti - cioè il valore complessivo delle valute, delle merci o dei titoli sottostanti ai derivati - talvolta in unione con la chiusura anticipata contestuale alla stipula di altri derivati a condizioni sempre più rischiose, costituiscono moltiplicatori del rischio che rendono i derivati una vera e propria scommessa, di per sé lecita, purché l'investitore sia consapevole di scommettere e sia edotto della posta in gioco. Tale ultimo presupposto purtroppo raramente si verifica, in quanto la determinazione del valore del derivato, così come la quantificazione delle perdite e dell'entità dei flussi, sono attività che le banche si riservano, senza peraltro fornire indicazione alcuna del criterio adottato. Tale regola, ancorché contrattualmente prevista, contrasta con la previsione del codice civile secondo cui l'oggetto del contratto deve essere determinato o quantomeno determinabile, minando anche sotto questo profilo la tenuta legale dei contratti in esame.

Secondo le rilevazioni di Bankitalia sono moltissime (circa 40.000) le piccole e medie imprese che perdono oltre quattro miliardi di euro sui contratti derivati. Proprio l'eterogeneità degli ambiti e dei settori colpiti è il segno più evidente di una massiccia campagna di distribuzione di derivati, non sempre dunque focalizzati sulle specifiche esigenze del singolo cliente, che in taluni casi si è determinato alla stipula del contratto credendo di assicurarsi contro le oscillazioni dei tassi, per poi rendersi conto, quando i tassi d'interesse sono saliti, che la presunta assicurazione si è risolta in una perdita crescente, scoprendo così di avere inconsapevolmente speculato in

maniera complessa sul movimento dei tassi.



A questo punto le banche, anziché spiegare a quale tipo di "gioco" si fosse sottoposto l'imprenditore, hanno spesso proposto di raddoppiare la scommessa, mediante la rinegoziazione del prodotto con contestuale *up-front*.

In questo scenario si collocano le recenti ed apprezzabili decisioni dei Tribunali che, pur in un quadro giurisprudenziale non uniforme, hanno giudicato «*pericolosa*» l'attività della banca che negozia per conto proprio derivati *over the counter*, trattandosi di operazioni inadeguate stipulate in conflitto di interessi, posto che gli istituti di credito hanno venduto i prodotti in questione ma ne hanno anche intermediato la vendita e posto che l'intermediario che tratta in proprio resta un intermediario e non diventa un controinteressato che possa opporre al cliente il *caveat emptor*. Da ciò può conseguire la responsabilità della banca che abbia cagionato un danno a propri clienti e non sia in

grado di provare di avere adottato la massima diligenza per assicurare che la negoziazione di questi strumenti sia avvenuta in relazione a reali esigenze di copertura oppure a favore di soggetti consapevoli di far ricorso ad una vera e propria scommessa. Così, le posizioni iniziali dei giudici che hanno respinto le domande di coloro che lamentavano di non essere stati adeguatamente informati e quindi di avere sottoscritto l'auto-certificazione di operatore qualificato senza conoscerne le conseguenze ed addirittura dichiarando circostanze false, lasciano man mano spazio a quelle dei Tribunali che hanno accolto le ragioni delle imprese che hanno fatto perno sull'obbligo di una valutazione effettiva da parte della banca dell'esperienza dei clienti, non accontentandosi della dichiarazione autoreferenziale. Apertura, questa, che è possibile riscontrare anche in taluni lodi pronunziati da Collegi

Arbitrali, che per effetto delle clausole compromissorie contenute nella maggior parte dei contratti normativi per derivati sono spesso investiti delle controversie in materia. Tuttavia le esigenze di riservatezza delle banche spesso condizionano la definizione transattiva delle controversie all'assunzione da parte dell'investitore di obblighi di non divulgazione dell'accordo raggiunto.

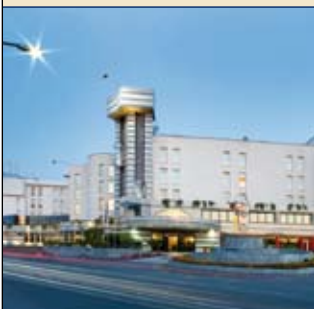
Alle condizioni brevemente qui illustrate si può valutare se agire al fine di ottenere lo scioglimento del contratto ed il risarcimento del pregiudizio subito per conseguenza della stipula di derivati negoziati sino all'entrata in vigore della Mifid, direttiva che dal novembre dello scorso anno dovrebbe scongiurare il pericolo che ignari scommettitori si trovino in futuro nuovamente ad affrontare le aule giudiziarie.

Giuseppe Amato
Avvocato in Brescia



PRESIDENT HOTEL
via Roncadelle, 48
25030 Roncadelle
di Castelmella(Bs)
tel +39 030 2584444
fax +39 030 2780260

www.presidenthotel.it
info@presidenthotel.it



Momenti da ricordare

Matrimoni, anniversari e speciali occasioni
dove la classe e l'eleganza del President Hotel
riservano la migliore ospitalità.

5 ampi saloni:

- Le Kenzie 180 posti
- Althea 280 posti
- Bellis 100 posti
- Peonia 40 posti
- Mythos 200 posti con palco e pista da ballo