

LE ANOMALIE DEI PRODOTTI DERIVATI

I derivati. Una definizione.

Per “strumenti finanziari derivati” si intende un’ampia famiglia di prodotti finanziari che, pur essendo molto diversi tra loro, possiedono una peculiarità comune: come si evince dalla loro stessa etimologia, tali strumenti “*derivano*” dall’andamento di un’attività sottostante (*underlying asset*). I derivati non possiedono quindi un proprio valore “a sè stante”, dato che il loro valore (e conseguentemente anche il prezzo di negoziazione) dipende dalle variazioni future dell’attività a cui sono collegati. Il sottostante può avere diversa natura: può trattarsi di un’attività finanziaria (titolo obbligazionario o azionario, un indice di borsa, tasso di cambio o tasso d’interesse, oppure un altro derivato) o una *commodity* (petrolio, grano, metalli...).

I derivati sono contratti “a termine”: essi prevedono la consegna (o la facoltà di consegnare nel caso delle opzioni) di una determinata quantità di sottostante ad un prezzo e ad una (o più) date prestabilite. Ogni derivato ha quindi per oggetto una “scommessa”: l’alea di tutta l’operazione e la conseguente determinazione dei profitti e delle perdite verte esclusivamente sull’andamento del prezzo futuro dello strumento sottostante.

Il contratto derivato è un “gioco a somma zero”: mediante la sottoscrizione del derivato l’**acquirente** ha l’obbligo (o la facoltà) di acquistare a scadenza il sottostante ad un determinato prezzo, mentre il **venditore** ha l’obbligo di consegnare il sottostante per ricevere il prezzo pattuito. Tale configurazione determina che i profitti dell’acquirente siano le perdite del venditore e viceversa.

Unica eccezione riguarda i derivati “*option style*” attraverso il pagamento di un premio l’acquirente acquisisce il diritto (e quindi non anche il dovere) di comprare (opzioni call) o vendere (opzioni put) una certa quantità di sottostante ad un prezzo prestabilito.

Gli strumenti derivati sono utilizzati nel mondo finanziario con specifiche finalità:

- 1- *Copertura*: ossia ridurre il rischio finanziario di un’attività esistente. Qualora si tema che le attività già detenute possano in futuro subire perdite per variazioni sfavorevoli del sottostante, l’acquisto di derivati può consentire di ridurre o eliminare tali perdite.
- 2- *Speculazione*: al fine esclusivo di trarre profitto da un probabile andamento a rialzo o a ribasso del sottostante.
- 3- *Arbitraggio*: attività principalmente svolta da operatori altamente qualificati che consiste nel trarre un profitto privo di rischio sfruttando scostamenti, tra i prezzi attuali (a pronti) e quelli futuri (a termine) mediante posizioni combinate sul derivato e sul sottostante.

La negoziazione degli strumenti derivati.

I derivati, come molti altri strumenti finanziari, possono essere negoziati sia su mercati regolamentati gestiti dalle autorità di borsa (mercato IDEM per Borsa Italiana) sia “*over the counter*” (OTC) ossia al di fuori dei mercati regolamentati ed in contropartita diretta con un

intermediario finanziario specializzato, tipicamente una istituto di credito; in quest'ultimo caso la banca (o l'intermediario preposto) non si limita a trasmettere l'ordine su un mercato ed agire "in nome e per conto del cliente" guadagnando una commissione di collocamento (come peraltro avviene per qualsiasi altra operazione finanziaria) ma si pone a tutti gli effetti come *controparte contrattuale* dell'operazione sottoscritta dal cliente: il profitto del cliente risulta essere la perdita netta della banca ed il guadagno della banca risulta essere una perdita in capo al cliente.

I derivati *OTC* hanno avuto un'enorme diffusione tra le PMI italiane: fonti Banca d'Italia indicano che a giugno il valore nozionale di tutti i derivati *OTC* sottoscritti in Italia era pari a 9.506 miliardi di dollari; una quota sempre maggiore viene sottoscritta da imprese non finanziarie.

Il lettore si starà certamente chiedendo le motivazioni per le quali un'impresa decida di sottoscrivere un derivato con una Banca piuttosto che rivolgersi al mercato borsistico; le motivazioni sono essenzialmente due.

La prima è legata al fatto che i derivati quotati nel mercato borsistico "*obbediscono ad uno schema negoziale assolutamente predefinito ed imm modificabile*" come dichiarato dall'avv. Emilio Girino nel saggio "*I contratti derivati*¹". Le imprese sono infatti maggiormente interessate a strumenti che possano essere modulati attorno alle proprie esigenze: un esempio classico è quello di un'azienda che ha contratto un finanziamento a tasso variabile e voglia cautelarsi da un improvviso incremento dei tassi d'interesse (che determinerebbe un aggravio degli oneri finanziari) convertendo il tasso variabile in un tasso fisso mediante uno swap. Ancora, vi possono essere aziende che hanno crediti e/o debiti in valuta estera e vogliono proteggersi da svalutazioni/rivalutazioni dell'Euro, controllando il tasso di cambio con strumenti derivati.

La seconda motivazione è legata allo stretto rapporto Banca-Impresa che caratterizza il contesto imprenditoriale italiano: la maggioranza delle aziende utilizza infatti capitale di debito per finanziare i propri progetti di sviluppo e gli istituti di credito approfittando di ciò, hanno effettuato in molti casi aggressive campagne di collocamento di prodotti derivati *OTC*. I derivati, proposti alle imprese come generici "strumenti assicurativi contro i rischi" vengono proposti anche a soggetti sprovvisti dei requisiti di professionalità necessari per operare in tale ambito.

L'operatività in derivati, specialmente in quelli *OTC*, risulta essere infatti molto complessa, in quanto è necessaria un'elevata conoscenza finanziaria, nonché l'appartenenza del sottoscrittore alla qualifica di "cliente professionale" così come definita dalla direttiva direttiva MiFid 2004/39/CE. Tale classificazione è essenziale per individuare le tutele e gli obblighi di trasparenza (e di correttezza) che la Banca deve garantire, nonché l'identificazione della reale utilità del prodotto alle condizioni aziendali del cliente, in maniera da evitare pericolose speculazioni.

Gli obblighi a carico della Banca non si esauriscono però in una mera valutazione preliminare: l'intermediario è sempre e comunque chiamato ad effettuare una valutazione continuativa sull'accertamento dei requisiti imposti dalla normativa, che non può risolversi in una semplice sottoscrizione di "*attestazione di operatore qualificato*" da parte del Cliente.

La normativa impone inoltre che le imprese che intendano operare in derivati *OTC* debbano essere interessate da un particolare processo di tutela: come sostenuto dalla stessa Consob, "*l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati liquidi ed efficienti, [e la] presenza di clausole complesse, rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento nonché il pricing dei contratti*".

¹ Emilio Girino, *I contratti derivati*, Giuffrè Editore Milano, 2010

Le anomalie nei contratti derivati.

I recenti episodi di cronaca hanno portato alla ribalta il tema delle anomalie insite nei contratti derivati OTC stipulati da aziende ed enti locali di ogni ordine e grado; sebbene non tutti i derivati risultino viziati da situazioni inique, sono numerosi quelli che presentano gravi elementi di censura sotto il profilo dell'*adeguatezza, trasparenza e modalità di pricing*.

L'adeguatezza implica che l'intermediario debba verificare se il derivato che si appresta a collocare sia o meno corrispondente alle finalità di investimento del cliente, nonché al livello di rischio massimo sopportabile. Le operazioni svolte dall'intermediario, (a maggior ragione se in contropartita diretta con il Cliente come avviene per i derivati OTC) non possono inoltre prescindere da una valutazione del cliente in termini finanziari.

Qualora ciò non avvenga, l'intermediario deve astenersi dal suggerire o dal proporre la stipulazione di un derivato che non superi il vaglio dell'adeguatezza; in particolare, citando l'avv. Daniele Maffei, "*l'obbligo di astensione, quando è posto a carico dell'intermediario, fa di lui un guardiano dell'integrità dei mercati, che ha la precipua funzione di evitare che si verifichino situazioni di pericolo [...] quali sono quelle che seguono alla stipulazione [...] di contratti inadeguati.*"²

La principale anomalia sotto il profilo dell'*adeguatezza* riscontrabile nell'operatività in derivati avviene qualora il cliente, convinto di aver sottoscritto un contratto con finalità "copertura", ha in realtà stipulato con l'istituto di credito un derivato assolutamente **speculativo**. Ciò avviene qualora si assuma un'esposizione al rischio superiore (e superflua) rispetto all'obiettivo di protezione richiesto, determinando un'elevata probabilità di generare perdite in capo al cliente.

I derivati speculativi sono spesso caratterizzati da una complessa configurazione dei pagamenti che li rende qualificabili come "derivati strutturati": a differenza dei derivati più semplici (denominati "plain vanilla") essi sono costituiti da più prodotti derivati intrecciati tra loro, in maniera tale da modificare il profilo di rischio/rendimento del prodotto originario. La complessità di questi derivati risulta spesso tale da comportare ingenti difficoltà nel valutare l'effettiva capacità del prodotto a soddisfare le esigenze aziendali per le quali è stato sottoscritto.

E' possibile individuare l'effettiva capacità del prodotto derivato di svolgere una reale funzione di copertura sull'operatività aziendale secondo diversi profili d'indagine:

Aderenza tra indebitamento e capitale nozionale. Una prima analisi della capacità di copertura si effettua attraverso l'esame del debito finanziario aziendale a medio e lungo termine al momento della sottoscrizione del contratto derivato.

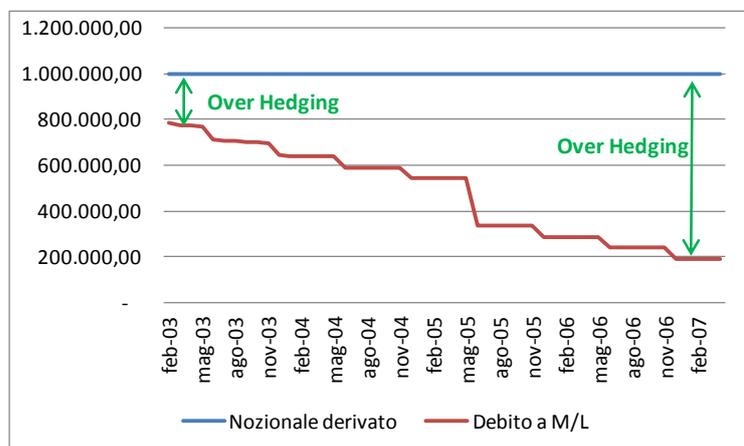
Un prodotto derivato è adibito a copertura, qualora l'andamento del suo capitale nozionale segua la posizione debitoria aziendale a medio e lungo termine al momento della sottoscrizione del derivato; qualora ciò non avvenga si determina il c.d. "*over hedging*", ovvero un'eccessiva esposizione in derivati rispetto alle reali esigenze di copertura del debito. Tale situazione si verifica qualora il capitale nozionale del derivato, a differenza del debito aziendale, non subisca alcun processo di ammortamento ovvero rimanga costante nel corso del tempo. Questo "scollamento", riportato in Figura 1, risulta crescente con il trascorrere del tempo, aggravando l'esposizione aziendale: se da un lato il debito residuo aziendale si riduce a seguito del pagamento della quota capitale presente in

² D. Maffei, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Giappichelli Editore Torino, 2011

ciascuna rata, non di rado accade che il capitale nozionale del derivato rimanga invariato (c.d. *bullet*).

Nell'analisi non si contempla il debito a breve termine, in quanto il debito bancario a breve risulta essere auto-liquidante e soprattutto imprevedibile dal punto di vista degli utilizzi.

Figura 1



Aderenza del derivato al profilo di indebitamento in termini di durata; per essere qualificato quale derivato di copertura, lo strumento deve avere garantire una copertura in termini temporali aderente alla scadenza media del debito al momento della sottoscrizione. In caso contrario si verifica una parziale copertura, qualora il debito residuo al momento della sottoscrizione abbia una durata superiore alla scadenza del derivato, oppure una copertura eccedente nel caso opposto.

Aderenza del derivato al profilo di indebitamento in termini di configurazione dei tassi d'interesse. L'analisi effettuata in questa fase verte nell'individuazione delle diverse componenti "elementari" che costituiscono un derivato strutturato; è solo grazie a questa analisi che è possibile definire se, ed in quali casi, le singole determinanti realizzano una possibile funzione di copertura in relazione all'indebitamento aziendale. Non è infatti raro individuare singole componenti di derivati strutturati legate a tassi d'interesse in valute totalmente estranee sia all'operatività aziendale sia alla posizione debitoria.

Un'importante fase consiste nella verifica delle curve "forward" (prospettiche) al momento della sottoscrizione del derivato: confrontando l'andamento atteso dei parametri sottostanti i derivati con la struttura dei pagamenti è possibile definire le probabilità di profitto o di perdita del cliente.

La trasparenza impone che il Cliente venga informato sui rischi connessi alla sottoscrizione dello strumento finanziario, nonché sulla volatilità del sottostante ed eventuali ripercussioni sul valore dello strumento medesimo.

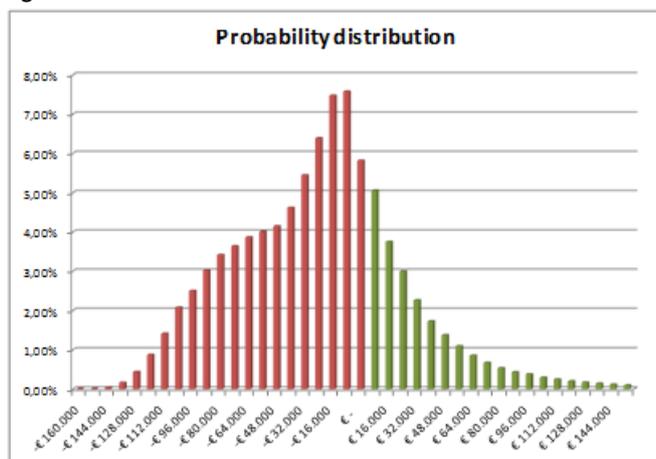
Al momento della sottoscrizione, il contratto derivato deve essere strutturato in maniera tale che la probabilità dell'acquirente e del venditore del derivato di ottenere profitti (o incorrere in perdite) sia la medesima; per verificare siffatto equilibrio, il quaderno Consob n. 63 introduce il tema degli "scenari probabilistici".

Gli scenari probabilistici sono uno strumento statistico che esprime (in termini percentuali) la probabilità di determinare un possibile esito futuro dell'operazione in derivati, a partire dalla volatilità delle grandezze finanziarie sottostanti lo strumento derivato. Le probabilità si determinano mediante elaborazioni stocastiche delle volatilità delle componenti sottostanti il derivato, le quali, tramite l'ausilio di particolari funzioni matematiche, vengono ricondotte ad una Normale Standard (campana di Gauss). Sulla base delle curve gaussiane è quindi possibile individuare le probabilità di profitto e di perdita generabili dal derivato.

A titolo esemplificativo si riporta in Figura 2 una distribuzione di probabilità; l'area di sinistra (in rosso) indica che la probabilità che il derivato generi a scadenza un risultato negativo (a danno del Cliente ed a totale vantaggio della Banca) che nel caso di specie è pari al 62%; di conseguenza, il complemento a 100, rappresenta la probabilità inversa, ovvero la probabilità di un profitto per il cliente ed una perdita a carico della Banca.

Nella pratica sono numerosi i derivati OTC che, sin dal momento della stipula, generano uno squilibrio di probabilità (più o meno marcato) a netto vantaggio dell'Istituto di Credito controparte. Qualora gli squilibri in termini di probabilità non vengano chiaramente esplicitati nell'informativa contrattuale (fornita al cliente in sede di sottoscrizione) essi rappresentano un rilevante elemento di censura; oltre ad una responsabilità risarcitoria della Banca, secondo la recente giurisprudenza sono presenti gli estremi per determinare un veri e proprio vizio contrattuale, con conseguente nullità del contratto per indeterminatezza dell'oggetto, ai sensi degli art. 1418 comma 2 e 1346 del Codice Civile. La recente giurisprudenza in tema di derivati (Corte d'Appello di Milano n.3459 del 18 settembre 2013) nonché numerose delibere del Lodo Arbitrale (in particolare quello di Milano del 4 luglio 2013) hanno recepito l'importanza di tale tematica, ribadendo l'obbligo da parte della Banca di comunicare gli scenari di probabilità degli accadimenti futuri.

Figura 2



Le modalità di pricing. Il *pricing* consiste nell'effettuare una valorizzazione in termini monetari (*mark to model*) del contratto derivato sia al momento della sottoscrizione sia al momento dell'estinzione del derivato stesso; le modalità utilizzate per il *pricing* più comunemente utilizzate dalla prassi bancaria sono il *discounted cash flow*, la formula di *Black & Scholes* ed il metodo delle

simulazioni Montecarlo, alternativamente utilizzate a seconda della tipologia di strumento derivato nonché dalle caratteristiche del sottostante.

La valorizzazione del derivato permette di individuare la presenza di costi impliciti ed occulti, ovvero importi non pattuiti contrattualmente che la banca addebita al cliente in sede di negoziazione o di estinzione del contratto derivato. La presenza di tali costi è resa possibile in quanto *“l’intermediario si riserva il potere di determinare unilateralmente le singole prestazioni esecutive dei derivati, e così l’oggetto del contratto in maniera non trasparente, data la mancanza di criteri tecnico-finanziari chiari ed attendibili”*.³ Il cliente, dal canto suo, data l’assenza di qualsivoglia alternativa di mercato, è costretto ad accettare.

I costi impliciti alla stipula si identificano mediante il confronto tra il valore del contratto alla sottoscrizione (calcolato con gli appropriati metodi di *pricing*) con eventuali *“upfront”* accreditati al Cliente dalla Banca. I costi impliciti all’estinzione si determinano invece mediante il raffronto tra l’importo addebitato/accreditato in fase di eventuale estinzione anticipata del contratto derivato con il valore del contratto derivato all’estinzione.

L’importo dei costi occulti risulta essere in numerosi casi assai consistente, soprattutto qualora si verificano numerosi e frequenti processi di rinegoziazione di una successione di derivati.

La mancata prospettazione dei costi impliciti da parte dell’Istituto di Credito rappresenta un’anomalia del contratto e come tale sanzionabile con la nullità del derivato stesso; a tali conclusioni è giunto il Tribunale di Milano nella sentenza n. 2145 del 13 febbraio 2014 (in merito anche Tribunale di Torino in data 27 gennaio 2014 e Corte d’Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013).

Conclusioni.

Alla luce delle considerazioni qui esposte e dei recenti episodi di cronaca, è indubbio che i derivati OTC abbiano generato la totale avversione dell’opinione pubblica; in realtà il lettore non deve dimenticare che i derivati non sono altro che “strumenti” ed in quanto tali non possiedono una dannosità intrinseca. Ciò che li rende estremamente iniqui è un impiego non coerente con le dinamiche aziendali nonché la presenza di costi occulti e l’ancor più grave squilibrio di probabilità, che spesso hanno generato enormi perdite in capo ad ignari investitori attirati, in maniera più o meno fraudolenta, da prospettive di copertura mai realizzatesi in concreto.

Dott. Ivan Fogliata

³ D. Maffei, *I contratti dell’intermediazione finanziaria*, Giappichelli Editore Torino, 2011