

DIRITTO SOCIETARIO

Liceità e principali implicazioni dei contratti derivati

di **Fabrizio Dominici**

I contratti su derivati sono **strumenti finanziari** il cui valore deriva dai prezzi di attività scambiate sui mercati, quali attività finanziarie (azioni, indici, valute, tassi d'interesse), ovvero attività reali (merci, materie prime); queste variabili sono chiamate "sottostante" del derivato e la determinazione del loro valore richiede la capacità di simulare possibili scenari futuri.

Essi sono tecnicamente definibili come **contratti a termine per la consegna di una determinata quantità, di un certo sottostante, ad un prezzo ed a una data prefissati** e possono essere acquistati su mercati regolamentati, (*futures* e opzioni), o al di fuori di questi (in tal caso definiti *over the counter derivatives* - OTC), tramite l'intervento di un intermediario (banche o società di intermediazione mobiliare).

I derivati sono dunque strumenti finanziari complessi, destinati a investitori professionali evoluti, che sappiano sfruttare le numerose opportunità che offrono e, nel contempo, siano in grado di valutare e gestire correttamente i relativi rischi

La legittimità

Da un punto di vista giuridico ed in linea di principio, non esiste un limite all'autonomia contrattuale privata e quindi all'utilizzo dei citati contratti (su) derivati, purché essi siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico e nel rispetto delle norme regolamentari.

La dottrina ritiene che il contratto derivato non sia un contratto collegato ad un altro rapporto giuridico, bensì un contratto che insiste su elementi di altri negozi, il cui **oggetto** non è mai il sottostante, bensì **il differenziale**, (*netting*, se relativo a pagamenti periodici, *payoff* per la liquidazione alla scadenza), tra il valore dell'entità di riferimento al momento della stipula e quello assunto dalla medesima entità al momento della data di esecuzione.

Il derivato, non ha quindi una causa tipica ma può avere, e nella prassi ha, principalmente – e tutte astrattamente lecite – le seguenti finalità:

- **di protezione** (*hedging*), vale a dire la possibilità attraverso il derivato di proteggere il contraente da taluni, potenziali, rischi o comunque ridurre gli stessi;
- **speculativa** (*trading*), al fine di realizzare un lucro in assenza di posizioni sottostanti da

coprire;

- **arbitraggio** (*arbitrage*), in cui l'operazione in derivati è combinata ad una o più operazioni sul sottostante al fine di lucrare sulle eventuali differenze di valorizzazione (disarmonie temporanee) sui diversi mercati.

Il contenzioso

Il contenzioso nato sugli strumenti derivati, riguarda, per lo più, il collocamento da parte dell'intermediario finanziario a causa della genetica **asimmetria informativa** tra l'intermediario e la società.

Con il recepimento della direttiva Mifid, il nostro ordinamento si è dotato del Regolamento intermediari n. 16190/2007, che ha distinto, in capo all'intermediario, obblighi tanto di informazione passiva che d'informazione attiva.

Appartengono agli obblighi di **informazione passiva** l'adempimento dell'obbligo di verificare l'adeguatezza del prodotto e cioè che la specifica operazione consigliata o realizzata:

- corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;
- sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”.

In altre parole, l'intermediario deve verificare *“che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta.”*

L'obbligo di **informazione attiva** o *disclosure* impone invece all'intermediario di fornire ai clienti – prima che questi siano vincolati contrattualmente - informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, affinché questi possano ragionevolmente comprendere la natura del prodotto, del tipo specifico di strumenti finanziari interessati (volatilità del prezzo ed eventuali limiti di liquidabilità) e i rischi ad essi connessi (l'effetto leva, la sua incidenza, eventuali impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, ulteriori rispetto al costo di acquisizione) e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Infine, l'intermediario deve informare il cliente sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, tra cui il corrispettivo totale, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le eventuali imposte.

Le informazioni fornite devono essere adeguate al livello di consapevolezza ed esperienza del cliente e la clientela può, essere classificata in professionale oppure al dettaglio (*retail*).

Sono considerati **clienti professionali** quelli che possiedono *“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”* e vi appartengono di diritto gli investitori istituzionali e le imprese di grandi dimensioni. I clienti professionali possono tuttavia chiedere di essere considerati, ai fini dei rapporti con l’intermediario, clienti *retail*.

Viceversa, la richiesta da parte del **cliente retail** di essere considerato cliente professionale è subordinata alla sussistenza di taluni presupposti oggettivi (che testimonino l’esperienza del cliente in operazioni in strumenti finanziari) e all’accertamento, da parte dell’intermediario, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

In sostanza, il Regolamento Consob n. 11522/98 ha ridotto gli adempimenti di dettaglio a carico degli intermediari, in presenza di operatori qualificati, consentendo di includere tra questi ultimi *“ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”*. L’inclusione nella categoria degli operatori qualificati fa venir meno parte dei doveri gravanti sull’intermediario di informativa e di valutazione dell’adeguatezza, nonché il divieto di compiere operazioni in conflitto di interesse, (in difetto di espresse autorizzazione da parte del cliente, preventivamente informato).

Tuttavia una parte della giurisprudenza ha avuto modo di far rilevare come la sussistenza della **natura di operatore qualificato** debba essere **collegata a due aspetti** ben precisi, vale a dire ad un aspetto **di natura sostanziale che è l’esistenza di una specifica competenza ed esperienza** in materia di strumenti finanziari e, l’altro, **di carattere formale, costituito da una espressa dichiarazione di possedere la competenza e l’esperienza** richiesta, mediante la sottoscrizione del legale rappresentante della società.

Il **Tribunale di Firenze nella causa RG 182/2012, del 05.06.2012**, ha ritenuto che la dichiarazione del cliente di operatore qualificato non ha valore confessorio ed non esonera l’intermediario dall’obbligo di ulteriori verifiche quando vi sono elementi o allegazioni che dimostrano discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale.

Conformemente, la **sentenza del 19.07.2012 del Tribunale di Novara**, ha stabilito che la sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato, non è di per sé, sufficiente a comportare l’automatica disapplicazione della normativa di protezione dell’investitore, essendo a tal fine necessario anche il requisito di carattere sostanziale del possesso di una specifica esperienza in strumenti finanziari. *“...L’essenza della nozione di operatore qualificato deve essere individuata nel carattere professionale dell’attività finanziaria esercitata dall’investitore.”*

Inoltre, secondo la **Corte d’appello di Milano, Sez. I, del 20.06.2012** *“... al fine di attribuire ad un soggetto la qualifica di operatore qualificato è irrilevante il fatto che egli abbia un ingente patrimonio e che abbia già investito in titoli rischiosi”*.

Conclusioni

Dall'analisi effettuata emerge che i derivati, pur assolvendo ad una funzione economico sociale meritevole di tutela giuridica, si prestano ad abusi da parte degli intermediari a causa della difficoltà intrinseca a far conoscere, in via immediata, al cliente, la reale finalità e la effettiva equità dello strumento.

In altri termini, per evitare il copioso contenzioso, occorrerebbe che la normativa obbligasse esplicitamente gli intermediari a fornire, al momento della stipula del contratto, una informazione adeguata e cioè comprensibile ed effettivamente in grado di illustrare con oggettività i rischi e le opportunità del prodotto e cioè li obbligasse a fornire, alla data di stipula, il valore del *mark to market* del contratto e la distribuzione delle probabilità dei possibili risultati, così da poter selezionare quello il cui profilo di rischio risulta più consono alle necessità del cliente.