

## Strumenti derivati e contenzioso bancario

# La tipologia derivativa e la determinabilità del Mark To Market

Docente: **EMILIO GIRINO**

Avvocato in Milano – Partner Studio Ghidini, Girino & Associati

Docente dipartimento Finance Fondazione CUOA

Già componente effettivo ABF

Presidente Associazione Alunni Ghislieri

Lecce, 20 ottobre 2017

### AVVERTENZA LEGALE

**Materiale protetto da diritto d'autore. La copia, la riproduzione o la divulgazione, anche parziali, sono vietate in assenza di autorizzazione scritta dell'Autore**



# Introibo: come avventurarsi nella landa derivativa

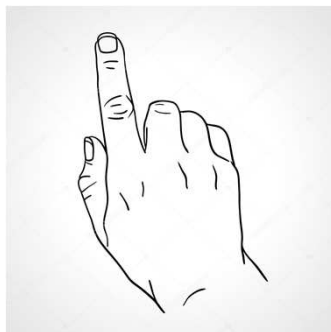


# Intraprendere un viaggio in una terra ignota



**Eccellente ma impreparato di fronte all'imprevedibile**

**Bella e nostalgica ma spesso non aggiornata**



**Istintivo, scarsamente preciso, facile agli abbagli**

**Antica ma ricca di risorse, precisa, pronta ad affrontare l'ignoto, solo che la si legga e la si sappia leggere**



# Gli errori ricorrenti nella ricerca del (e sul) derivato

**Ipermetropi**

**Il derivato è uno strumento finanziario: il TUF basta e avanza, lasciamo perdere il codice civile**

**Il derivato è un contratto: rispetti il codice civile, quanto al TUF non ti curar di esso, non guardarlo e passa**

**Astigmatici**

**Il derivato è indescrivibile, è una scatola vuota in cui si può mettere di tutto**

**Il derivato è la monetizzazione del rischio**

**Daltonici**

**Ciò che assomiglia a un derivato è per forza un derivato: è un derivato e non può non sapere di esserlo**

**Pseudo-non vedenti**

**Derivati? Armi di distruzione di massa**

**Nessuno può o vuole veramente vedere, moltissimi s'accontentano di ciò che guardano, molti non usano la bussola, pochissimi la usano, qualcuno vede la realtà**



# La visione nietzschiana dell'umano

**Umano**



**Primate**

**Oltreumano**



# La visione realistica del derivato

**Derivato**



**Contratto**

**Strumento  
finanziario**

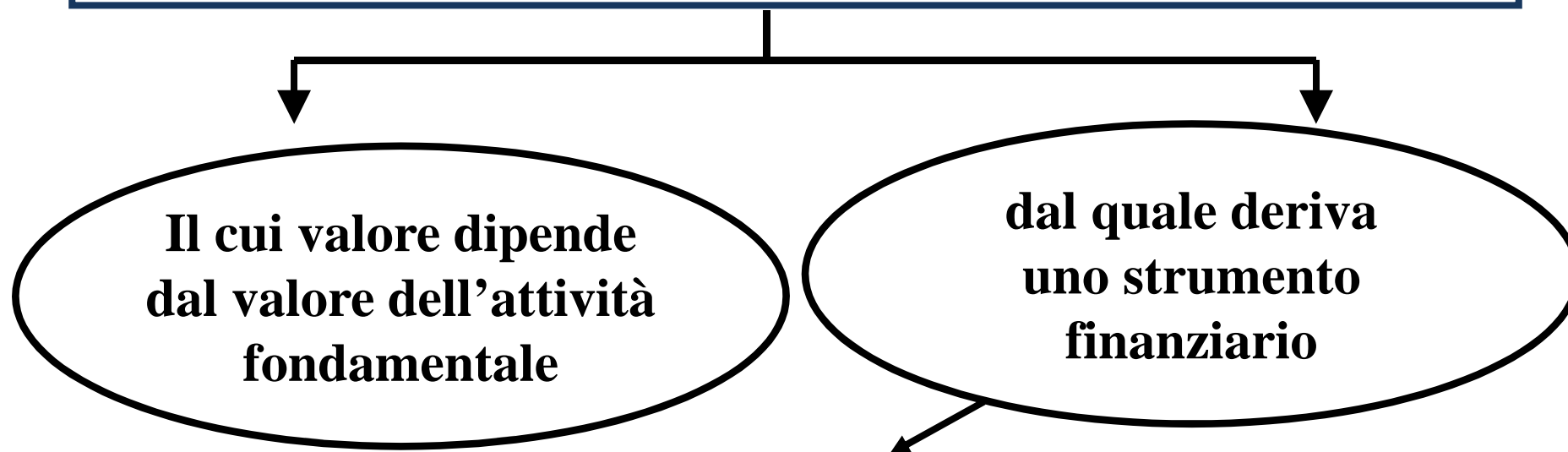


# IDENTIKIT DEL DERIVATO



# CONTRATTO STRUMENTO DERIVATO

*contratto atipico, di natura finanziaria, consistente nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto fra il "prezzo" dell'entità al momento della stipula e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione*



- in cui coesistono gli elementi contrattuali genetici
- incentrato sulla compravendita del differenziale  
(comparazione fra due prezzi, alla stipula e alla scadenza)





# COMPONENTI ESSENZIALI DI UN DERIVATO

**PARTI**



**COMPRA TORE (posizione lunga)  
VENDITORE (posizione corta)**

**ATTIVITA'  
SOTTOSTANTE  
(UNDERLYING  
INSTRUMENT)**



**BENI O GRANDEZZE ECONOMICHE REALI  
(azioni, preziosi, merci, etc.) O ASTRATTE (tassi di  
interesse, indici, tassi di cambio, etc.)**

**TEMPO**



**ARCO TEMPORALE PIU' O MENO AMPIO FRA  
STIPULAZIONE ED ESECUZIONE**

**DIFFERENZIALE**



**DIFFERENZA TRA IL VALORE DEL  
SOTTOSTANTE ALLA DATA DI STIPULAZIONE  
E IL VALORE DELLO STESSO SOTTOSTANTE  
ALLA DATA DI ESECUZIONE**

**ALEA**

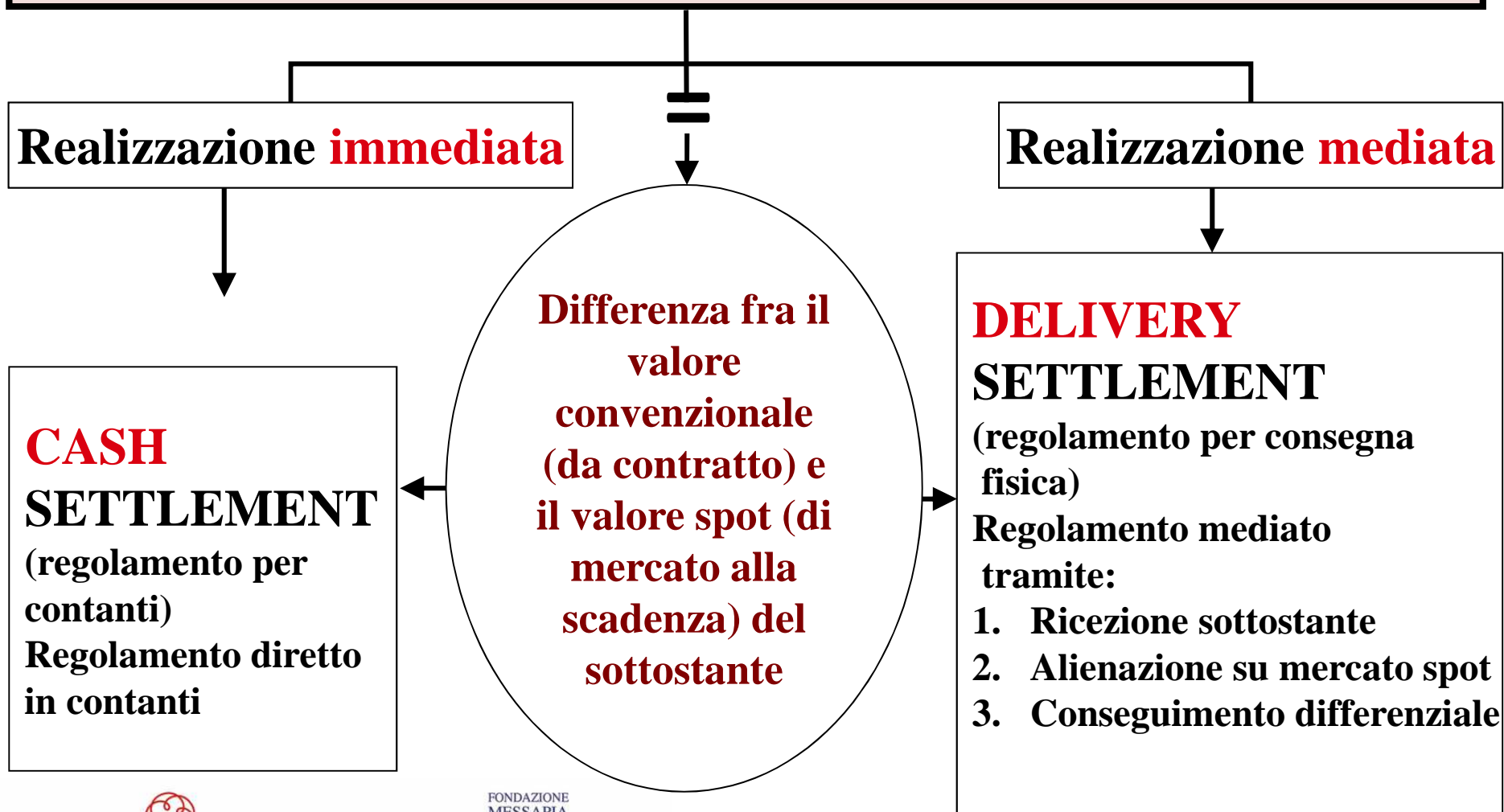


**RISCHIO ASSOLUTO E ILLIMITATO (ad  
eccezione del beneficiario dell'opzione) dato dal  
RISCHIO DI OSCILLAZIONE DEL  
SOTTOSTANTE**



# ELEMENTO QUALIFICANTE

## “COMPRAVENDITA” DEL DIFFERENZIALE



## LA CONFERMA GIURISPRUDENZIALE DEFINITIVA 1/4

*...può ritenersi che le negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati si caratterizzano, sul piano strutturale, per essere connesse ad altre attività finanziarie (quali, ad esempio, titoli, merci, tassi, indici, altri derivati) dal cui “prezzo” dipende il valore dell’operazione compiuta. Ferme ovviamente restando le diversità legate al tipo di operazione prescelto, tali negoziazioni sono volte a creare un **DIFFERENZIALE** tra il valore dell’entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata.*

**Corte Costituzionale, 10 febbraio 2010 n. 52/2010**



# LA CONFERMA GIURISPRUDENZIALE DEFINITIVA 2/4

**Tribunale di Milano 19 aprile 2011**

*Come plasticamente ritenuto in dottrina, la stipulazione di un contratto derivato, a differenza del mero scambio di azioni o titoli, costituisce ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, cioè di un'autonoma entità finanziaria in cui il sinallagma negoziale e la commutatività delle prestazioni (reciproco impegno di scambiarsi il differenziale) sono perfettamente sussistenti nel momento genetico per poi portare, eventualmente, nel corso del rapporto ad uno squilibrio anche imponente delle prestazioni e ciò perché, nella sostanza, l'accordo contempla espressamente il rischio delle fluttuazioni e l'alterazione delle reciproche prestazioni.*



# LA CONFERMA GIURISPRUDENZIALE DEFINITIVA 3/4

**Consiglio di Stato 7 settembre 2011**

*L'Interest Rate Swap è il contratto di swap più diffuso, con il quale due parti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo predefinito al momento della stipula, pagamenti calcolati sulla base di tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati al capitale. Non sussiste quindi uno scambio di capitali, ma solo flussi corrispondenti al differenziale fra i due interessi.*

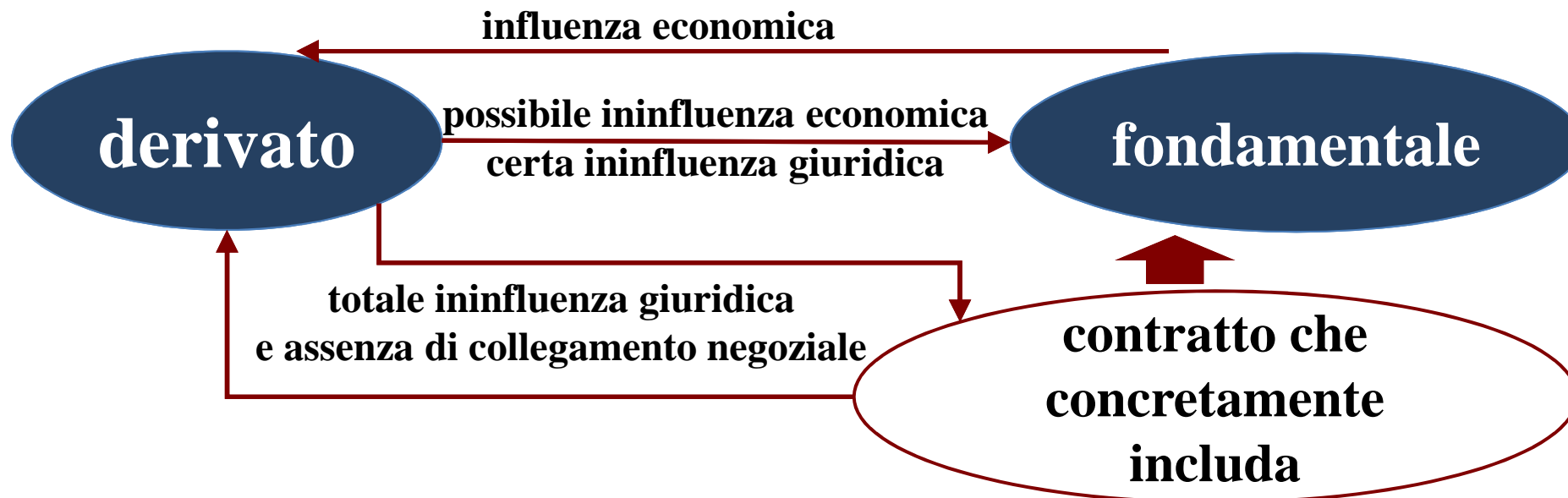
# LA CONFERMA GIURISPRUDENZIALE DEFINITIVA 4/4

**Appello Milano 18 settembre 2013**

*[...]nel derivato OTC l'oggetto è uno scambio di differenziali a determinate scadenze.*



# IL REQUISITO DI ATRAZIONE PURA



- 1 La cessazione del contratto di base non comporta estinzione del contratto derivativo
- 2 La trasformazione del derivato da protettivo a speculativo non influisce sulla sua tenuta civilistica
- 3 La cessazione del derivato non provoca ripercussioni giuridiche sul contratto di base

Assenza di collegamento  
contrattuale



autonomia



ASTRAZIONE  
PURA

# Il tramonto giurisprudenziale della causa concreta





# CAUSA CONCRETA: L'INSOSTENIBILITA' DOGMATICA

**Causa concreta**  
=  
**funzione economica effettiva perseguita  
dal negozio**

**considera  
solo il profilo  
negoziale del  
derivato**

**ignora la  
funzionalità tipica  
dello strumento che  
deriva dal negozio**



# LA CONFERMA GIURISPRUDENZIALE

## Tribunale di Milano 23 giugno 2014

*[...]una eventuale finalità speculativa non priv[a] in alcun modo il contratto in derivati di una causa lecita. Con tali contratti, infatti, il cliente e la banca si impegnano ciascuno a pagare all'altro, a scadenze periodiche definite, un importo calcolato applicando dati parametri (diversamente prestabiliti per ciascun contraente) a un medesimo valore di base (c.d. nozionale); a ciascuna scadenza i due importi si compensano e ne deriverà un differenziale a carico dell'uno, e correlativamente a favore dell'altro, o viceversa. **Nei contratti in derivati la causa deve quindi individuarsi nell'alea accettata dalle parti in relazione allo scambio di due rischi connessi, che, assunti dai due contraenti, derivano dalla vicendevole entità degli importi che matureranno a carico di ciascuno, e quindi dei differenziali che potranno risultare a carico o a favore di ciascuno (ciascuno assume il rischio che il proprio parametro vari in termini a sé sfavorevoli, e favorevoli alla controparte, e che quindi risulti a suo carico il differenziale, e non già a suo favore).***



# LA LICEITA' DI UN'ALEA IMPERFETTA

## Tribunale di Roma 8 gennaio 2016

*Nei contratti di swap, l'alea bilaterale, ossia l'incertezza sull'andamento dei due differenziali contrapposti, rappresenta un elemento essenziale della causa del contratto, elemento la cui effettiva presenza consente di effettuare con esito positivo, sul presupposto della sussistenza di un apprezzabile componente di rischio, **non necessariamente equamente distribuito in capo ad entrambi i contraenti**, il giudizio di meritevolezza ex articolo 1322 c.c. circa l'operazione atipica posta in essere.*



# SPECULAZIONE E PROTEZIONE 1/2

**Il derivato è proteggibile e lecito solo se stipulato per finalità protettive**

**ERRORE  
TECNICO E  
GIURIDICO**

**i motivi della stipulazione sono giuridicamente irrilevanti (art. 1345 cod. civ.)**

**in quanto strumento finanziario il derivato necessariamente e naturalmente include una componente di speculazione**



# SPECULAZIONE E PROTEZIONE 2/2

**DATO OGGETTIVO: RAPPORTO DI CORRELAZIONE,  
COERENZA FRA DERIVATO ED ESPOSIZIONE DEBITORIA  
IN TERMINI DI NOZIONALE E DI TASSI**

**assenza di  
correlazione**

**DERIVATO CON  
FUNZIONE  
SPECULATIVA**

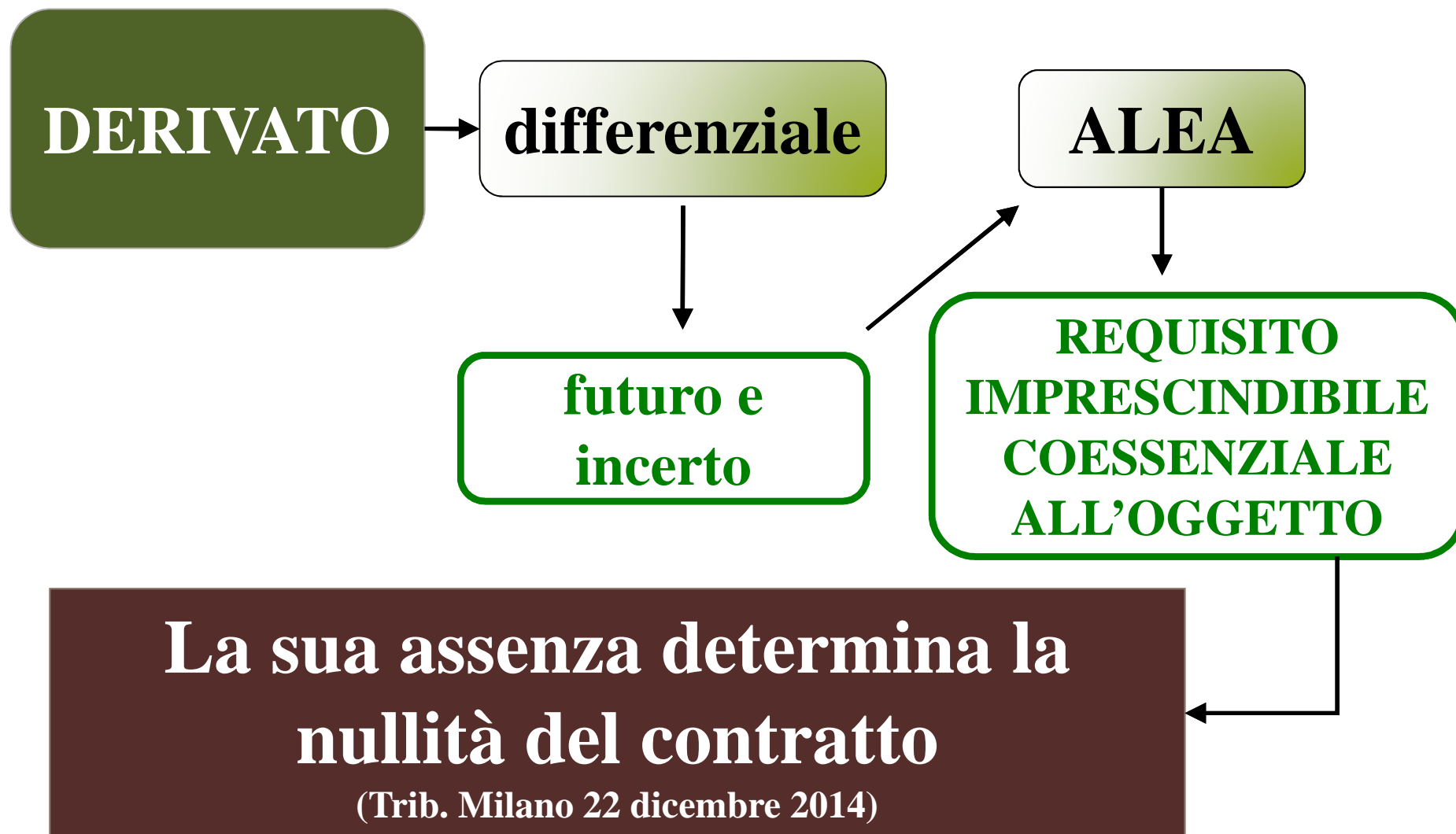
**NON E' ILLECITO, salvo nel caso in cui la  
parte non potesse stipularlo sulla base di un  
divieto legale (es.: ente pubblico) ovvero avesse  
richiesto un**

**presenza di  
correlazione**

**DERIVATO CON  
FUNZIONE  
PROTETTIVA  
(Hedging)**



# INDEFETTIBILITA' DELL'ALEA



# ALEA E GIURISPRUDENZA

**Tribunale di Milano 22 dicembre 2014**

*“In proposito si osserva innanzitutto che tutti gli strumenti finanziari derivati sono contratti intrinsecamente aleatori, tanto che il legislatore si è preoccupato di escludere l’applicabilità in tali ipotesi della disciplina del gioco e della scommessa (v. art. 23, comma 5, TUF). Ne consegue che **la presenza dell’alea è non solo necessaria, ma anche intrinseca, di modo che solo ove essa sia del tutto esclusa in via oggettiva, ovvero sussista solo in caso di scenari economici assolutamente inverosimili, è possibile pronunciare la nullità del contratto per carenza di tale elemento essenziale**”*



# Il mutato avviso del giudice sul Mark To Market e l'incidenza civilistica dell'impianto EMIR





# **MARK-TO-MARKET (M.T.M.)**

**METODO DI  
MONITORAGGIO**



**Simulazione di scadenza quotidiana  
del contratto derivato e calcolo del  
relativo differenziale**

**ACCORDO DI  
GARANZIA  
(collateralizzazione)  
(marginazione)**



**Impegno delle parti ad integrare  
quotidianamente il margine di  
garanzia in relazione all'andamento  
del contratto**

**COSTO DI  
SOSTITUZIONE**



**“Valore di mercato” del derivato:  
valore al quale un terzo indipendente  
sarebbe disponibile a subentrare, in  
dato tempo, ad un derivato già in  
essere e alle stesse condizioni del  
contratto stesso**



# LA DETERMINAZIONE DEL MTM 1/2

**Clausole  
negoziali**

che

**demandano all'intermediario  
l'accertamento del MTM**

**senza specificarne i criteri**

**Rischio di declaratoria di  
nullità per violazione dell'art.  
1346 c.c.**

**L'MTM è comunque parte dell'oggetto  
contrattuale,  
rappresentando una stima del differenziale**



## LA DETERMINAZIONE DEL MTM 2/2

**La preservazione dal rischio di nullità  
transita attraverso la  
predeterminazione dei criteri di calcolo**

↓  
**La presunta impossibilità di  
predeterminazione è inesistente,  
in quanto**

**la determinazione del  
MTM viene abitualmente  
effettuata per il calcolo  
dell'up-front  
e per l'iscrizione in  
bilancio del fair value**

**riprova**

**la bozza 2009 del  
DM sui derivati  
pubblici conteneva  
criteriologie di tipo  
stocastico**



# IL MTM

## COME ELEMENTO INTRINSECO AL DERIVATO

### Appello Milano 18 settembre 2013

*Il tratto strutturale dello scambio di differenziali a scadenza, sulla base di parametri fissati contrattualmente, come oggetto dell'interest rate swap nulla dice riguardo alla causa [...]. Essa sussiste se e nella misura in cui l'alea, cui lo strumento dà luogo, sia il frutto di una valutazione razionale in termini di entità e natura [...].*

*La sola circostanza [...] che le parti non conoscessero, al momento della conclusione del contratto, il c.d. mark to market e la circostanza che il mark to market non rientrasse nel contenuto dei contratti stipulati [...] comporta la radicale nullità dei contratti di interest rate swap perché esclude, in radice, che, nel caso di specie, gli appellati abbiano potuto concludere la “scommessa” conoscendo il grado di rischio assunto, laddove, per contro, la Banca, del proprio rischio, nutriva perfetta conoscenza – addirittura nella sua precisa misurazione scientifica – avendo predisposto lo strumento.*

**(Sostanzialmente in termini, Trib. Torino 17 gennaio 2014)**



## L'ASSENZA DI ESPLICITAZIONE DEL METODO QUALE VIZIO DEL CONTRATTO

### Lodo arbitrale 4 luglio 2013

*La mancanza di tale indicazione [del metodo di MTM: n.d.r.] ... nel momento in cui non solo non contiene il fair value, ma neppure ne consente per la complessità del contenuto del derivato una (agevole) determinabilità, implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata dal differenziale futuro e incerto che la stima del mark to market propriamente protesa a determinare). Non si tratta dunque, ove tale situazione ricorra, di inadempimento o violazione di regola di condotta contrattuale od extracontrattuale, ma di vizio del contratto.*

segue →



## LA VALUTAZIONE DEL DERIVATO: MODALITA' E PRESUPPOSTI (1)

**Obbligo, per le controparti finanziarie e non finanziarie assoggettate, di operare valutazioni giornaliere del derivato OTC a prezzi correnti di mercato**

se la  
valutazione non  
è possibile  
perché

**il mercato è inattivo per assenza di quotazioni facilmente e sistematicamente disponibili o se sono disponibili quotazioni non riferibili a operazioni realmente e regolarmente effettuate**

**oppure**

**la gamma delle stime ragionevoli del *fair value* è ampia e le probabilità delle diverse stime non possono valutarsi ragionevolmente**

**MODELLO PRUDENZIALE E AFFIDABILE**

si ricorre ad  
una valutazione  
basata su



# MTM NELLA DISCIPLINA EMIR: CARATTERISTICHE DEL MODELLO

## MODELLO PRUDENZIALE E AFFIDABILE Art. 17 Reg. 149

**COMPLETO**

a) ingloba tutti i fattori che le controparti prenderebbero in considerazione nella fissazione del prezzo, utilizzando anche, per quanto possibile, le informazioni utili per la valutazione a prezzi correnti di mercato

**CONFORME**

b) è conforme alle metodologie economiche di fissazione del prezzo degli strumenti finanziari accettate

**VERIFICATO**

c) è calibrato e testato, quanto a validità, in base a prezzi riscontrati nelle operazioni correnti osservabili sul mercato riguardo allo stesso strumento finanziario ovvero è fondato sui dati di mercato osservabili a disposizione

**IMPARZIALE**

d) è convalidato e monitorato in maniera indipendente da un servizio diverso da quello che assume il rischio

**FORMALIZZATO**

e) è debitamente documentato e approvato dal consiglio di amministrazione con la frequenza necessaria, dopo qualsiasi modifica sostanziale e almeno una volta l'anno. L'approvazione può essere delegata ad un comitato



## MTM SECONDO EMIR: L'IMPATTO CIVILISTICO

**Art. 12 Reg. 648: ...la violazione ...non inficia la validità di un contratto derivato OTC o la facoltà delle parti di farne applicare le disposizioni.**

**influenza nulla  
sul costrutto  
civilistico?**

**NO!**

**la norma EMIR  
sul MTM**

**comporta la  
formalizzazione del  
MTM e dunque la  
sua necessaria  
esternalizzazione**

**l'adozione di un  
modello definito  
implica per  
definizione la sua  
condivisione/com  
unicazione alla  
controparte**

**l'inclusione nel  
contratto è l'unico  
modo per assicurare  
la vincolatività del  
metodo che pure  
EMIR vuole per fini  
di prevenzione dal  
rischio sistemico e  
non individuale**

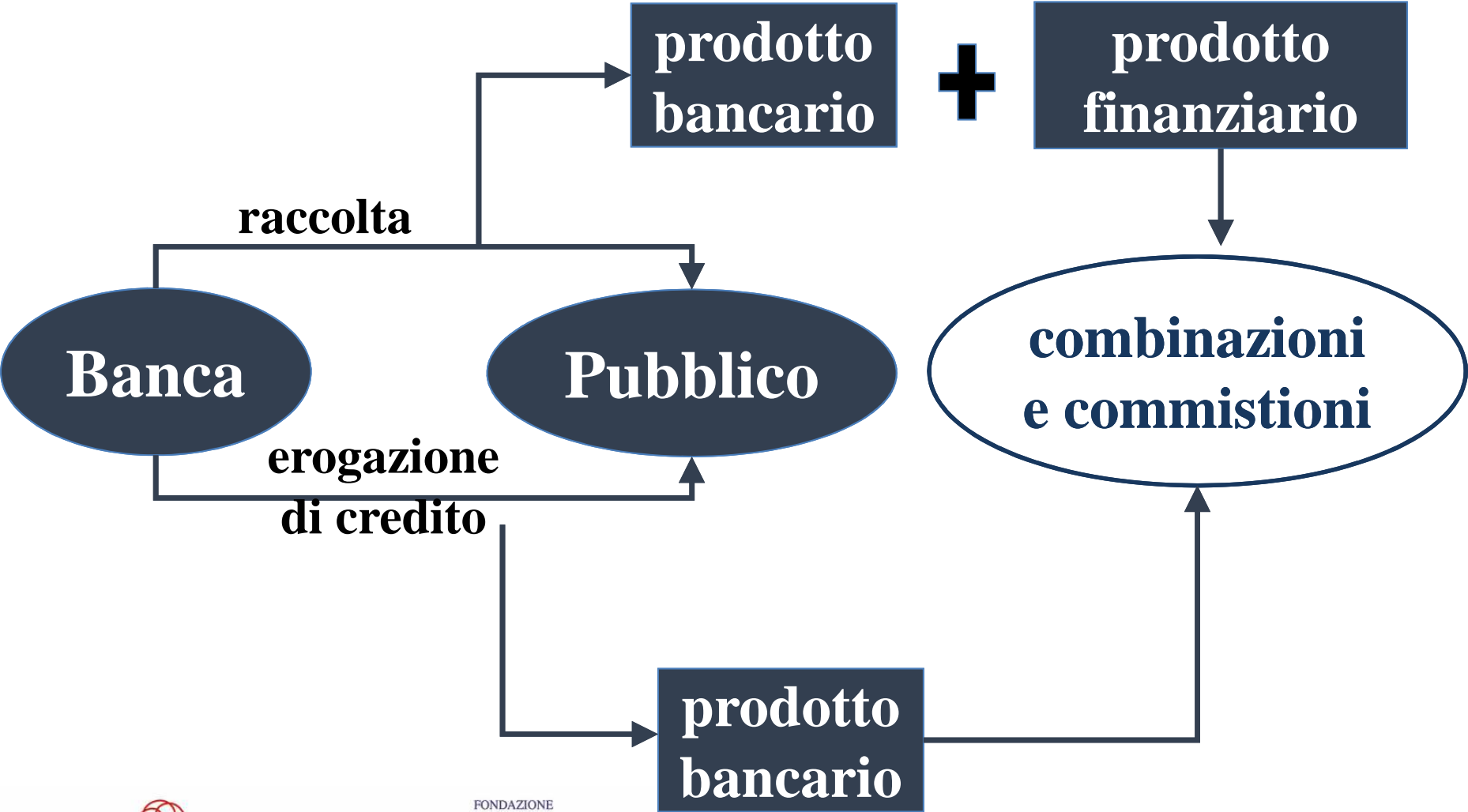




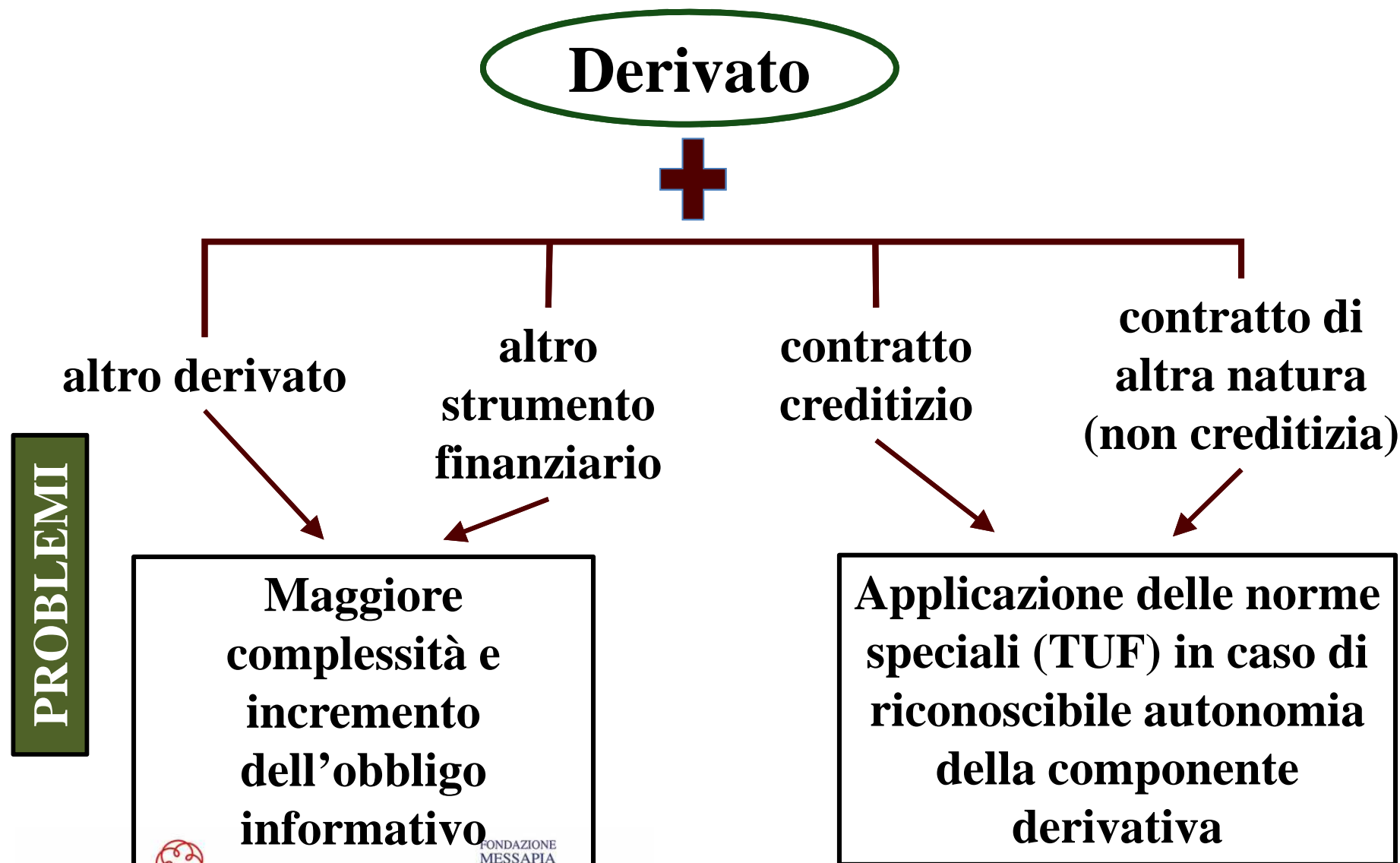
# L'incorporazione derivativa fra apparenze ed equivoci



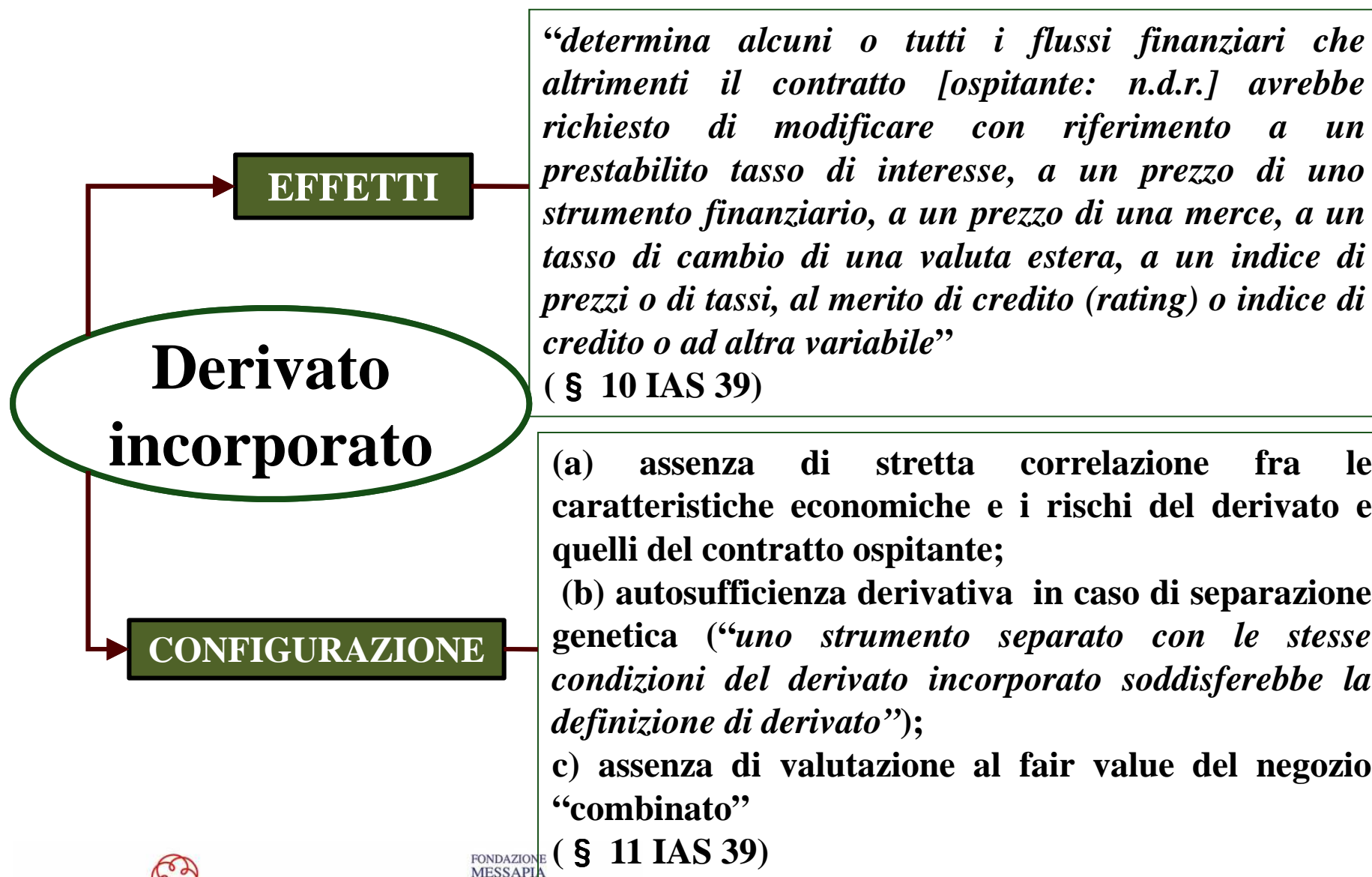
**PREMESSA:  
EVOLUZIONE DEL PRODOTTO “BANCA-FINANZA”**



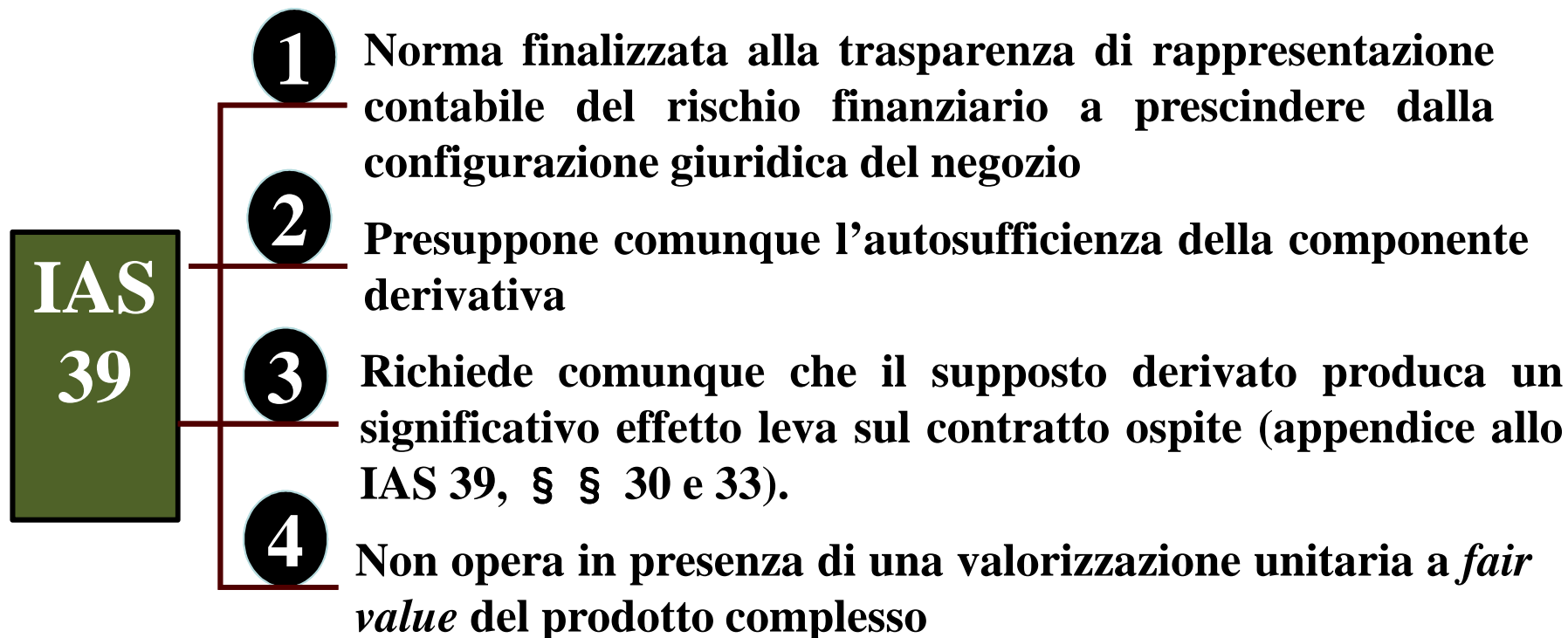
# CASISTICHE DI INCORPORAZIONE TEORICA



# IAS 39: LA SCATURIGINE DEL PROBLEMA



# LA LIMITATA FUNZIONALITA' DELLO IAS 39



**Lo IAS 39 non consente alcuna automatica scissione giuridica della componente derivativa di un negozio complesso**

**Lo IAS 39 non prescinde dalla – ma non ha alcuna influenza diretta sulla – qualificazione giuridica della componente derivativa**

# IAS 39, FILIAZIONI E EREDITARIETA' GENETICA DEI LIMITI

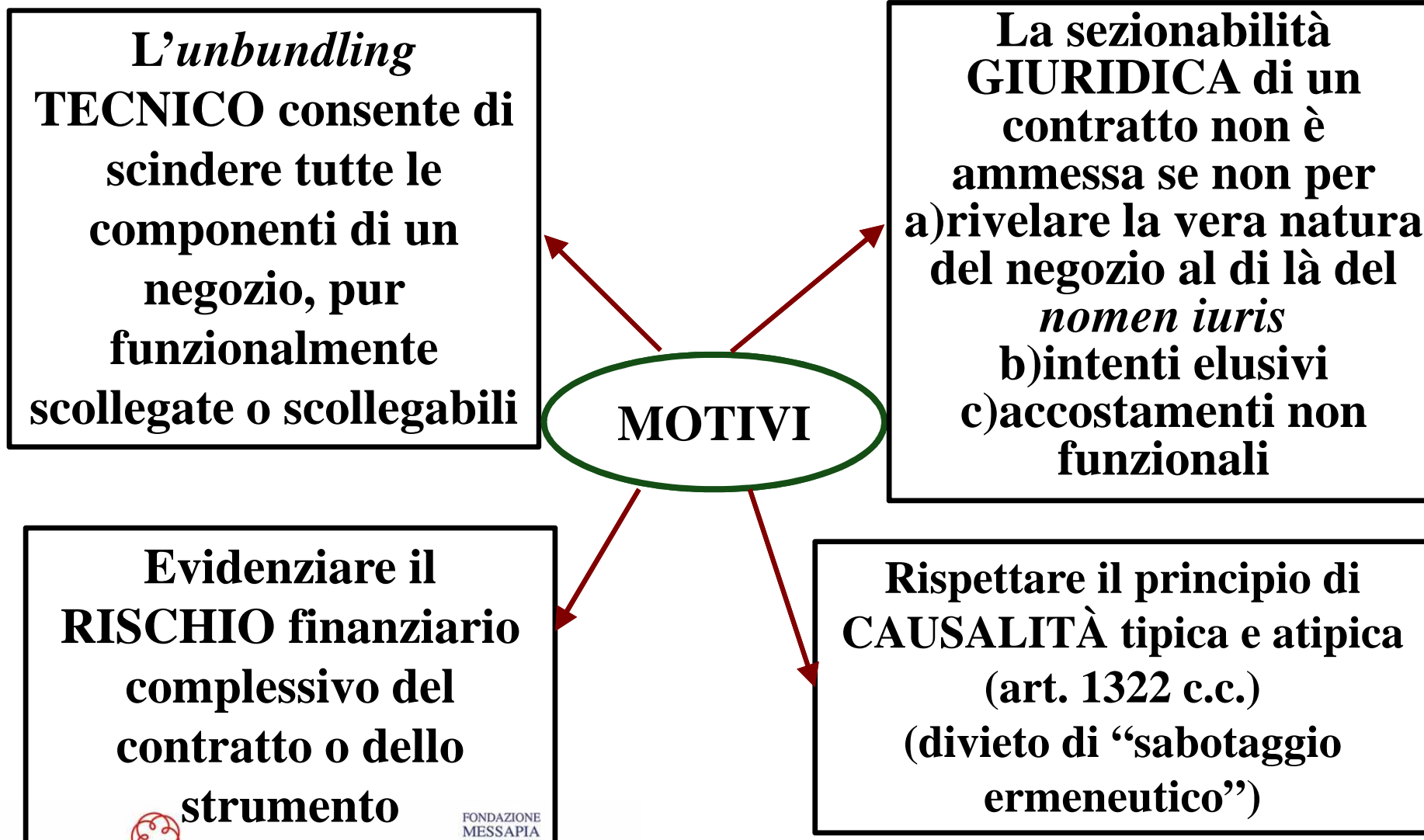
**Art. 2426, comma 1° n. 11-bis (introdotto dall'art. 6 d. lgs 139/2015) vigente dal 19.9.2015**  
**...gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al fair value. Le variazioni del fair value sono imputate al conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva e' imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura. Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura; si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura..**



- ✓ **non opera in presenza di una valorizzazione unitaria a *fair value* del prodotto complesso**
- ✓ **rilevanza del fine di copertura (e al limitato scopo della contabilizzazione degli effetti a conto economico)**



# SCINDIBILITA' TECNICA E SCOMPONIBILITA' GIURIDICA



# DIFFERENZIALITA' DERIVATIVA E DIFFERENZIALITA' FINANZIARIA

**Non tutto ciò che è differenza  
finanziaria discende  
necessariamente da un derivato**

**differenzialità finanziaria**

**differenzialità derivativa**

**risultante algebrica  
di qualunque  
operazione di  
investimento**

**oggetto tipico ed  
esclusivo del  
contratto derivato**

presuppon  
e

**L'acquisizione del  
fondamentale e  
una correlazione  
giuridica con il  
medesimo**

*NON*  
presuppon  
e





# DERIVATO E COMPONENTE DERIVATIVA

**Non ogni contratto replicante astrattamente la meccanica di un derivato è necessariamente un derivato**

**Non sono derivati né autonomi né incorporati**

**l'opzione di riscatto in un contratto di leasing**

**l'opzione di passaggio da fisso a variabile e viceversa di un mutuo**

**acquisti anticipati di beni e servizi a tariffe scontate rispetto a quelle ottenibili a ridosso della acquisizione**

***Il risultato della prestazione non muta la, né può influire sulla, causa negoziale***



# **I POTETICHE INCORPORAZIONI DERIVATIVE: 1) LA (PSEUDO) INDICIZZAZIONE**

## **Mutuo a tasso variabile**

**non include alcun derivato perché**

**1. il cliente non mira ad acquisire alcun differenziale**

**2. il cliente mira a modulare, nel tempo, la prestazione remuneratoria in misura il più possibile coerente al costo corrente del denaro**

**3. l'operazione è una mera alternativa al tasso fisso proprio**

**4. le variazioni periodiche del tasso non reagiscono sul progresso**



## IPOTETICHE INCORPORAZIONI DERIVATIVE: 2) L'INDICIZZAZIONE

**Mutuo indicizzato ad un parametro esterno (es. conguaglio a fine anno pari al 100% di rivalutazione/svalutazione indice Istat)**

**non include alcun derivato perché**

**1. la componente di indicizzazione è del tutto inscindibile dal rapporto di base**

**2. la cessazione precoce del rapporto di base (per rifinanziamento o rimborso anticipato) non obbliga al versamento di un MTM (rischio controllabile a priori)**

**CARENZA DI AUTONOMIA GIURIDICA**

**Carenza di astrazione pura**



**Carenza di aleatorietà strutturale**



# IPOTETICHE INCORPORAZIONI DERIVATIVE:

## 3) IL TASSO FLOOR

Mutuo con tasso floor (il livello del tasso variabile, sommato algebricamente allo spread, non può scendere al di sotto di una data soglia)

Non è un derivato malgrado l'assonanza funzionale con l'*interest rate option floor*, perché

1. difetta l'astrazione pura

2. difetta l'alea strutturale

**N.B.** Il mancato pagamento di un premio da parte del finanziatore, non è elemento impediente alla qualificazione come derivato, mentre è impediente la circostanza che il derivato non sopravviva alla cessazione del contratto ospite

## IPOTETICHE INCORPORAZIONI DERIVATIVE: 4) LA CLAUSOLA “RISCHIO CAMBIO”

**Derivato che introduca in un contratto di mutuo in euro un rischio di cambio rapportato ad altra valuta**

può

se

**integrare un contratto  
derivato**

può  
NON

se

**1. sussiste a prescindere dal contratto di mutuo**

**2. comporta il pagamento di un MTM in caso di cessazione precoce**

**è funzionale alla erogazione di un finanziamento in valuta (con tasso diverso) ma denominato in euro e sempre che:**

**1. non ricorra**

**2. la sua struttura non implichi condizioni diverse dalla semplice conversione**



## **I POTETICHE INCORPORAZIONI DERIVATIVE: 5) LA CLAUSOLA DI INDICIZZAZIONE NEL CONTRATTO NON BANCARIO**

**Locazione con aggiornamento  
annuale del canone all'indice Istat**

**non include un contratto derivato perché**

**1. l'“opzione” non è scindibile dal contratto locativo**

**2. in caso di cessazione precoce (non autorizzata) il risarcimento al locatore non includerebbe alcuna applicazione prospettica dell'Istat (no MTM)**

**3. esprime un meccanismo di indicizzazione finalizzato a garantire l'invarianza del potere d'acquisto del valore del canone sino a quando questo venga corrisposto**



# CONCLUSIONI

**A**

**La scindibilità tecnica non coincide con la scindibilità giuridica**

**B**

**La differenzialità o l'assonanza funzionale con un derivato non sono elementi sufficienti alla equiparazione della componente alla fattispecie del derivato autonomo**

**C**

**Il diritto al versamento del MTM, anche in caso di estinzione del contratto ospite, costituisce il principale elemento di discriminazione in quanto, se è possibile liberarsi unilateralmente del rischio di un derivato, non ricorre un contratto derivato, perché l'alea diverrebbe non già una componente essenziale e indefettibile della stipulazione, bensì un semplice accessorio rinunciabile o eliminabile o comunque controllabile**

**D**

**Non esiste una “virtualità derivativa”**

**E**

**La valutazione va condotta in relazione ai singoli casi, escluso ogni automatismo preconcepito**

