SLIDE 1

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

I DERIVATI ESPLICITI E IMPLICITI: ASPETTI TECNICI E GIURIDICI

Torino, 8 luglio 2021

LA DISCIPLINA REGOLAMENTARE

Prof. Avv. Maurizio Irrera

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

INTRODUZIONE: I DERIVATI NEL TUF

Una disamina della disciplina regolamentare nazionale degli strumenti finanziari derivati non può che partire dalla catalogazione degli stessi contenuta nel D.lgs. n. 58/1998 s.m.i. (TUF).

Ai sensi dell'**art. 1, comma 2 *ter*, TUF** si intendono per:

a) "**strumenti derivati**": gli strumenti finanziari citati nell'Allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera c). Quest'ultima disposizione include i valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati che permettano di acquisire o di vendere azioni e titoli equivalenti, nonché obbligazioni e altri titoli di debito, o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure;

b) "**derivati su merci**": gli strumenti finanziari che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui all'Allegato I, sezione C, punti 5), 6), 7) e 10), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera c), quando fanno riferimento a merci o attività sottostanti menzionati all'Allegato I, sezione C, punto 10); *(segue)*

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

INTRODUZIONE: I DERIVATI NEL TUF

"**contratti derivati su prodotti energetici C6**": i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap e tutti gli altri contratti derivati concernenti carbone o petrolio menzionati nella Sezione C, punto 6, dell'Allegato I che sono negoziati in un sistema organizzato di negoziazione e devono essere regolati con consegna fisica del sottostante.

All'**Allegato 1, Sezione C**, che elenca gli «**Strumenti finanziari**», sono elencate alcune tipologie di contratti derivati. Sebbene l'elenco si sforzi di offrire una catalogazione tendenzialmente «chiusa» e – per quanto possibile – «standardizzata» dei derivati, alcuni degli strumenti elencati sembrano lasciare aperto lo spazio per l'introduzione di nuovi strumenti creati dalla prassi di mercato (vv. in particolare gli strumenti di cui ai nn. 7 e 10).

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

INTRODUZIONE: I DERIVATI NEL TUF

I derivati indicati nell'Allegato 1 possono essere suddivisi, secondo una tripartizione tradizionalmente impiegata in dottrina, in:

- **Derivati finanziari (nn. 4, 8, 9)**, i quali hanno come sottostante attività o indicatori finanziari, in quanto connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti, ecc., che possono essere regolati mediante il pagamento di differenziali (n. 4 e , in via più generica n. 9). A partire dal D.M. n. 44/2007 (che sul punto ha anticipato la MiFID), sono ritenuti finanziari anche i derivati creditizi, finalizzati allo spostamento del diritto di credito (n. 8);
- **Derivati su merci (nn. 5 e 6)**, i quali sono caratterizzati dall'avere come sottostante le «merci» (da intendersi come «qualsiasi bene fungibile che può essere consegnato» ai sensi dell'art. 2, n. 1), Regolamento CE n. 1287/2006), che possono essere regolati mediante pagamento di differenziali o – nel caso di cui al n. 6 – anche mediante consegna fisica, purché in tal caso siano negoziati su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione (fra essi rientrano i «contratti derivati su prodotti energetici C6» di cui all'art. 1, comma 2 *ter*, TUF); (*segue)*

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

INTRODUZIONE: I DERIVATI NEL TUF

- **Derivati «esotici» (n. 10)**, nei quali il sottostante è rappresentato da elementi diversi da grandezze economiche, quali ad esempio variabili climatiche e tariffe di trasporto, e che rientrano nel campo di applicazione della normativa allorché siano regolati mediante il pagamento dei differenziali in contanti. Fra essi vengono fatti rientrare anche «*altri contratti su strumenti derivati […] non altrimenti indicati*», consentendo così l'apertura a nuove fattispecie negoziali.

Accanto agli strumenti finanziari derivati indicati nel TUF, la prassi ha creato o recepito ulteriori fattispecie:

- **derivati complessi**, costituiti da una combinazione di diversi derivati;
- **derivati impliciti**, nei quali il contratto derivato è «incorporato» in altra fattispecie contrattuale, generalmente un contratto di finanziamento, senza peraltro perdere la propria natura di derivato (e, anzi, incidendo sulla qualificazione giuridica del contratto «incorporante»);
- **derivati cartolarizzati** (*covered warrants* e *certificates*), negoziati in mercati regolamentati.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

LA REGOLAMENTAZIONE DEI DERIVATI IMPLICITI: PROBLEMI INTERPRETATIVI

Relativamente ai derivati impliciti incorporati in contratti di finanziamento, non è chiaro se essi seguano la regolamentazione prevista dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi, oppure no.

Da un lato, l'art. 23, 4° comma, TUF, esclude l'applicabilità delle disposizioni di trasparenza bancaria – di cui al Titolo VI Testo Unico Bancario («TUB») – ai servizi e alle attività di investimento né al collocamento di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina di trasparenza prevista dal TUF medesimo (salvo che si tratti di credito ai consumatori).

Coerentemente, le ***Disposizioni di Trasparenza di Banca d'Italia del 29.7.2009*** (le «Disposizioni di Trasparenza», stabiliscono:

a) di non essere applicabili ai servizi e alle attività di investimento, nonché al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento, quali ad esempio i contratti derivati;
b) di essere applicabili, in caso di «prodotti composti» la cui finalità esclusiva o preponderante non sia di investimento: *i)* all'intero prodotto, se questo ha finalità prevalenti o esclusive riconducibili a servizi disciplinati dal Titolo VI del TUB (finanziamento, gestione liquidità, ecc.); *ii)* alle sole componenti riconducibili ai servizi del Titolo VI, TUB, negli altri casi

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

LA REGOLAMENTAZIONE DEI DERIVATI IMPLICITI: PROBLEMI INTERPRETATIVI

***Quid iuris* per i derivati impliciti, che sono prodotti finanziari incorporati in altri contratti?**

L'art. 3 delle Disposizioni di Trasparenza definisce come «prodotti composti» gli «*schemi negoziali composti da due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica*». Dunque sembrerebbe postulare che, ai fini dell'operatività delle Disposizioni di Trasparenza, vi debbano essere due (o più) contratti distinti, funzionalmente collegati, di cui quello «prevalente» abbia natura non finanziaria.

Per altro verso, si può osservare che l'incorporazione di un derivato in un contratto «prevalente» che persegua le finalità di cui al Titolo VI, TUB, comporti che tale prodotto debba comunque seguire le Disposizioni di Trasparenza bancaria.

Disposizioni di Trasparenza che, peraltro, pare debbano essere necessariamente coordinate con quelle – attuative del TUF – di regolamentazione dello strumento finanziario.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

REGOLAMENTI ATTUATIVI DEL TUF E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Considerata l'estrema **aleatorietà** degli strumenti derivati, ed il connesso grave rischio di **asimmetria informativa**, l'Autorità di Vigilanza ha rafforzato gli obblighi di informazione disciplinati in via generale dagli artt. 21 ss. TUF.

In primo luogo, l'art. 169 del Regolamento n. 20307/2018 di Consob (il «**Regolamento Intermediari**» che sostituisce il Regolamento n. 16190/2007) prescrive (con norma di carattere generale, ma chiaramente riferibile ai derivati) che l'intermediario, ove pertinente per il tipo di strumento e lo status e il livello di conoscenza del cliente, debba indicare «a) *i rischi connessi al tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza e del rischio di perdita totale dell'investimento, inclusi i rischi associati all'insolvenza dell'emittente o a eventi connessi come il salvataggio con risorse interne;* b) *la volatilità del prezzo degli strumenti ed eventuali limiti del mercato disponibile per essi;* c) *informazioni sugli ostacoli o le limitazioni al disinvestimento, per esempio nel caso di strumenti finanziari illiquidi o strumenti finanziari con investimento a termine fisso, inclusa una presentazione dei possibili metodi di uscita e delle conseguenze di tale uscita, degli eventuali vincoli e dell'arco temporale stimato per la vendita degli strumenti finanziari prima di poter recuperare i costi iniziali dell'operazione in tale tipologia di strumenti finanziari*»

REGOLAMENTI ATTUATIVI DEL TUF E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Inoltre, con la **Comunicazione n. 9019104 del 2.3.2009**, la CONSOB ha formulato una serie di «raccomandazioni» ulteriori sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di promozione di prodotti finanziari illiquidi (in particolare derivati OTC), vale a dire quelli «*che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita*».
Le raccomandazioni di CONSOB sono finalizzate ad attenuare il rischio di *comportamenti opportunistici* da parte degli operatori professionali rispetto ai clienti al dettaglio e riguardano: *i)* obblighi specifici di trasparenza sia in fase pre-contrattuale, sia nel corso del rapporto; *ii)* l'obbligo di «scomporre» le componenti di costo del cliente per l'assunzione del prodotto; *iii)* obblighi di informativa su condizioni e termini di smobilizzo (e relative eventuali difficoltà); *iv)* l'obbligo di confronto con prodotti semplici e noti; *v)* l'obbligo di trasmettere informazioni dettagliate e periodiche sul prodotto; *vi)* l'impiego di metodologie riconosciute sul mercato in relazione alla complessità del prodotto e l'autolimitazione della discrezionalità degli addetti dell'intermediario nel collocamento; *vii)* l'idoneità del sistema informativo dell'intermediario a monitorare il prodotto.

REGOLAMENTI ATTUATIVI DEL TUF E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Quanto al profilo della sottoscrizione del derivato, l'art. 23 TUF impone per i contratti ad oggetto «finanziario» la forma scritta, a pena di nullità (relativa, in quanto rilevabile solo dal cliente).

La disposizione trova completamento negli artt. 37 e 38 del Regolamento Intermediari. Il primo stabilisce il contenuto minimo obbligatorio dei contratti relativi ai servizi di investimento (indicazione dei servizi forniti e loro caratteristiche, durata contrattuale e rinnovi, costi, ecc.), prescrivendo altresì che le medesime prescrizioni vadano rispettate per la stipula di contratti di finanziamento con gli investitori. Il secondo integra le prescrizioni del primo per le ipotesi di contratto relativo alla gestione di portafogli. In tal caso, per quanto specificamente attiene al tema dei derivati, si prescrive che, nell'indicare quali strumenti finanziari possano essere inclusi nel portafoglio del cliente, deve specificare «*la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili*».

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

REGOLAMENTO EMITTENTI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Il Regolamento CONSOB n. 11971/1999 («**Regolamento Emittenti**») detta una disciplina particolare per i titolari degli strumenti finanziari derivati, come definiti dall'art. 1, comma 2 *ter*, lett. a), TUF, nonché di ogni altro contratto in grado di determinare l'assunzione di una posizione finanziaria lunga (nella quale il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante) o corta (nella quale l'interesse economico è negativamente correlato all'andamento del sottostante) sui titoli sottostanti.

In particolare, l'art. **44 *ter*, 1° comma, Regolamento Emittenti** prevede che ai fini del calcolo delle maggioranze a cui l'art. 106, TUF, ricollega l'obbligo di O.P.A. totalitaria, debbano essere inclusi anche gli «*strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario*».

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

REGOLAMENTO EMITTENTI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

il **2° comma** della disposizione, prevede alcuni limiti stabilendo che «*Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove:*

a) tali strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati;

b) tali strumenti abbiano come sottostante titoli di futura emissione;

c) il superamento della soglia sia dovuto al computo di strumenti finanziari derivati oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto;

d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti, a fini di copertura delle posizioni di un cliente, da un soggetto abilitato come definito dall'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, da un'impresa di investimento comunitaria operante in libera prestazione di servizi ovvero da un'entità equivalente autorizzata da un'Autorità di vigilanza di uno Stato extracomunitario con cui la Consob abbia accordi di cooperazione»

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

REGOLAMENTO EMITTENTI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

L'**art. 49, 1° comma, lett. f), Regolamento Emittenti**, peraltro, prevede l'esclusione dall'obbligo di formulare l'O.P.A. totalitaria se «*le soglie previste dall'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico sono superate per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari derivati e l'acquirente si impegna a cedere a parti non correlate i derivati o i titoli in eccedenza entro sei mesi e a non esercitare nel medesimo periodo diritti di voto in misura superiore alla soglia superata*».

Il **4° comma, lett. b)**, prevede quale sanzione per l'inosservanza della disposizione prevedendo l'obbligo di promuovere «*l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto*».

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

REGOLAMENTO EMITTENTI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Di particolare interesse è altresì l'**art. 144 *bis*, lett. c), Regolamento Emittenti**, che consente l'acquisto di azioni proprie o della controllante anche: «*mediante acquisto e vendita di strumenti derivati negoziati nei mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione che prevedano la consegna fisica delle azioni sottostanti, a condizione che il regolamento di organizzazione e gestione del mercato stabilisca modalità di compravendita dei predetti strumenti tali da:*

- *non consentire l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita;*
- *garantire un'agevole partecipazione da parte degli investitori alle negoziazioni dei predetti strumenti derivati utilizzati per l'acquisto di azioni proprie; a tal fine il gestore indica idonee modalità operative e i connessi obblighi degli emittenti di informazione al pubblico sulle caratteristiche degli strumenti derivati utilizzati*».

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino

Fondazione Piero Piccatti e Aldo Milanese
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI TORINO

LIMITI ALLE POSIZIONI IN STRUMENTI DERIVATI SU MERCI

Con specifico riferimento ai derivati su merci, al fine di evitare abusi di mercato, gli **artt. 68 ss., TUF** impongono il rispetto di limiti – determinati da CONSOB – sull'entità di una posizione netta che può essere detenuta da una persona in qualsiasi momento per ciascun contratto di strumenti derivati su merci negoziati in sedi di negoziazione, e contratti negoziati fuori listino (OTC) economicamente equivalenti.

Con il **Regolamento CONSOB n. 20249/2017** («**Regolamento Mercati**») è stata dettata (agli **artt**. **61 ss.**) una disciplina analitica delle comunicazioni relative al rispetto nel tempo di tali limiti di posizione, nonché dei soggetti tenuti ad emanare tali comunicazioni e delle relative esenzioni.