

Ottobre 2016

Contratti derivati: l'indicazione degli elementi di costo nel contratto di swap tra nullità e responsabilità extracontrattuale. Commento a Tribunale di Milano, 12 maggio 2016, n. 6001.

Avv. Marcello Pistilli, Studio Legale Pistilli, Of Counsel Altroconsumo

Prendendo spunto da una recente sentenza del Tribunale di Milano, in materia di strumenti finanziari derivati, il presente contributo si propone di approfondire il tema della mancata indicazione degli elementi di costo del derivato, rispetto alla validità del contratto.

La pronuncia riguarda strumenti finanziari derivati di tipo swap negoziati al di fuori dei mercati regolamentati e stipulati prima dell'introduzione in Italia della direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE (meglio nota come **MiFID**, ove **MiFID** è acronimo di **Markets in Financial Instruments Directive**), attuata in Italia dal legislatore secondario con il regolamento Consob n. 16190 ed entrata in pieno vigore a partire dal 31.10.2007 e dunque in piena vigenza del regolamento Consob 11522 del 1.7.1998 (di seguito *breviter* "Regolamento").

Nella prima parte della sentenza, il Tribunale di Milano prende posizione sul concetto introdotto dall'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522 del 1998, paragrafo 4, parte B, per cui "*...alla stipula del contratto, il valore di uno swap è sempre nullo ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto*".

Per il Tribunale meneghino tale disposizione si riferisce esclusivamente al valore astratto del derivato, al netto del cosiddetto margine di remunerazione per l'intermediario. Come noto, per margine di remunerazione si intendono le giuste competenze, per la costruzione ingegneristica dello strumento finanziario derivato, nonché per le componenti di rischio che vengono assunte dall'emittente in ordine alla gestione del contratto e, quindi, al variare dei flussi durante la sua vigenza. A giudizio di chi scrive appare ragionevole aggiungere che tale ultima categoria di competenze dovrebbe essere tanto più ampia, quanto minore è il merito creditizio della controparte e più esteso il periodo interessato dai flussi finanziari¹.

¹ Tale aggregato finale di competenze e altri costi costituisce il mark to market dello strumento finanziario derivato, ovvero il suo valore di sostituzione sul mercato ex art. 1406 c.c. o, comunque, il suo costo di estinzione.

Ad ulteriore precisazione, appare quantomeno doveroso osservare che il principio indicato per gli intermediari emittenti valga anche per l'intermediario finanziario che commercializzi lo strumento finanziario derivato, per conto terzi. In questi caso, l'intermediario matura competenze a titolo di commissioni, per l'intermediazione nella negoziazione di strumenti finanziari emessi da soggetti terzi².

Se tali voci di costo a carico del cliente appaiono quantomeno legittime sotto il profilo causale, il provvedimento commentato analizza, invece, quali siano le conseguenze giuridiche in caso di loro mancata specifica indicazione all'interno del documento contrattuale. Per i Giudici milanesi ciò che assume rilievo a tal fine, non sarebbe tanto riscontrare l'esistenza di margini di redditività per l'intermediario – o più in generale l'esistenza di competenze a carico del cliente della banca - al momento della stipula del contratto, quanto piuttosto stabilire se tale specifica retribuzione per l'intermediario abbia, o meno, formato oggetto di accordo negoziale con il cliente.

A tale tesi giurisprudenziale si contrappone un diverso orientamento, con differenti conseguenze giuridiche dipendenti dalla mancata indicazione in contratto dei costi a carico del cliente. In particolare e sempre con specifico riferimento ai contratti stipulati prima dell'introduzione in Italia della direttiva MIFID, tale diverso orientamento considera l'omissione della precisa indicazione delle voci di costo ed in particolare dei margini di remunerazione del derivato, come una semplice violazione degli obblighi di trasparenza che non inciderebbero sulla validità del contratto. Questa violazione determinerebbe, al contrario, una responsabilità di natura precontrattuale da parte dell'intermediario ex art. 1337 c.c., per violazione degli obblighi di trasparenza previsti dagli artt. 21 e 23 TUF e degli art. 28 e 31 del regolamento Consob 11522 del luglio 1998³.

Tale tipologia di responsabilità non dovrà, infatti, ritenersi circoscritta all'ipotesi dell'ingiustificata rottura delle trattative, ma dovrà invece essere prevista come una vera e propria sanzione della violazione degli obblighi di lealtà e buona fede, finalizzata a colpire ogni comportamento destinato a proiettarsi sul contratto e sulla sua esecuzione, senza essere elisa dalla circostanza che, esaurita la fase preliminare, il contratto medesimo sia stato successivamente concluso.

Il principio *de quo* è stato recentemente confermato dalla Suprema Corte di Cassazione⁴, la quale ha stabilito che “...gli obblighi informativi non riguardano la

² La Direttiva 2004/39/CE definisce “negoziante per conto proprio” la contrattazione “...ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziante impegna posizioni proprie” (articolo 4, comma 1, numero 6). Così l'articolo 1, comma 5-bis del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n°58 (Testo Unico della Finanza): “Per negoziazione per conto proprio si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker”.

³ Cfr. Corte d'Appello di Milano 19 dicembre 2006 in *Giur It.* 2007, p. 650, conforme Tribunale di Foggia nella sentenza 30 giugno 2006 con nota di SCALZO M. in *I contratti* 2007, fasc. 5, p. 426.

⁴ Ordinanza di rinvio della Cassazione civile, sez. I, del 16 febbraio 2007 n. 3683 alle Sezioni Unite.

natura e l'oggetto del contratto, ma solo elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione".

Per il Tribunale di Milano, dunque, il margine di remunerazione maturato dall'intermediario finanziario, per la predisposizione ingegneristica dello strumento derivato, pur considerandosi del tutto lecito da un punto di vista causale necessita di specifica esplicitazione nel documento contrattuale. In particolare, sembrerebbe di capire che per i Giudici milanesi tali voci di competenze a favore dell'intermediario finanziario costituiscano una parte dell'oggetto del contratto e pertanto, necessita di specifico accordo delle parti a pena di nullità ex art. 1418 c.c.

Inoltre, opportunamente sollecitata dalle parti in causa, il Tribunale di Milano si esprime *incidenter tantum* anche sulla natura del nuovo art. 32 del regolamento Consob 16190 introdotto con la direttiva MIFID. Tale articolo prevede un preciso obbligo di esplicitazione dei costi ai soli clienti al dettaglio.

Per il Tribunale, l'obbligo introdotto con la direttiva sopra citata rileverebbe, però, esclusivamente sul piano informativo e riguarderebbe solo l'obbligo specifico per l'intermediario - che fosse anche emittente dello strumento finanziario - di fornire al proprio cliente al *dettaglio* tutte le informazioni necessarie affinché quest'ultimo presti un consenso negoziale consapevole.

Tuttavia, tale disposto normativo non limiterebbe né derogherebbe al principio fondamentale valido – questo sì – per ogni tipo di cliente (cliente al dettaglio, cliente professionale su richiesta o cliente professionale di diritto), per cui rimane la necessità che su tutti gli elementi essenziali del contratto derivato (inclusi i margini di redditività a favore dell'intermediario) si sia formata la volontà negoziale del cliente.

Il concetto di trasparenza è stato ripreso, anche recentemente dalla Corte d'Appello di Torino che con un apprezzabile sforzo esegetico ha elevato il concetto di trasparenza ad elemento essenziale del contratto che contiene lo strumento finanziario derivato⁵. Per il Collegio torinese sussisterebbe, infatti, un'inscindibile connessione della causa – quale elemento essenziale del contratto – con l'assolvimento dell'onere informativo e, per la precisione, con una consapevolezza piena del cliente circa i rischi dell'operazione e le particolari connotazioni dello *swap*.

Pertanto, la piena consapevolezza delle parti contrattuali di tutte le connotazioni che caratterizzano lo strumento finanziario derivato costituisce elemento inscindibile, per determinare la causa dello stesso. La sua omissione verrebbe ad incidere, pertanto, sulla causa concreta sottostante al negozio giuridico, con ovvie conseguenze in termini di validità del contratto. Tale conclusione non appare distante da quella cui giunse, qualche

⁵ Cfr. Corte d'Appello di Torino r.g. 1272/2014 – sentenza 659/2016.

anno fa, proprio la Corte d'Appello di Milano⁶ che sempre in materia di strumenti finanziari derivati aveva stabilito che la causa dell'intermediazione finanziaria, ritenuta meritevole dal legislatore, consiste nella consapevole e razionale creazione di alee cui il concetto di trasparenza svolge un ruolo chiave. Proseguivano i Giudici d'Appello milanesi evidenziando che un'alea è definibile "razionale" quando, al momento della stipula del contratto, entrambe le parti sono messe nelle condizioni di conoscere: *i.* gli scenari probabilistici; *ii.* le conseguenze del verificarsi degli eventi; *iii.* il valore astratto (prezzo) del derivato; *iv.* gli eventuali costi impliciti; *v.* i criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso.

In difetto di tali elementi, il contratto dovrebbe ritenersi nullo, per totale difetto di causa.

Si può concludere che ad oggi, la questione relativa alla mancata indicazione nel contratto di tutti elementi di costo del derivato, inclusi i margini di remunerazione (o le commissioni di intermediazione) per l'intermediario finanziario appare tutt'altro che risolta. Di tale incertezza interpretativa il legislatore non potrà che tener conto, nell'ambito di un più ampio intervento sulla materia degli strumenti finanziari derivati.

⁶ "...Una recente ed autorevole dottrina specialistica (ndr Prof. Daniele Maffeis, massimo esperto in materia di prodotti finanziari) qualifica il contratto di derivato come un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che nei derivati, cosiddetti simmetrici, sono reciproche e bilaterali". (cfr. Corte d'Appello di Milano n. 2652/09).