

n. 1/2015

Milano, giugno 2015.

LA NULLITÀ DEL DERIVATO OTC PER “IRRAZIONALITÀ DELLA SCOMMESSA”

Spunti critici sulla sentenza della Corte d’Appello di Milano n. 3459/2013

1. Il caso.

La sentenza in commento si inserisce all’interno della giurisprudenza che ha dichiarato la nullità di derivati OTC per vizi attinenti alla causa, divergendo però dal “filone” maggioritario, relativo alla nullità “per mancanza di causa in concreto” e sposando invece la diversa teoria della nullità per “irrazionalità della scommessa”¹.

I contratti oggetto di causa sono due derivati OTC aventi come *underlying* un tasso di interesse: il primo è uno *swap*, in particolare un IRS, utilizzato dal Cliente per trasformare il tasso variabile di un mutuo in tasso fisso, mentre il secondo è un *Interest Rate Option*, in cui la prestazione di una delle parti è invece sottoposta a condizione; la differenza tuttavia non è stata colta dalla Corte che definisce “IRS” entrambi i contratti.

In prime cure, il Tribunale di Pavia (dott. Balba) aveva accertato la responsabilità precontrattuale della Banca per violazione degli obblighi informativi previsti dal TUF, condannandola al risarcimento del danno. La Banca ha proposto appello, e così il Cliente.

2. La motivazione della Corte d’Appello.

La Corte d’Appello, *in primis*, definisce gli elementi contrattuali, affermando che l’**oggetto** del derivato OTC sia lo “scambio di differenziali a determinate scadenze”, mentre “la **causa** risiede in una scommessa che ambo le parti assumono”².

Inseriti così i derivati nel *genus* “scommessa”, i giudici meneghini li ascrivono alla *species* delle “scommesse legalmente autorizzate”. Per fare ciò è ritenuto decisivo il disposto dell’art. 23, co. 5, TUF, il quale prevede che agli strumenti finanziari derivati non si applichi l’art. 1933 c.c., che disciplina le scommesse meramente tollerate, escludendo per esse l’azione in giudizio.

Viene quindi affermato che la causa dei contratti OTC, pur essendo quella tipica della scommessa, ossia la mera creazione di alee, “non può che essere (deve essere!) *razionale per entrambi gli scommettitori*”, e ciò in quanto “il riconoscimento legislativo [art. 23, co. 5°, TUF n.d.r.] risiede nella *razionalità dell’alea*”.

Perché l’alea sia razionale, continua la sentenza, “gli scenari probabilistici e le

conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti ex ante, con certezza", parimenti devono essere "esplicitati nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso", pertanto "tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto".

Dunque, definendo l'alea e così la causa, questi elementi entrano nella struttura stessa del contratto e la loro assenza comporta la nullità ex art. 1418 c.c. per difetto di causa, nonché per la non meritevolezza degli interessi perseguiti ex art. 1322, co. 2°, c.c.

3. Il commento.

Le motivazioni a sostegno della nullità non sono esenti da critiche, non a caso è stato affermato che "questa pronuncia si distingue certamente per la sua originalità"³.

- L'inclusione fra le scommesse.

Seguendo l'ordine logico della motivazione, è possibile *in primis* dubitare che i derivati possano essere, *tout court*, inclusi fra le scommesse.

Uno degli usuali motivi di tale errata assimilazione è la ricomprensione dei derivati OTC nella categoria dei contratti differenziali⁴, i quali a loro volta vengono tradizionalmente accostati alle scommesse⁵.

Superando l'inclusione dei derivati fra i contratti differenziali, è quindi possibile affermare che la causa del derivato, in quanto contratto di scambio, non sia la mera creazione di alee, bensì il rapporto sinallagmatico fra le prestazioni⁶.

In questo modo anche lo scopo di pura speculazione, da cui spesso si deduce la natura di scommessa, diviene un motivo soggettivo irrilevante o comunque che "viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé"⁷.

In effetti, le sentenze gemelle della Cassazione del 2007⁸ hanno escluso la natura di scommessa per la sola presenza di alea o speculazione, stabilendo che, anche se una parte conclude il contratto come scommessa, questo scopo deve essere voluto da entrambe le parti, non bastando la mera conoscenza dell'intenzione della controparte di voler scommettere per qualificare l'intero contratto come scommessa.

Infine, la natura stessa di contratto aleatorio per l'IRS non può considerarsi pacifica⁹.

- La portata dichiarativa dell'art. 23, co. 5°, TUF.

La dottrina maggioritaria propende per la c.d. portata dichiarativa dell'art. 23, co. 5°, TUF; in altre parole, la norma avrebbe solo il pregio di "rimuovere il dubbio" che i derivati possano essere considerati una scommessa ma, anche in assenza di tale previsione legislativa, i contratti in oggetto potrebbero comunque rimanere al di fuori dell'ambito applicativo dell'art. 1933 c.c.¹⁰.

Infatti, l'art. 23, co. 5, TUF limita la propria portata alla prestazione di servizi di investimento, ma non per questo ad uno *swap* fra privati si applicherebbe *ex se* l'art. 1933 c.c.

- La razionalità.

Anche volendo attribuire portata costitutiva all'art. 23, co. 5°, TUF, è di tutta evidenza che il testo normativo non prevede alcun requisito di "razionalità" per la propria applicazione, giacché la sua imposizione da parte dei giudici meneghini pare del tutto arbitraria.

La giustificazione del riconoscimento legislativo, volendo ricercarla, potrebbe comunque essere individuata, persino per gli "immorali" ¹¹ derivati puramente speculativi, nel positivo incremento di liquidità del mercato¹².

Inoltre i derivati OTC sono uno strumento finanziario già "riconosciuto e legittimato dall'art. 1 t.u.f."¹³.

Ad ogni modo, anche ipotizzando che il requisito della razionalità sia necessario per il riconoscimento, è possibile dubitare della possibilità di distinguere fra speculazione razionale e scommessa irrazionale, legata al capriccio della sorte, in quanto tali operazioni finanziarie dipendono da un "così grande numero di variabili - molte delle quali da qualificarsi, oltre tutto, come fattori straordinari e imprevedibili - da rendere insuscettibile di valutazione razionale la previsione fondata sui dati attualmente disponibili"¹⁴.

Gli elementi da cui poi i giudici pretendono di dedurre la razionalità paiono poco definiti. In particolare la definizione di un elemento della struttura contrattuale (razionalità) verrebbe rimesso unicamente al caso concreto, non essendo possibile stabilire, *ex ante* ed in astratto, quando le informazioni contenute nel singolo contratto siano, qualitativamente e

quantitativamente, sufficienti a rendere l'operazione "razionale" per l'investitore.

Inoltre la Corte, condividendo la censura sollevata dalle parti attrici che esse "non erano e non sono state poste in grado di comprendere la portata dell'operazione finanziaria sottoscritta", pare aver dato rilievo ad un elemento soggettivo, costituito dalla comprensibilità e/o dall'effettiva comprensione, nella definizione di razionalità e così nella struttura del contratto (!)¹⁵.

È infine da censurare anche che la presenza di tali elementi sia sempre necessaria per l'agire razionale, infatti, anche in loro assenza, è ben ipotizzabile la razionalità dell'operazione per l'investitore: ad esempio nel caso di chi decida, avendo stipulato un mutuo a tasso variabile, di trasformarlo in tasso fisso con uno *swap*¹⁶.

- La trasformazione di oneri informativi in elementi del contratto.

È del tutto evidente che il maggior vizio della sentenza in commento sia di aver semplicemente spostato alcuni elementi oggetto di informazione precontrattuale, ex art. 21 TUF, nella struttura del contratto, arrivando così ad affermare la nullità in loro assenza, anziché, come in primo grado, dichiarare il mancato rispetto di una norma imperativa di condotta.

Pare inoltre vano il tentativo della Corte d'Appello di ritenere che la propria teoria non sia in contrasto con il contenuto della "nota sentenza SS.UU. 26724/07", in quanto "l'obbligo informativo, per contro, attiene alla esplicitazione dei contenuti del contratto e

dell'alea in esso contenuta (che devono essere conosciuti e riversati nel contratto)".

La sentenza si spinge, peraltro, anche oltre gli obblighi ex art. 21 TUF, ritenendo necessari per la razionalità della scommessa anche elementi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla medesima norma, come gli scenari probabilistici, appunto non obbligatori, e l'indicazione del valore del contratto (c.d. *mark to market*), che, a partire dalla MIFID, è imposta unicamente per le stipulazioni con la clientela al dettaglio¹⁷.

- Le conseguenze dell'assenza di razionalità.

Ad ogni modo gli effetti che la Corte fa discendere dal difetto di razionalità (e cioè nullità del contratto ex art. 1418 c.c. ed ex art. 1322, co. 2°, c.c.) non sembrano condivisibili neppure accettando i precedenti assunti.

Da un lato, è pur vero che verrebbe a mancare un elemento essenziale del contratto, ma questo non dovrebbe comportare la nullità del derivato, in quanto a monte verrebbe meno l'elemento alla base del riconoscimento legislativo, e quindi *in primis* si avrebbe il "regresso" del contratto nelle maglie dell'art. 1933 c.c.¹⁸.

Dall'altro, l'assenza della ragione giustificativa del riconoscimento legislativo quale scommessa legalmente autorizzata non può comportare, *sic et simpliciter*, anche la mancanza della minore meritevolezza dell'interesse previsto a pena di nullità dall'art. 1322, co. 2°, c.c., e ciò in particolare alla luce della

già accennata inclusione dei derivati nell'art. 1, co. 3°, TUF¹⁹.

Dott. Massimo A. Genevini
Studio Legale Mannocchi & Fioretti
Sede di Milano

1 La Corte d'Appello trae fondamento dalla teoria dottrinale sostenuta, su tutti, da D. MAFFEIS, "Costi impliciti nell'Interest Rate Swap", in *Giur. comm.*, fasc. 3, 2013, p. 648.

2 In vero, in altro passaggio, la sentenza pare si contraddica affermando che "l'oggetto [rectius: la causa n.d.r.] del contratto swap si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali".

3 L. BALLERINI, "Struttura e causa dell'interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale", in *Nuova Giur. Civ.*, 2014, 3, 206.

4 Tale inclusione è, per la maggioranza dei derivati OTC, molto dibattuta. *In primis* la definizione di derivato OTC compiuta dalla sentenza ("scambio di differenziali a determinate scadenze"), pare ricomprendere i soli *swaps* (e non quindi *futures* e *options*), ma l'ambito in cui un derivato possa essere un contratto differenziale è, in effetti, ancora più ristretto. È vero che gli *swaps* potrebbero prevedere come unica prestazione contrattuale il pagamento di una differenza fra due operazioni (c.d. contratti differenziali semplici), ma questa sarebbe una previsione contrattuale contraria all'*id quod plerumque accidit*, che invece prevede alternativamente il pagamento di flussi non contemporanei, oppure, in caso di identiche scadenze, la compensazione fra le prestazioni, quindi un mero regolamento per differenza delle prestazioni e non un'unica prestazione.

5 Il dubbio che i contratti di borsa, in particolare quelli regolati per differenziali, potessero essere ricondotti alle scommesse, ha portato all'introduzione, sin dalla L. 3 settembre 1876, n. 3326, artt. 2 e 4, del riconoscimento esplicito dell'azione in giudizio. Per un'ampia ricostruzione storica F. CAPUTO NASSETTI, "I contratti derivati finanziari", Milano, 2011, p. 93 ss.

6 “...del tutto condivisibile si mostra la prospettiva che – in ordine alla causa dei contratti derivati – individua lo schema astratto dell’operazione negoziale in uno scambio di flussi finanziari convenuto dalle parti sulla scorta della variazione nel tempo dei tassi di interesse” Trib. Milano, dott.ssa Cozzi, 28.11.2014, reperibile in www.ilcaso.it.

7 F. CAPUTO NASSETTI, “Un salto indietro di trent’anni: «swap uguale scommessa!»”, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 2, parte II, 2014, p. 295, citando Cass. Civ. 11 febbraio 1946, n. 116 in *Rep. Foro it.* 1946, voce *Obblig. e contr.*, n. 64.

8 Cass. Civ. SS. UU. nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007.

9 L’aleatorietà dell’*Interest Rate Option*, essendo una delle prestazioni sottoposta a condizione, è sostanzialmente indiscussa, mentre vi è chi ascrive gli IRS fra i contratti commutativi ritenendo che la variazione dei tassi di interesse possa essere inclusa nell’alea normale del contratto, ossia di quell’«alea che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione [le funzioni di copertura, speculazione, arbitraggio vengono ritenute motivi irrilevanti n.d.r.], ma rimane da esso estrinseca», cf. F. CAPUTO NASSETTI, *op.cit.*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 2, parte II, 2014, p. 297 ss.

10 Sulla portata dichiarativa dell’art. 23, co. 5, TUF derivante dalla ricostruzione storica cfr. nt. 5, con cui concorda, ex multis V. LA MALFA, “*Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d’Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 01/2014, p. 4.

11 La sentenza in commento ritiene che gli scopi (di copertura e di speculazioni) siano irrilevanti, perché al contrario “solo nei casi di copertura la scommessa sia lecita e per questo autorizzata, laddove nei casi di speculazione pura sia immorale”. All’asserita immoralità della speculazione è però facile obiettare che nemmeno lo Stato condivide tale posizione: infatti non esita, ad esempio, a permettere la compravendite puramente speculative *intraday* di azioni, nonché a tassarne il relativo *capital gain*.

12 D. MENGLE, “*The Economic Role of Speculation*”, in *ISDA Research Notes No. 2*, 2010, reperibile in www.isda.org.

13 Così E. GIRINO, “*Alea e Trasparenza nella Contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*”, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 1, 2013, p. 92; conformemente, in giurisprudenza i derivati vengono definiti: “*modelli contrattuali aleatori oramai tipizzati, ancorché in forma assai aperta (artt. 1, commi 2 e 3, T.U.F.): ne consegue, già in astratto, la meritevolezza di tutela giuridica e la liceità della funzione economico-sociale con essi perseguita*” (Trib. Verona, 25.03.2013, n. 709).

14 G. GABRIELLI, “*Operazioni sui derivati: contratti o scommesse?*”, in *Giur. e impr.*, 2009, p. 1135.

15 Questo, oltre ad essere giuridicamente scorretto, avrebbe conseguenze dannose per il mercato in quanto consentirebbe comportamenti opportunistici da parte dei clienti (i quali potrebbero facilmente opporre i propri limiti cognitivi), con conseguente “selezione avversa” da parte dell’Istituto di credito.

16 La presenza nel contratto di elementi come il *mark to market* e gli scenari probabilisti potrebbe portare ad una maggiore conoscenza della possibile convenienza economica dell’operazione, ma per un soggetto avverso al rischio può essere perfettamente razionale la trasformazione di un tasso da variabile a fisso.

17 Sul punto cfr. V. LA MALFA, (nt. 10) p. 5, nota 19.

18 Se è vero che il derivato è una scommessa legalmente autorizzata se, e solo se, è razionale, qualora venisse a mancare la razionalità non diventerebbe una scommessa legalmente autorizzata nulla, poiché non sarebbe a priori una scommessa legalmente autorizzata e ritornerebbe quindi una scommessa meramente tollerata. Sul punto si vd. L. BALLERINI, (nt. 3).

19 L’ordinamento riconosce comunque la validità delle scommesse tollerate, infatti il soggetto che adempie all’obbligazione spontaneamente non ha diritto alla restituzione.

This document is not a legal opinion as it is only for M&F's Clients information purposes. It is M&F property and cannot be disclosed to any subject different to the receiver, without prior written authorization.