I derivati espliciti e impliciti: Aspetti tecnici e giuridici

La posizione delle banche e dei clienti

Torino 8 luglio 2021

Avvocato Massimiliano Elia

massimiliano.elia@leadinglaw.it

Il contratto derivato over the counter: natura e caratteristiche

La contrattazione in derivati c.d *over the counter*, a differenza di quella dei derivati negoziati sui mercati regolamentari, porta con sè un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, stato che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle caratteristiche di offerente, di consulente e di controparte.

Il contratto derivato stand alone e embedded
natura e caratteristiche

Il derivato è un contratto aleatorio (art. 1469 c.c.) e atipico (art. 1322 c.c.) la cui entità della prestazione dipende da fattori variabili incerti ed il cui contenuto non è eteroregolamentato e percò definito *bespoke* dalle Sezioni Unite n. 8770/20.

In una operazione finanziaria il contratto derivato può presentarsi come stand alone o se incorporato in un finanziamento come embedded.

Il contratto derivato over the counter par

Nel contratto derivato l'intermediario è obbligato ad assicurarsi contro il rischio di insolvenza della controparte non qualificata (cliente), ed è nella logica commerciale che ci sia un margine per le società (banche) commerciali che hanno predisposto lo strumento finanziario.

Per tale ragione i contratti swap par possono solo essere utopistici.

Il contratto derivato over the counter par

L'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522 del 1998, paragrafo 4, parte B, stabilisce che "…*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*"

Le asimmetrie informative e conoscitive: Comunicazione Consob n. 9019104/2009

- In merito ai servizi di investimento in derivati la Consob con la comunicazione n. 9019104 del marzo 2009 ha ricordato agli intermediari che: "*l'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative*".
- Complessità dell'operazione, costi, grado di cultura finanziaria determinano un deficit informativo in capo alla clientela *retail*.
- Quindi la necessità di maggiore trasparenza con una piena *disclosure* dei costi espliciti ed impliciti dell'operazione (*mark up – cost of hedging*), del *fair value* del derivato, delle possibilità e dei costi di smobilizzo (*mark to market* iniziale), valutazione di un esito prognostico con indicazione chiara delle potenziali variabili di perdita e di guadagno (curve *forward*).

Il derivato enbedded
Comunicazione Consob n. 9019104/2009 di Livello 3 del 2.03.09

- La predetta comunicazione ha messo in chiaro che: "*per i prodotti composti che inglobano una componente derivativa l'indagine sull'idoneità delle conoscenze ed esperienze di cui è dotato il cliente dovrà essere condotta dall'intermediario anche paritariamente per ognuna delle sue componenti…….e tale valutazione dovrà specificamente tenere presente della intellegibilità per il cliente della natura e degli effetti aleatori del derivato incorporato affinchè sia verificata la consapevolezza delle scelte effettuate*".

La trasparenza sul rischio

- La trasparenza ha un duplice scopo:
  - evitare che l'investitore sia inconsapevole del rischio assunto;
  - garantire che sia nella condizione di agire in modo razionale.
- L'alea è razionale quando è conoscibile e misurabile, ovvero quando: "*la scommessa è razionale*" Sez. Unite 8770/20

La misura del rischio quantità e qualità dell'alea

- Il contratto swap è aleatorio per sua natura e l'alea giuridica è rappresentata dal rischio finanziario che può essere misurato (misura del rischio) attraverso il valore finanziario del mark to market e dal suo metodo di calcolo (mark to model) e come è stato evidenziato dalle Sezioni Unite dagli scenari probabilistici.

Oggetto e causa del contratto swap

- Il dibattito sul tema è molto acceso sia in dottrina che in giurisprudenza e si contrappone tra due tesi maggioritarie:

a) L'oggetto del contratto è il mark to market (che rappresenta la misura del rischio) e la causa del contratto è lo scambio delle rispettive alee tra le parti;

b) L'oggetto del contratto sono le obbligazioni assunte dalle parti e la causa è rappresentata dello scambio dei flussi.

Oggetto e causa del contratto swap

- La prima tesi si fonda sul presupposto che i derivati sono contratti aleatori, di durata e appartenenti alla categoria dei prodotti illiquidi;
- La seconda tesi si fonda sul presupposto che il mark to market sia un semplice costo di sostituzione e rappresenti un valore meramente teorico.

Differenzialità derivativa e finanziaria

- In astratto è possibile riconoscere un obiettivo differenziale in qualunque operazione di natura finanziaria.
- L'acquisto di un'opera d'arte piuttosto che un'azione persegue il fine di un guadagno futuro sulla rivalutazione essendo evidente come il fine del negozio sia il possesso/godimento del bene.
- Diversamente è il caso dell'acquirente del derivato in quanto non dovrà sopportare l'esborso del valore del bene ma solo dell'operazione strutturata che consentirà di ottenere il differenziale positivo/negativo.

Causa astratta e causa concreta

- Il grande interesse da parte della dottrina quanto della giurisprudenza per l'aleatorietà del contratto (art.1469 c.c.) non sarebbe mai emerso se non fosse esploso il fenomeno dei derivati ed in particolare gli over the counter, simpaticamente definiti dal Prof. De Nova "contratti alieni".
- Una parte della giurisprudenza, prima la Corte di Appello di Milano del 18.9.2013 e poi il Tribunale di Torino del 17.01.2014, sentenza poi confermata dalla Corte di Appello di Torino il 22.04.2016 è giunta a dichiarare la nullità del contratto derivato sulla base della mancanza di causa concreta.
- La tesi è pregevole oltre che affascinante ed ha come punto di partenza la non applicazione dell'art.1933 c.c. ai contratti derivati con l'evidente richiamo alla rilettura dell'art.1935 c.c. come scommessa legalmente autorizzata.

Causa astratta e causa concreta

- La non soggezione del contratto derivato alla scommessa tollerata (art.1933 c.c.) ai sensi del art.23 V comma TUF, conferma che il contratto è una scomessa non tollerata ma autorizzata, con applicazione dell'art.1935 c.c. **se razionale** (alea ponderata, scenari di probabilistici *disclaimer Cass. Civ. Sez. Unite 8770/20)* e con conseguente azione in giudizio.
- Il richiamo alla scommessa legalmente autorizzata porta a scrutinare per i contratti derivati se sussita una causa lecita e meritevole di tutela, ovvero, se la scommessa sia stata conclusa sul presupposto che gli scommettitori si trovavano nello stato di conoscenza o conoscibilità dell'evento da cui dipendeva l'esito della scommessa, o meglio, se l'alea che formava **l'oggetto del contratto** era misurabile e razionale.

Causa astratta e causa concreta

- L'indagine quindi non si limita più alla funzione economico sociale del contratto (causa astratta), bensi alla verifica degli interessi e allo scopo che il contratto è concretamente diretto a realizzare (causa concreta).
- "*la probabile, soggettiva conoscenza del risultato della corsa (condizione migliore del singolo scommettitore) impone all'interprete di pervenire ad una piu corretta ricostruzione del profilo causale del negozio stesso*" Cass. 20.03.2012 n.4371.
- "*perchè il contratto sia meritevole di tutela giuridica e non si risolva in una scommessa, l'alea deve essere* ***consapevole e condivisa*** *da entrambe le parti*" Corte App. Torino 4.06.2021.