

Derivati incorporati

I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento

di Daniele Maffeis

All'interno del fenomeno di più ampie dimensioni dei prodotti assemblati (PRIP) e dei contratti che incorporano componenti bancarie/finanziarie/assicurative, i finanziamenti che incorporano derivati si caratterizzano per la presenza di una componente di alea giuridica, riconducibile agli effetti di un investimento, che incide sulla qualificazione civilistica del contratto, che è unitaria, comportando, da un lato, l'applicazione, a contratti tradizionalmente riconducibili al comparto bancario, del Testo Unico dell'intermediazione Finanziaria e dell'intera disciplina del comparto finanziario, dall'altro, l'identificazione di una causa unitaria caratterizzata da una componente unitariamente ed inscindibilmente aleatoria che richiede un giudizio di meritevolezza degli interessi incentrato sull'alea razionale e quindi sulla consapevolezza in capo al cliente della qualità e della quantità dell'alea assunta con la componente derivativa, oltre che dei modelli e metodi di calcolo del rischio.

Contratti di finanziamento e derivati incorporati

I molteplici problemi sollevati dall'esistenza di tre discipline diverse per ciascuno dei tre comparti - finanziario, bancario, assicurativo - sono risaputi e, al di là degli ovvii auspici *de iure condendo*, sono ora largamente indagati *de iure condito* (1).

Tra questi problemi, uno è quello della disciplina dei contratti il cui contenuto - e, soprattutto, i cui effetti squisitamente finanziari - sono riconducibili al contenuto, ed agli effetti, di più contratti che,

isolatamente considerati, integrerebbero investimenti o contratti bancari o assicurativi.

Prassi diffuse - finanziamenti a tasso variabile che incorporano una *interest rate option (floor)*, sovente predisposta dalla banca per contrastare la crescente diffusione di parametri di tasso contenuti o addirittura negativi, o che incorporano uno *swap* di valuta - e prescrizioni di legge - l'art. 2426 c.c. che disciplina per i bilanci di società per azioni i derivati "incorporati" in altri strumenti finanziari (2) (e si veda il principio contabile IAS 39, par. 10 (3) o la Opinion di ESMA in data 27 marzo 2014 sugli

(1) F. Annunziata, *Intermediari e mercati: introduzione*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 8; A. Sciarrone Alibrandi, *Prodotti "misti" e norme a tutela del cliente*, in Liber amicorum Pietro Abbadesse, vol. 3, Torino, 2014, 2416; P. Corrias, *Le aree di interferenza delle attività bancaria e assicurativa tra tutela dell'utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, I, 617 ss.; R. Natoli, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 49 ss.

(2) In senso matematico, l'espressione "incorporati" deve essere intesa nel senso che al valore del mutuo (il contenente) va sommato il valore del derivato, ad es. l'opzione *floor* o *cap*.

In ordine di tempo l'ultima espressione del legislatore è "assemblati" ed è quella del Regolamento UE c.d. PRIIPs, n. 1286/2014 del 26 novembre 2014, citato poco oltre nel testo.

(3) "Un derivato incorporato è una componente di uno strumento ibrido (combinato) che include anche un contratto primario non derivato con l'effetto che alcuni dei flussi finanziari dello strumento combinato variano in maniera simile a quelli del derivato preso a sé stante. Un derivato incorporato determina alcuni o tutti i flussi finanziari che altrimenti il contratto avrebbe richiesto di modificare con riferimento a un prestabilito tasso di interesse, a un prezzo di uno strumento finanziario, a un prezzo di una merce, a un tasso di cambio di una valuta estera, a un indice di prezzi o di tassi, al merito creditizio (ra-

SRP - Structured Retail Products (4)) o il comma 3 dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008 come sostituito dal comma 572 della legge di stabilità 2014 che disciplina le componenti derivate inserite nei contratti di finanziamento della P.A. (5) - suggeriscono di esaminare il duplice problema (i) se i "derivati incorporati" nei contratti di finanziamento - diffusissimi nella prassi finanziaria e ora, appunto, testualmente richiamati dal legislatore ordinario, a vari effetti, come autonoma categoria normativa - debbano essere assoggettati alle norme imperative del TUF ed in generale alla disciplina dell'intermediazione finanziaria alla stregua dei contratti derivati che invece non si presentano incorporati in finanziamenti (6) e (ii) se e come, indipendentemente dall'applicazione delle norme imperative del TUF ed in generale della disciplina dell'intermediazione finanziaria, i derivati incorporati incidano sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento che li incorporano.

Ci occupiamo qui dei finanziamenti che incorporano derivati; non invece dei derivati rappresentati da titoli ai quali si applica la disciplina dei derivati perché incorporano altri derivati, per esempio le *credit linked notes* che incorporano i rischi di *credit default swaps* (7).

ting o indice di credito o ad altra variabile a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, questa non sia specifica di una delle parti contrattuali). Il principio contabile internazionale IFRS 9 al par. B4.3.3. dispone che "An embedded option-based derivative (such as an embedded put, call, cap, floor or swaption) is separated from its host contract on the basis of the stated terms of the option feature. The initial carrying amount of the host instrument is the residual amount after separating the embedded derivative". La Circolare n. 262 di Banca d'Italia sul bilancio bancario nel capitolo III - il bilancio dell'impresa - al paragrafo 7 - la nota integrativa - dispone che "I rapporti attivi e passivi che prevedono la corresponsione di un tasso d'interesse indicizzato con una soglia minima e/o massima vanno trattati come una combinazione di rapporti a tasso indicizzato e di opzioni del tipo 'floor' e/o 'cap'".

(4) "Structured retail products are compound financial instruments that have the characteristic of combining a base instrument (such as note fund or deposit) with an embedded derivative(s) that provides economic exposure to reference assets, indices or portfolios. In this form, they provide investors, at predetermined times, with pay offs that are linked to the performance of reference assets, indices or other economic values".

(5) Sulla disposizione di legge citata nel testo, relativa ai derivati incorporati nei finanziamenti della pubblica amministrazione, si vedano F. Capriglione, *I "derivati" dei Comuni Italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 294; A. Scognamiglio, *La ristrutturazione del debito degli enti pubblici e il problema dei derivati*, in *Dir. banca merc. fin.*, 162 s.; D. Gaudiello, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la legge di stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 1 il quale chiarisce

Il tema è antico almeno quanto le riflessioni avviate negli anni '80 del secolo scorso, intorno alle obbligazioni *bull* e *bear*, ed ora attualissime in relazione alle obbligazioni variamente indicizzate (8) - come testualmente è consentito che le obbligazioni siano emesse, dall'art. 2411 c.c. (9) - nelle quali l'eventuale componente derivativa (da non ravvisarsi nella mera indicizzazione, ma che spesso sussiste) è incorporata in uno strumento che integra bensì uno strumento finanziario elencato nell'art. 1 TUF - l'obbligazione, che si presenta come obbligazione strutturata - ma che, al contempo, presenta una causa di finanziamento: non un finanziamento della banca al cliente, ma un finanziamento dell'investitore, che tramite la banca intermediaria, acquista l'obbligazione e finanzia l'emittente (10).

Più in generale, il fenomeno oggi diffuso - e che intendo esaminare, in uno dei suoi più delicati aspetti - può essere descritto riprendendo l'*incipit* del Regolamento UE c.d. PRIIPs, n. 1286/2014 del 26 novembre 2014, con entrata in vigore al 31 dicembre 2016, dove, al primo "considerando", è detto che "Agli investitori al dettaglio che ipotizzano di effettuare un investimento viene offerta una varietà sempre più ampia di prodotti d'investimento al dettaglio (...) preassemblati (packaged retail (...) investment products)" che "possono essere com-

che "l'opzione cap (...) resta un contratto derivato finanziario ai sensi del d.lgs. 58/1998" e "può ancora essere acquistata dagli enti locali, ma deve formare parte del contratto di mutuo. Dunque, controparte della opzione cap è la stessa banca erogatrice del finanziamento".

(6) Anche se spessissimo sono collegati a finanziamenti o incorporano, essi, finanziamenti come l'*up front*: in tema ora M. Cognolato, *Componenti derivate e causa di finanziamento*, in E. Panzarini - A.A. Dolmetta - S. Patriarca (a cura di), *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, 2016, 1755.

(7) Ampiamente in D. Maffei, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. Maffei (cur.), *Contratti derivati OTC - Quaderno di Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2014, 15 al richiamo delle note 40 e 41. Nella sua preliminare descrizione delle più diffuse fattispecie di derivati, C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, 10, nt. 20, richiama i *credit default swaps* e le *credit linked notes* che distingue dal punto di vista dei luoghi e modi di negoziazione del rischio, che è lo stesso, e riguarda sempre *credit events*.

(8) A. Giannelli, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, 68 s.; ampi riferimenti alle fattispecie in E. La Sala - F. Bruno, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in questa *Rivista*, 2009, 689 ss.

(9) L'art. 2411, comma 2, c.c. dispone che "I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi (...)".

(10) N. Abriani et alii, *Diritto delle imprese*, Milano, 2012, 182, 331 ss. Già G.F. Campobasso, *Convenienza economica e natura del prestito obbligazionario*, in questa *Rivista*, 1991, 296 ed ora voce *Obbligazioni di società*, in *Digesto IV. Disc. comm.*, s.d. ma Torino, 2009, 281.

plexi e di difficile comprensione”; si tratta di “tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall’industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l’importo dovuto all’investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell’esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall’investitore al dettaglio”, per i quali “gli investimenti non sono di tipo diretto, quale l’acquisto o la detenzione di attività. Essi agiscono invece da interfaccia tra l’investitore al dettaglio e i mercati attraverso un processo di assemblaggio consistente nel confezionare le attività in modo da creare prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto ad una detenzione diretta. Tale assemblaggio può consentire agli investitori al dettaglio di impegnarsi in strategie di investimento che sarebbero altrimenti inaccessibili o poco pratiche, ma può anche richiedere di mettere a disposizione ulteriori informazioni, in particolare al fine di consentire raffronti tra le diverse modalità di assemblaggio degli investimenti”.

Ed il fenomeno dell’assemblaggio impone che il documento informativo consistente nel KID (*key investment document*) contempli, tra l’altro, gli “obiettivi e i mezzi per conseguirli, in particolare se gli obiettivi sono raggiunti mediante esposizione diretta o indiretta alle attività di investimento sottostanti, con una descrizione degli strumenti o valori di riferimento sottostanti, compresa un’indicazione dei mercati in cui investe il PRIIP” e gli “scenari di performance adeguati e le ipotesi formulate per realizzarli”.

La risposta che, per parte mia, darò ai quesiti, con riferimento ai finanziamenti che incorporano componenti derivative, è doppiamente positiva: (i) i derivati incorporati che costituiscono la parte di un più ampio contratto di finanziamento sono derivati e vanno trattati e disciplinati come i contratti derivati sicché ad essi si applicano le norme imperative del TUF ed in generale la disciplina dell’intermediazione finanziaria; (ii) i derivati incorporati incidono, per certo, sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento che li incorporano, poiché ne modificano la causa, rispetto alla causa

tipica di finanziamento, ponendo peculiari problemi di meritevolezza degli interessi, così suscitando riflessioni non dissimili da quelle indicate nel 1988 da Francesco Carbonetti con riguardo alle obbligazioni indicizzate e così in particolare “se la funzione pratica della clausola possa reagire sulla stessa causa del negozio, con la conseguenza che, allorché l’effetto della clausola di indicizzazione sulla causa negoziale sia tale da renderla atipica, si dovrà valutare sulla base delle circostanze concrete la meritevolezza dell’interesse e quindi il riconoscimento da parte dell’ordinamento dell’efficacia del negozio” (11).

Possibili *rationes* della disapplicazione della disciplina speciale dell’intermediazione finanziaria ai contratti di finanziamento con componenti derivative

Muovo dall’osservazione che la norma imperativa può essere dettata in considerazione degli effetti corrispondenti al programma contrattuale.

Così, la norma che vieta la vendita di carne avariata o impone il controllo dell’acqua potabile è dettata in considerazione del fatto che la consumazione di carne avariata e di acqua non potabile è dannosa per la salute.

Se la carne avariata, invece di essere l’oggetto di una vendita, è l’oggetto di una permuta, o di una somministrazione, la norma imperativa continua ad applicarsi, dato che, dal punto di vista dello scopo della norma, gli effetti del contratto sono esattamente gli stessi.

Così, per costante giurisprudenza, ha vocazione transtipica, nell’area della *causa vendendi*, la disciplina della garanzia per vizi (art. 1490 c.c.), come il dovere di rendiconto nell’area della *causa mandati* (art. 1713 c.c.) o il carattere essenziale dell’esistenza dell’alea nell’area dei contratti aleatori (art. 1895 c.c.).

Lo scopo delle norme imperative che, nel mondo TUF, disciplinano la condotta dell’intermediario finanziario e gli atti di investimento - ma non della banca che opera nel mondo TUB, non negoziando strumenti finanziari (12) - consiste, per il tramite dell’ufficio di diritto privato dell’intermediario (13), nel servire al meglio l’interesse di ciascun

(11) F. Carbonetti, *Indicizzazione e contratto nell’età dell’informazione*, Milano, 1988, 16.

(12) Amplius in D. Maffei, *Molteplicità delle forme e pluralità di statuti del credito bancario nel mercato globale e nella società plurale*, in *Nuove leggi civ.*, 2012, II, 727 - 749.

(13) Ho proposto di considerare l’intermediario finanziario

come il titolare di un ufficio di diritto privato in D. Maffei, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 63 ss. Aderisce C. Angelici, *Alla ricerca del “derivato”*, cit., 81, nt. 52 che condivide, con riferimento ai mercati *over the counter*, il richiamo all’ufficio di diritto privato sull’assunto, esplicitato nel testo, che “il riferimento normativo alla

cliente e nel tutelare la fiducia e l'integrità dei mercati.

Pertanto, sul piano dei principi civilistici, queste norme imperative - si tratti delle regole di condotta, anche organizzative (ora, la *product governance* di Mifid II e di MiFIR) o delle regole di fattispecie, segnatamente della ricostruzione della causa del contratto, che costituisce il *prius* dell'identificazione del requisiti necessari ai fini della validità - dovrebbero applicarsi in presenza del compimento di atti di investimento, qualunque sia la struttura complessiva dell'atto, e così tanto quando l'atto di investimento non sia collegato ad alcun altro atto, quanto se esso sia invece compiuto contestualmente ad altro atto, al quale si presenti collegato, o costituisca una parte di un atto più articolato e complesso. Così, il comma 3 dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008 come sostituito dal comma 572 della legge di stabilità 2014 vieta alla pubblica amministrazione sia di concludere contratti derivati sia di concludere contratti di finanziamento che includono componenti derivate - con l'eccezione esplicita degli *interest rate cap* inseriti nei finanziamenti a tasso variabile - e, con ciò, il legislatore ordinario dimostra di considerare in modo identico, dal punto di vista dello scopo della norma imperativa, il contratto derivato e la componente derivativa che sia inclusa in un contratto di finanziamento.

Così, nella prassi, l'intermediario che, anziché incorporare il derivato - ad esempio, un *cap* - nel mutuo, negozia separatamente il contratto di opzione *cap* con il suo cliente, contestualmente al mutuo, presenta alla firma del cliente sia il canonico contratto di investimento ai sensi dell'art. 23 TUF, sia il testo della *confirmation* del *cap*.

Nulla escluderebbe, in astratto, che singole regole dettate dal legislatore ordinario disponessero altrimenti e quindi escludessero l'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria, in presenza del compimento di atti di investimento, quando questi non integrano un contratto, bensì costituiscono la parte di un contratto.

Così, una disposizione legislativa potrebbe prevedere che se l'intermediario finanziario negozia col cliente un contratto, il quale contempla effetti, taluni dei quali sono riconducibili al contenuto, ed agli effetti, di un atto di investimento, ad esempio di un derivato, la disciplina dell'intermediazione finanziaria non si applichi e la presenza di un investimento non abbia alcuna incidenza sulla qualificazione civilistica del contratto.

La *ratio* di una simile regola non sarebbe, ovviamente, che la disapplicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria risponderebbe qui alla miglior tutela dell'interesse del cliente o al miglior presidio della fiducia e dell'integrità dei mercati. Difatti, se la porta e le mura di Troia servono per impedire l'ingresso agli Argivi, sarebbe strano che agli stessi i Troiani dessero poi il benvenuto, per premiare la brillante pensata di essersi presentati dentro al cavallo.

La *ratio* della regola non sarebbe neppure l'ossequio a principi di settore della disciplina dei mercati finanziari, atteso che, tutto all'opposto, i contratti dell'intermediazione finanziaria sono il regno dell'atipico (14), sicché sarebbe assurdo che gli atti di investimento cessassero di essere considerati tali dal legislatore - e quindi di essere disciplinati come atti di investimento - sol perché si presentano con una morfologia ed una struttura in cui essi non sono il tutto, ma sono una parte del tutto.

Ed ancora: la *ratio* della regola non sarebbe l'ossequio del diritto alla prassi dei mercati finanziari, atteso che, primo, l'argomento dell'antitesi tra prassi e diritto, al solito, è male posto, poiché, se pure prevalesse la prassi, in antitesi non sarebbero prassi e diritto, ma sarebbero sempre due diverse visioni di diritto, quella che recepisce la prassi, e quella che ordina la prassi (15), secondo, tutto all'opposto, il manuale di finanza matematica ci mostra che la prassi dei mercati finanziari consiste spessissimo nella combinazione di prestiti ed opzioni di svariato genere e contenuto - ad esempio l'*interest rate cap* è una *option* che fornisce protezione a chi contrae un prestito a tasso variabile - in cui il valo-

partecipazione alla vicenda di un intermediario professionale possa anche spiegarsi in base alla prospettiva secondo cui di tali informazioni egli dispone ed è perciò in grado di comunicarle all'altra parte" con la precisazione dell'A. di non condividere "l'opinione di chi ritiene che la sua posizione sia omogenea a quella di ogni parte contrattuale, senza il dovere quindi di preoccuparsi degli interessi della controparte".

(14) F. Capriglione, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 29 ss.

(15) D'obbligo N. Irti, *Concetto giuridico di mercato e dovere*

di solidarietà, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, 76: "l'economia senza politica non è che una politica contro un'altra politica". Vedi il richiamo, esattamente a proposito del modo di intendere ed applicare il diritto dell'intermediazione finanziaria, di R. Rordorf, *TUF e sistema legislativo*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 294 al richiamo della nt. 1 e nella nota stessa. Ora, una riflessione ampia in R. Caponi, "Doing business" come scopo della giustizia civile?, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015, 545 ss.

re del prodotto dipende dall'aggancio ad un modello (*mark to model*) di calcolo della componente derivativa (16), sicché, proprio ed innanzitutto dal punto di vista della prassi dei mercati finanziari, che il derivato sia un derivato anche quando si presenta incorporato dentro ad un prestito, è non solo incontrovertibile, ma consueto e familiare agli studiosi di matematica finanziaria ed agli operatori della finanza.

La *ratio* della regola sarebbe, piuttosto, che l'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria, a qualsivoglia operazione che comprenda gli effetti di un investimento, appesantirebbe in modo severo l'operatività degli intermediari e creerebbe conflitti, tra discipline speciali, con non infrequenti problemi di ridondanza o incoerenza.

Siccome questi ultimi inconvenienti sono molto seri, il problema è delicato, e la soluzione non può essere data sul solo assunto, pur indiscutibile, che un derivato è un derivato anche se inserito in un contratto.

Occorre, invece, dischiudere possibili prospettive di indagine che, nella mia opinione, possono essere due: da un lato, la prospettiva dei principi e delle regole che caratterizzano il settore della prestazione di servizi di investimento - e così (i) prevenzione o gestione del conflitto di interessi e (ii) trasparenza -, dall'altro, la prospettiva della causa del contratto che incorpora componenti derivative.

Le prospettive del conflitto di interessi e della trasparenza e la soluzione dell'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria

L'idea che l'intermediario finanziario, incorporando il *floor* dentro al mutuo o al *leasing*, possa agire contro l'interesse del cliente - per esempio, negoziando una *floor option* per coprirsi dalla discesa del tasso variabile di un mutuo o di un *leasing*, senza corrispondere il valore dell'opzione o senza condividere con il cliente, al momento della conclusione del contratto, la qualità e la quantità dell'alea -,

appare incompatibile con l'ufficio di diritto privato che l'intermediario finanziario ricopre quando compie atti di investimento, sia perché la condotta integra un'azione in conflitto di interessi (il *floor* è una copertura per l'intermediario ed è una copertura pagata del cliente, sicché si tratta di una clausola che contempla condizioni contrarie all'interesse del cliente (17)) sia perché essa rappresenta l'opposto della trasparenza, sotto il duplice profilo (i) della mancanza di una programmazione bilateralmente consapevole del compimento di un investimento (sul piano della forma: per la mancata conclusione di un contratto di investimento ai sensi dell'art. 23 TUF) e (ii) della mancata condivisione della misura del rischio intesa come conoscenza del valore finanziario del *floor*.

Basta pensare a quel che accade oggi: il tasso è variabile, ma il *floor* acquistato (e non pagato) dall'intermediario ha un rilevante valore finanziario, sicché la componente attesa dei flussi finanziari, siccome dipendente dalla variabilità del tasso, è scarsa o inesistente, mentre la componente dei flussi finanziari, siccome dipendente dal *floor*, è dominante o quasi esclusiva, e lo scenario probabilistico, se il cliente lo conoscesse al momento della conclusione del contratto, gli mostrerebbe, per esempio, che il mutuo è nel 90% dei casi destinato ad operare come un mutuo al tasso fisso, il tasso fisso essendo rappresentato dal parametro contrattuale del *floor*. Se il cliente, ignaro dello scenario probabilistico e del valore del *floor*, accetta un tasso variabile, con *floor* al 3%, mentre non accetterebbe un tasso fisso del 3%, aumentato dello *spread*, è perché il cliente, a torto, ritiene ragionevole che il parametro di indicizzazione si manterrà, per un periodo apprezzabile, al di sopra del pavimento del 3%.

Dal punto di vista della *potenziale* razionalità dell'agire del cliente della banca, qual è quella consistente in un agire *consapevole* (18), è bene non trascurare che accettare che il cliente ignori la componente di rischio finanziario incorporata in opera-

(16) A.M. Chisholm, *Derivatives demystified*, Bodmin, 2004, 113 ss.; J. C. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, VIII ed., Milano, 2012, 726 ss.

(17) Secondo l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Decisione in data 24 febbraio 2016, caso Cassa di Risparmio di Bolzano ed altri, 37, nt. 82) "Un finanziamento con tasso *floor* contiene al suo interno una opzione *floor*, ovvero uno strumento finanziario derivato che consente alla banca di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato indice". Per parte sua, Banca d'Italia in un documento FAQ si riferisce indistintamente ai tassi *cap* e *floor* come a strumenti "definiti al momento della stipula, per salvaguardare il cliente da eccessive

oscillazioni future del tasso"; con il che, delle due l'una: o la risposta di Banca d'Italia presuppone che il *floor*, come il *cap*, sia uno strumento di copertura del cliente, il che non è, o, più verosimilmente, la risposta presuppone che sia fisiologico che, quando la banca inserisce un *cap*, inserisca anche un *floor*, e si riferisce a questo caso, che tuttavia, nella prassi, non corrisponde al caso normale, atteso che talvolta il contratto contiene un *collar*, ma più spesso contiene un *floor*, e non un *cap*.

(18) D. Maffei, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096 ss.

zioni tradizionalmente bancarie, e così nei contratti di finanziamento che presentano componenti finanziarie, significa accettare l'assunto, che appare criticabile (19), secondo cui il cliente *homo oeconomicus*, protagonista del mercato bancario, sarebbe (e dovrebbe essere trattato come) un individuo, ignaro della qualità e della quantità del rischio, irriducibilmente diverso dal novello cliente *homo ludens*, protagonista del mercato finanziario, che è invece - e deve essere - consapevole della qualità e della quantità del rischio assunto (20).

Pertanto, del mercato dei contratti bancari di finanziamento, con componenti di rischio finanziario, sarebbe protagonista un cliente, non solo penalizzato da un'insufficiente, se così si vuol dire, "alfabetizzazione finanziaria" (21), ma soprattutto irriducibilmente diverso da quello che pur la Corte di cassazione descrive, ormai ripetutamente e senza esitazioni, ed a mio avviso a ragione, come un "investitore razionale (...) avverso al rischio" che "a parità di rendimento sceglierà l'investimento meno aleatorio ed a parità di alea quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio" e che per questo, nella prospettiva chiarita e ribadita in termini ormai univoci dalla Corte di cassazione, deve poter conoscere "le caratteristiche concrete del titolo" e ciò per il tramite dell'ufficio "della banca o dell'intermediario finanziario" che deve "evidenziare l'eventuale non adeguatezza dell'operazione" con una condotta "professionale, prudente e diligente" (22).

Contro la posizione della Corte di cassazione possono portarsi argomenti, non però quello di un'asserita incompatibilità con la disciplina speciale di rango comunitario, sia per come essa emerge dai principi e dalle regole del TUF, delle direttive e dei regolamenti, sia per come essa è espressa nella Comunicazione Consob sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail* n. 97996/2014 in data 22 dicembre 2014, in cui sono definiti "prodotti a complessità molto elevata (...) non 'adatti' al cliente al dettaglio" i "derivati (...) non ne-

goziati in trading venues, con finalità diverse da quelle di copertura" che non dovrebbero essere consigliati né distribuiti in via diretta ai clienti *retail* - e qui la lista dei prodotti complessi, che include i derivati OTC, è, dichiaratamente, esemplificativa - ed in particolare si legge che "l'intelligibilità della struttura di un prodotto finanziario rappresent(a) il presupposto per la comprensibilità del rischio d'investimento sotteso, potendosi altrimenti determinare il fenomeno di acquisti non consapevoli", che "in ragione delle asimmetrie informative e cognitive aumenta il rischio per i clienti *retail* di incorrere inconsapevolmente in significative perdite, indebolendone la fiducia nel corretto funzionamento dei mercati finanziari".

Questa del resto non è una posizione recente di Consob, che dal 2 marzo 2009, con la Comunicazione n. 9019104 di Livello 3, ha detto in chiaro che "per i prodotti composti che inglobano una componente derivativa l'indagine sull'idoneità delle conoscenze e dell'esperienza di cui è dotato il cliente dovrà essere condotta dall'intermediario anche partitamente per ognuna delle sue componenti" e "tale valutazione dovrà specificamente tenere conto della intelligibilità, per il cliente, della natura e degli effetti aleatori del derivato incorporato, affinché sia verificata la consapevolezza delle scelte effettuate". Ed oggi, se si accede al sito di Consob, e si clicca prima "Educazione finanziaria", poi "nozioni e strumenti", si legge che "i derivati molto spesso entrano a fare parte di altri prodotti che comunemente vengono offerti ai risparmiatori, come le obbligazioni strutturate".

A me sembra che la posizione di Consob non lasci spazio a molti dubbi, circa il modo come Consob concepisce i doveri dell'intermediario quando negozia derivati incorporati; e mi sembra che di fronte ad una posizione così chiara di Consob sia viepiù insostenibile la tesi secondo cui ciò che deve ben fare quando negozia un "derivato incorporato" dentro ad un prodotto finanziario la banca non deve però fare quando negozia un "derivato incorporato" dentro ad un finanziamento. Semmai, mi par sensato che la condotta dell'intermediario sia valu-

(19) Osserva condivisibilmente F. Annunziata, *Intermediari e mercati*, cit., 8 che una delle principali linee di tendenza del settore risiede nella "forza espansiva intesa nel senso di allargamento della portata e/o della sfera di 'influenza' della disciplina dei servizi di investimento" con la conseguente "sempre maggior pervasività della stessa, ovvero (...) nel suo crescente 'peso specifico'".

(20) Il pericolo, evidenziato nel testo, di trascurare del tutto, o di travisare, il profilo psicologico del cliente bancario, è reale se consideriamo che U. Morera, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in G. Rojas Elgueta - N. Vardi, *Oltre*

il soggetto razionale, Roma, 2014, 209 s. ci ricorda che "nell'ambito degli studi di finanza comportamentale il mercato bancario è praticamente assente; rappresentando terreno del tutto trascurato dagli studiosi".

(21) Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia nell'Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati, in www.bancaditalia.it, 12.

(22) Cass. 9 agosto 2016, n. 16828, in www.plurisdata.it; Cass. 3 giugno 2016, n. 11478, in www.plurisdata.it; Cass. 9 febbraio 2016, n. 2535, in www.plurisdata.it; Cass. 26 gennaio 2016, n. 3176, in www.plurisdata.it.

tata con maggior rigore proprio nel secondo caso, quando il cliente neppure pensa di compiere un atto di investimento.

Soggiungerei che l'immagine, qui tratteggiata e criticata, di un'asserita, irriducibile diversità tra le tipologie di clienti della banca, appare implausibile anche dal versante della qualità e del grado di professionalità che, per conseguenza, viene ad essere richiesto alla banca.

Difatti, qui la banca non è più il *bonus argentarius*, che può incorrere nell'incidente del pagamento di un assegno con firma falsa così esponendosi alla responsabilità secondo il canone più lieve della diligenza media, e non secondo il canone severo della diligenza professionale (23), bensì esercita una squisita attività finanziaria, consistente prima nell'ingegnerizzazione dei prodotti, poi nella predisposizione di contratti per la commercializzazione dei prodotti atipici offerti alla clientela, e così un'attività riconducibile ai diversissimi canoni, che si inseriscono nella linea di tendenza di Mifid II e di MiFIR, della *product governance*, del controllo del prodotto fin dalla sua costruzione nella prospettiva della sua idoneità a soddisfare l'interesse standard di un certo profilo di clientela: com'è confermato ad es. dalla Opinion di ESMA in data 27 marzo 2014 sugli SRP - Structured Retail Products in cui nel capitolo "Product testing" è chiarito che "It is good practice for manufacturers to consider the characteristics (especially the risk characteristics) of the RSP (such as illiquidity and riskiness of the underlying asset(s)) and to have an understanding of the model and input parameters as well as the assumptions built into the valuation of the SRP (e.g. the expected returns, the pay off structure, its fair value)".

Si può, e probabilmente si deve, discutere se sia virtuoso il circolo che conduce banche italiane, spesso piccole, a commercializzare prodotti ingegnerizzati da banche straniere, da grandi banche d'affari o semplicemente da altre banche - così disponendo contratti che implicano tecnicità fi-

nanziarie magari neppure appieno comprese - e si può discutere se le banche che commercializzano prodotti complessi dispongano delle idonee professionalità (24). Quel che va detto, però, è che non è plausibile pretendere dal giudice l'applicazione di canoni di media diligenza alla prestazione di attività che sono oggettivamente pericolose, secondo le stesse autorità di controllo, come ESMA e Consob, e che sovente sono anche "pericolose" in senso tecnico per la natura, complessa, degli strumenti finanziari (art. 2050 c.c.).

Dal non condivisibile assunto di un'asserita, irriducibile diversità tra le tipologie di clienti della banca, dovrebbe farsi discendere la conseguenza, parimenti inaccettabile, secondo cui la presenza di un *floor*, di un *cap*, di un derivato sul cambio, in un finanziamento, pur ponendo, senza dubbio, un problema di matematica finanziaria in termini di quantità e di qualità del rischio, cesserebbe nondimeno di porre qualsivoglia problema di razionalità dell'agire del cliente, poiché, ecco, chi intende ottenere un finanziamento oneroso, e quindi intende tipicamente ottenere la proprietà o la disponibilità di denaro, verso corrispettivo, non avrebbe, tipicamente, che da concordare un tasso, qualunque sia il criterio con il quale esso sia reso determinabile, e così anche quando la determinazione del tasso sia affidata a parametri anomali o all'inserimento di componenti derivative (25). Conclusione criticabile sul piano del metodo, poiché non è accettabile che il patto atipico (quale sarebbe il *floor*, il *cap* o il derivato sul cambio, anche indipendentemente che essi integrino componenti derivative), solo perché inserito in un contratto legalmente tipico (mutuo) o socialmente tipico (*leasing*), sia, per ciò stesso, al riparo dal giudizio di meritevolezza (26).

Ma vi è un profilo della trasparenza che si pone ancora a monte, ed è che l'investitore che entra in un investimento dovrebbe, innanzitutto, saperlo (27). Egli dovrebbe, cioè, non soltanto conosce-

(23) *Ex plurimis*, Cass. 3 maggio 2016, n. 8731, in www.pluridata.it.

(24) Anche secondo C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, cit., nota 23 l'intermediario finanziario che negozia strumenti *over the counter* non può, ma deve, avvalersi di "strumenti previsionali e probabilistici".

(25) Così, concisamente (e nettamente), Trib. Brescia 18 luglio 2016, ne www.ilcaso.it: "il rapporto di locazione finanziaria (...) non presenta carattere aleatorio, anche in caso di previsione di tasso di interesse variabile, perché agganciato ad un dato di riferimento (...) soggetto a variazioni nel tempo". In tema anche le sentenze del Tribunale di Udine oggetto del commento di A. A. Dolmetta, Di derivati impliciti e di derivati apparenti, in www.dirittobancario.it, 2016 e quelle oggetto del commento

di F. Caputo Nasseti, *Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati?*, in www.giustiziacivile.com, 2016.

(26) Lo ribadisce U. Carnevali, *La clausola clamis made nella sentenza Delle Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2016, 764 al richiamo della nt. 18 e nella nota stessa.

(27) Sottolinea condivisibilmente A. Sciarrone Alibrandi, *Prodotti "misti" e norme a tutela del cliente*, cit., 2444 che "i prodotti di forma giuridica "bancaria" (ad es. i depositi strutturati) e quelli di forma giuridica "assicurativa" (le polizze a forte connotazione finanziaria) utilizzati a fini d'investimento spesso vengono erroneamente percepiti dagli investitori (anche in dipendenza da forme di misselling) come sostituti di prodotti semplici (quali i conti di deposito o le polizze vita in senso stretto)".

re e condividere il programma dei flussi finanziari - ciò che integra l'accordo di cui all'art. 1325, n. 1, c.c. ed è richiesto indifferentemente per un mutuo a tasso fisso o variabile come per una *floor option*, un *cap*, un *collar*, una *swaption*, *currency swap* - ma anche essere consapevole che quello che egli conclude è un atto di investimento e quale tipologia di strumento finanziario ne è oggetto: a questa esigenza essendo ispirato il vincolo della preventiva forma scritta con funzione informativa di cui all'art. 23 TUF ed i requisiti contenutistici del contratto di investimento ai sensi dell'art. 39 Reg. n. 16190 del 2007 (28).

L'esigenza della preventiva consapevolezza del cliente di compiere un atto di investimento, si badi, non dipende dal fatto che investimento sia sinonimo di speculazione - chiudere un mutuo a tasso fisso anziché variabile non è un atto di investimento eppure è la più frequente delle operazioni speculative perché comporta l'assunzione del rischio di *non stare col mercato* - bensì dipende dalla scelta, di politica legislativa, secondo cui l'investimento compiuto con l'intermediario finanziario deve avvenire nel quadro e nel contesto di precise norme imperative che esprimono un ordine pubblico di direzione (29). Se si osservano i mercati, il tasso fisso Eurirs (a varie scadenze) si presenta sempre superiore al tasso variabile Euribor (a varie scadenze), sicché la scelta del tasso variabile è la più razionale; e, rispetto ad essa, il tasso *floor* rappresenta invece un elemento contraddittorio, perché elimina gli effetti della scelta di stare col mercato.

La consapevolezza che quello che si conclude è un atto di investimento e quale tipologia di strumento finanziario ne è oggetto non serve soltanto a prevenire o a contrastare il fenomeno del "contrabbando del rischio" (30), ma si pone anche nel solco della tradizione, perché è coerente con la regola giurisprudenziale - condivisibile - secondo cui l'accertamento che una clausola o un contratto ha natura

aleatoria non può essere affidato alle presunzioni, dovendo "risul(are) da una espressa volizione delle parti e da clausole appositamente stabilite o accettate" (31) ed è, inoltre, coerente con la - altrettanto condivisibile - linea di tendenza della Corte di cassazione, la quale ravvisa la violazione di regole informative, a carico dell'intermediario, del tutto indipendentemente che la singola informazione, per esempio sull'effetto leva nei derivati quotati (*futures* ed opzioni), sia imposta da un precetto speciale di rango secondario, decisivo essendo che essa sia ricavata dal dovere di trasparenza, che grava sull'intermediario in forza della disciplina primaria (32).

Carattere *over the counter* della componente derivativa, causa dei contratti e qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento

Poiché l'atto di investimento di cui si tratta non consiste nell'acquisto di uno strumento finanziario negoziato sui mercati - azione, obbligazione, altro titolo, opzione, e così via -, bensì consiste in uno strumento finanziario *over the counter*, in cui l'intermediario è al contempo la controparte contrattuale, che agisce in una tipica situazione di conflitto di interessi, la componente derivativa si presenta come una clausola contrattuale, di cui sono parti contraenti la banca stessa ed il cliente.

Nel contratto di finanziamento che incorpora la componente derivativa, la clausola che contempla i flussi finanziari a titolo di interessi e la clausola che contempla i flussi finanziari dipendenti dal derivato non danno luogo a prestazioni distinte, bensì danno luogo ad una prestazione - di denaro - che è contemplata dai contraenti come *soggettivamente* unitaria, sia quando essa è *oggettivamente* unitaria, perché la componente derivativa (*cap*; *floor*) produce effetto (in gergo, lavora) quando il tasso di riferimento raggiunge il *trigger rate* (33), sia quando

(28) L'investimento inconsapevole si manifesta a più livelli. Il cliente totalmente inesperto non distingue tra deposito di denaro e acquisto di obbligazioni. Il cliente mediamente esperto non coglie la presenza del derivato sul cambio. Il cliente esperto non coglie la natura squisitamente derivativa del titolo *credit linked*. In tutti questi casi il presidio della consapevolezza è rappresentato dall'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria.

(29) In un quadro più ampio R. Di Raimo, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale. Osservazioni a valle delle crisi d'inizio millennio*, in www.dirittobancario.it, 2014.

(30) "Un rischio che circola, ma che non si vede e il fatto che non si veda non significa però che non esista"; così efficacemente A. Lupoi, *Circolazione e contrabbando del rischio nei subprime loan*, in www.dirittobancario.it, 2015, 1 s.

(31) Cass. 5 dicembre 2011, n. 26022, in www.plurisdata.it.

(32) Cass. 31 agosto 2016, n. 17440, in [www.dirittobanca-](http://www.dirittobanca-rio.it)

[rio.it](http://www.dirittobanca-rio.it): "quanto alla mancata informativa sull'effetto leva' (...) non assume rilievo che le operazioni nella concreta fattispecie sono state eseguite prima dell'entrata in vigore del (...) regolamento, dal momento che esso non fa altro che descrivere un fenomeno economico naturalmente connesso ad un determinato contratto, evidenziando le ragioni dell'elevata rischiosità dell'operazione, sicché (...) le informazioni sulle predette caratteristiche economiche delle operazioni su derivati dovevano essere fornite - a prescindere dalla previsione regolamentare - affinché potesse ritenersi osservato l'obbligo di informazione posto a carico dell'intermediario".

(33) Una descrizione dell'operatività del *cap* e del *floor*, nei mutui a tasso variabile, in T. Rumi, *Crediti a tasso variabile*, in P. Sirena (a cura di), *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo - Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, Milano, 2016, 436 ss.

essa si articoli, invece, in due prestazioni oggettivamente distinte (ad es., perché i flussi dipendenti dal derivato sul cambio sono corrisposti a parte o sono comunque addebitati in diversi momenti).

Dunque, se la prestazione corrispettiva del contratto di finanziamento, a carico del cliente finanziato, è in parte certa (tasso di interesse (34)) ed in parte incerta (clausola *floor*; derivato sul cambio o sul tasso di interesse), noi non abbiamo soltanto un problema di aleatorietà di una parte del contratto (35), ma abbiamo innanzitutto un problema di aleatorietà di una parte della prestazione.

Dunque, quel che è astrattamente scindibile, al fine dell'assoggettamento al giudizio sul carattere commutativo o aleatorio, non è il contratto, ma la prestazione (arg. ex artt. 1258, 1464 c.c.), che è tuttavia dedotta in contratto come prestazione unitaria e presenta quindi una rilevanza causale unitaria.

Se la prestazione ha per oggetto una cosa, che non è suscettibile di divisione, per il modo in cui è stata considerata dalle parti contraenti, l'obbligazione è indivisibile (art. 1316 c.c.). Se l'obbligazione è indivisibile, anche il contratto è indivisibile. In altre parole, se la prestazione - del cliente - ha per oggetto un cosa - il denaro -, che non è suscettibile di divisione, per il modo in cui è stata considerata dalle parti contraenti, il contratto stesso è indivisibile, atteso che ciò che l'art. 1316 c.c. individua come "il modo in cui (la prestazione caratteristica, oggetto del contratto) è stata considerata dalle parti contraenti" è proprio la causa - unitaria - del contratto, che si rivela pertanto caratterizzata da

una componente unitariamente ed inscindibilmente aleatoria.

Poiché la clausola che integra l'atto di investimento ha natura aleatoria, il contratto, atipico, diviene aleatorio per volontà delle parti (36) e così ad esso si applica il TUF ed in generale la disciplina dell'intermediazione finanziaria (37).

La conclusione, ad oggi non accolta dalla legislazione europea e dalla giurisprudenza comunitaria (38), appare tuttavia confortata dalla definizione dei prodotti finanziari, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), TUF, come "strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", interpretata dalla Corte di cassazione nel senso che "Sebbene non sia tipizzato dal testo unico, il contratto di investimento si presta ad assurgere a forma giuridica di ogni investimento di natura finanziaria, ai sensi del citato art. 1, comma 1, lett. u). L'atipicità del contratto riflette la natura aperta ed atecnica di prodotto finanziario (...), la quale, se da un lato costituisce la risposta del legislatore alla creatività del mercato ed alla molteplicità di prodotti offerti al pubblico dai suoi attori, dall'altro risponde all'esigenza di tutela degli investitori, consentendo di ricondurre nell'ambito della disciplina di protezione dettata dal testo unico anche forme innominate di prodotti finanziari" (39).

Da questa prospettiva, non appare opportuno chiedersi se la finalità esclusiva o predominante del contratto sia quella del finanziamento o dell'investimento in un derivato finanziario (40). Perché se è certo che il cliente, che conclude un mutuo a tasso variabile con una clausola *cap* o *floor* o con

(34) Un'attenta ricostruzione storica degli interessi nei contratti di finanziamento in M. Semeraro, *Gli interessi monetari. Utilitas temporis, capitale e scelte di sistema*, Napoli, 2013, 133 ss.

(35) Nel 1953 Ernesto Simonetto si chiedeva, per escluderlo, se il mutuo oneroso sia un contratto aleatorio: E. Simonetto, *I contratti di credito*, Padova, 1953, 269.

(36) Sulla tematica in generale M. Franzoni, *L'assicurazione fra i contratti aleatori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 421. Emblematica la figura del c.d. vitalizio alimentare, su cui da ultimo Cass. 22 aprile 2016, n. 8209, in www.plurisdata.it.

(37) In senso opposto F. Sartori, *Sulla clausola floor*, cit., 715; E. Girino, *I derivati "impliciti"*, cit.; F. Caputo Nasseti, *Le clausole di indicizzazione*, cit. Per l'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria M. Cognolato, *Componenti derivate e causa di finanziamento*, cit., 1758. La mera indicizzazione che caratterizzi il finanziamento, invece, ancorché renda a tutti gli effetti il finanziamento uno strumento derivato dal punto di vista della finanza matematica, in cui ciò che rileva sono i flussi attesi, ed ancorché introduca nel mutuo una componente di alea, strettamente dipendente dalla *relatio* ad un parametro variabile, non è giuridicamente una componente derivativa poiché i suoi effetti, dal punto di vista della nozione giuridica di derivato, non sono riconducibili a quelli dei contratti derivati. I contratti di finanziamento a tasso variabile ed indi-

cizzato non sono, quindi, contratti derivati e neppure integrano contratti aleatori; sono contratti commutativi che contemplano una componente aleatoria, non riconducibile ad un derivato o ad un atto di investimento. In tal senso, come ci ricorda la migliore dottrina specialistica (F. Macario, *Rischio contrattuale e rapporti di durata nel nuovo diritto dei contratti: dalla presupposizione all'obbligo di rinegoziare*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 79), una non recente giurisprudenza di legittimità, a proposito di clausole di indicizzazione, ha statuito che "La stipulazione di una clausola di adeguamento del prezzo contrattuale non esclude, a fronte di sopravvenienze talmente eccezionali nella loro natura e entità da rendere concretamente inoperante l'indicizzazione divisa dalle parti, l'applicabilità della disciplina in tema di eccessiva onerosità" (Cass. 29 giugno 1981, n. 4249, in *Foro it.*, 1981, I, c. 2132). Come dire, la clausola è aleatoria, ma il contratto resta commutativo.

(38) Rinvio a D. Maffei, *Dir. 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 190 ss.

(39) Cass. 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Contratti*, 2013, 1105.

(40) Secondo l'approccio che si riviene nelle Disposizioni di Vigilanza 29 luglio 2009, recanti "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti" - Sezioni I, punto 1.1.

entrambe, intende concludere un mutuo a tasso variabile per la finalità propria di un mutuo e quindi è certo che sussiste la causa di finanziamento, è altresì certo, quanto alla componente *floor*, o *cap*, o *collar*, che ricorre la tipica causa del *floor*, del *cap* o del *collar*, e così è certo che il cliente, ad esempio nel caso del *floor*, attende di pagare all'intermediario i flussi generati dalla discesa del tasso al di sotto del parametro convenzionalmente fissato (41).

Il finanziamento con derivato incorporato è a tutti gli effetti un prodotto *model dependent* (42): se

estingue anticipatamente il mutuo o il contratto di *leasing*, che contiene una componente derivativa, la banca valorizza la componente derivativa (43), a *mark to model*, al momento dell'estinzione anticipata, e così il cliente estingue anticipatamente anche il derivato incorporato, e ne corrisponde il valore finanziario (44). Come pure, se intende cedere il mutuo o il contratto di *leasing* (45), il potenziale cessionario, nella fase della trattativa, vorrà conoscere il valore finanziario del derivato incorporato (46).

(41) Così, condivisibilmente, F. Sartori, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contr. e impr.*, 2015, 705. È diversa l'argomentata ed analitica opinione di E. Girino, *I derivati "impliciti": virtù e vizi della scomposizione*, in *www.ilcaso.it*, 2016, 18 ad avviso del quale non ricorrerebbe, nei casi esemplificati nel testo, la "differenzialità pura" e "se si affermasse la sussistenza di un derivato in quelle che, in definitiva, altro non sono che pattuizioni di prezzo, si svuoterebbe di significato la stessa fattispecie derivativa, la quale diverrebbe inaccettabilmente riscotrabile in (nel risultato economico di) qualsiasi contratto a termine o ad esecuzione continuata e non solo, come invece è, in quella stipulazione che, prescindendo dall'apprensione del fondamentale, miri invece ad acquisirne la sola differenza di valore". Anche F. Caputo Nasseti, *Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati?*, in *www.giustiziacivile.com*, 2016 distinguendo il caso in cui ricorre "la volontà delle parti (...) di concludere un contratto autonomo, differenziale, aleatorio ed atipico" dal caso in cui ricorre "la volontà delle parti (...) di "trasformare" dal punto di vista finanziario l'obbligazione di pagamento della somma originaria" e soggiunge che "non potranno essere le modalità matematiche di calcolo dell'indicizzazione a qualificare la clausola in esame in un domestic currency swap". V. anche F. Caputo Nasseti, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 377 esclude la natura derivativa. In tal senso anche le considerazioni di F. Civalè, *Euribor negativo, interessi e clausole floor*, in *www.dirittobancario.it*, 2015, 12 ad avviso del quale "attraverso la conclusione del contratto di mutuo le parti intendono trasferire una somma di denaro e non trasferire un rischio, ciò al di là delle metodologie attraverso cui è determinato il tasso (prezzo per il cliente) o la misura delle soglie floor, cap o collar che possono pur attingere a formule e modelli di natura finanziaria". Un cenno al tema del *cap* e del *floor* nei mutui a tasso variabile anche in A. Di Biase, *Il problema della legittimità dei mutui a tasso variabile Euribor: tra illecito antitrust e indeterminatezza dell'oggetto del contratto*, in *Nuove leggi civ.*, 2013, I, 187, nt. 20; U. Malvagna, *Nullità de futuro e poteri del giudice (a proposito di un caso spagnolo)*, in *www.dirittobancario.it*, 2016, 1 ss.

(42) Per la rilevanza del modello da ultimo C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, cit., 188.

(43) Anche ai sensi della normativa bilancistica - cfr. Banca d'Italia, circ. n. 262 del 22 dicembre 2005, cap. 2 par. 7).

(44) Non così G. Gallone, *Il tasso minimo e i "derivati incorporati"*, o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l'opzione floor vanilla, in *Giurimetrica*, n. 3, 2016, 12, 19, il quale, a sostegno della tesi secondo cui "Discutere di asimmetrica distribuzione dell'alea nel contratto di mutuo o leasing, generata dalla clausola di tasso minimo, appare inopportuno e tecnicamente infondato, senza considerare il vantaggio economico in mano al debitore, dovuto alla facoltà di rimborsare anticipatamente il mutuo in ogni momento" (19), così si esprime: "Non mi pare (...) che i contratti di finanziamento comunemente proposti nel nostro mercato del credito retail contemplino una clausola di "pricing to market" della

presunta opzione *floor* al momento dell'eventuale rimborso o riscatto anticipato del mutuo o leasing. Qui, tanto il mutuatario quanto il *lessee* possono di solito esercitare la facoltà di rimborsare anticipatamente il debito senza penali, o pagando penali il cui importo non dipende comunque dal livello dei tassi d'interesse" (12). A mio avviso, le considerazioni non sono fondate, sia perché il punto da porre in discussione, nella prospettiva che per parte mia vorrei proporre, non è la "asimmetrica distribuzione dell'alea" - se i contraenti di un finanziamento contenente componenti derivate abbiano assunto il rischio di flussi finanziari equilibrati -, ma è la conoscenza ex ante della "distribuzione dell'alea", equilibrata o squilibrata che sia - e così, se i contraenti di un finanziamento contenente componenti derivate siano o non siano a conoscenza della distribuzione del rischio, quando concludono il contratto -, sia perché, in realtà, non è vero che occorre una clausola affinché il rimborso anticipato del finanziamento, che contiene un floor, avvenga tenendo conto del valore finanziario del floor, essendo, al contrario, la corresponsione del valore finanziario del floor (e così il "pricing to market" al momento dell'estinzione anticipata) un effetto naturale della presenza della clausola floor, in assenza di una clausola che lo escluda. Deve poi aggiungersi che, con o senza clausola, la facoltà di estinzione anticipata non toglie che, contrattando, le parti hanno assunto un rischio finanziario, che ha un valore, che esse debbono conoscere *ex ante*, e ciò, per quanto riguarda il cliente, proprio al fine di consentirgli di esercitare con consapevolezza la stessa facoltà di estinzione anticipata, sia se ciò avvenga corrispondendo il valore del floor sia se, in presenza di una clausola che lo escluda, ciò avvenga corrispondendo un importo diverso, sempre essendo richiesto che il cliente si raffiguri il valore finanziario del rischio a scadenza, che dipende dal valore del floor, e sulla base di questa consapevolezza decida se gli conviene, o non, estinguere anticipatamente il contratto. Deve, ancora, aggiunto che anche un floor negoziato a parte resta un floor, cioè pacificamente un derivato, anche se non è previsto che uno dei contraenti, esercitando, ove prevista, la facoltà di scioglimento anticipato, ne corrisponda il valore finanziario.

(45) La conoscenza e la condivisione del rischio consente al cliente di raffigurarsi *ex ante* le difficoltà che incontrerà nel liquidare la posizione, se si verificherà una generalizzata *flight to quality* o comunque un'esigenza di cedere o di rinegoziare il finanziamento.

(46) 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 *www.dirittobancario.it*, 2014, 7 s., chiarito che "un mutuo ipotecario immobiliare con fissazione del "cap" massimo applicabile al finanziamento è un contratto bancario con una componente derivativa al proprio interno (opzione cap)", sostiene che "l'alternativa per il cliente della banca che consideri il tasso cap troppo elevato (e quindi in ipotesi "inutile" rispetto ai propri bisogni ed aspettative) non è quella di ottenere una descrizione sugli scenari probabilistici futuri che possa convincerlo che il tasso soglia del cap offerto dalla banca sia ragionevole

Quanto agli aspetti di carattere macroeconomico (47), può osservarsi che l'accesso a finanziamenti che incorporano derivati amplifica sensibilmente la leva finanziaria dell'impresa non bancaria, e ciò incide tra gli altri sui profili della crisi d'impresa o sulla valutazione di *non performing loans* (NPL) allorché i *loans* incorporano derivati; una relazione biunivoca tra derivato e sottostante - come la quantità di derivati sui tassi di interesse incide ad es. sui tassi di interesse e viceversa - può ravvisarsi anche se il derivato non si presenta *stand alone*, ma *embedded*.

Dal punto di vista sistematico, va ricordato che ai sensi dell'art. 1, comma 6, lett. c), TUF costituisce servizio di investimento accessorio, ed è quindi assoggettata alla disciplina dell'intermediazione finanziaria, la concessione di un finanziamento per consentire all'investitore di compiere un atto di investimento di cui sia parte lo stesso intermediario finanziario. La fattispecie si distingue dal finanziamento che incorpora un derivato, che non ha lo scopo esclusivo di consentire di compiere l'investimento, ma la ragione per la quale il finanziamento, funzionale all'investimento, di cui all'art. 1, comma 6, lett. c), TUF, è un servizio di investimento, risiede nell'esigenza che l'intermediario, quando predispone due contratti - finanziamento ed investimento - agisca a tutti gli effetti come il titolare di un ufficio di diritto privato che presta servizi di investimento: questa esigenza ricorre anche nel caso del finanziamento che incorpora un derivato, e non è eliminata, né può essere trascurata, per il fatto che il finanziamento non ha lo scopo esclusivo di consentire di compiere l'investimento.

Ancora sul piano sistematico, avuto riguardo all'analogia tra ibridi bancari/finanziari ed ibridi assicurativi/finanziari, può osservarsi che la conclusione è coerente con la testuale previsione legislativa secondo cui i doveri dell'intermediario finanziario si applicano ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (artt. 1, lett. w-bis; 25 bis, TUF) ed

è in linea con la statuizione alla quale, nel regime previgente, era pervenuta la Corte di cassazione a proposito delle polizze *linked* (48).

Atipicità e giudizio di meritevolezza degli interessi

Vorrei soggiungere che la pretesa di delimitare con nettezza i confini tra la causa di finanziamento e la causa di investimento, per escludere che la componente di investimento possa incidere sulla causa del finanziamento, è così malcerta, da apparire, alternativamente, ingenua o maliziosa.

Difatti, se la componente di investimento prevale, in termini di flussi finanziari attesi, ma il cliente non lo sa, perché non conosce - e quindi non ha condiviso - la quantità e la qualità dell'alea ed i modelli e metodi di calcolo, e gli scenari probabilistici, delle due l'una: o si ritiene che, poiché la componente di investimento prevale, la causa derivativa prevale, ma potrà statuirlo solo il giudice *ex post*, se e quando il cliente impugnerà il contratto, oppure si ritiene che prevalga la causa di finanziamento, ancorché prevalga la componente di investimento, ed allora la causa di finanziamento sarebbe putativa.

Questa constatazione è sufficiente a rendere non fruibile la giurisprudenza in tema di causa mista, la quale, al pari dell'intera teorica della causa c.d. in concreto, in tanto consente di giudicare della causa alla luce degli interessi perseguiti nella singola operazione economica, in quanto i contraenti siano consapevoli: ciò che, in finanza, non è, se uno dei contraenti non conosce, e quindi non può condividere, il rischio che assume (49).

Conclusione

Propongo quindi di riconoscere che la natura dei contratti di finanziamento che incorporano componenti derivative richiede (i) l'applicazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria (perché

(e quindi la scelta dell'investitore sia 'razionale'), ma è quella di verificare se vi siano altri istituti disposti ad erogare il mutuo prevedendo una soglia del cap inferiore, ovviamente considerando anche gli spread e gli altri costi connessi al finanziamento".

(47) Gli aspetti di carattere macroeconomico sono sempre rilevanti ai fini del giudizio causale: C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, cit., 129.

(48) Cass. 18 aprile 2012, n. 6061, in *Corr. giur.*, 2013, 767. Cfr. R. Lener, *Bail-in bancario, e depositi bancari tra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 299; A. Zuccarello, *Le assicurazioni vita indicizzate: l'allocazione del rischio come elemento distintivo per le qualifiche del prodotto*, in O. Calliano (a cura

di), *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*, Torino, 2013, 132. In tema già il parere pro veritate di F. Galgano, *Il "prodotto misto" assicurativo - finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 95 il quale evidenziava la "funzione unitaria" del "prodotto misto" e la sua rispondenza ad un "medesimo, indivisibile interesse del risparmiatore - investitore". Spunti critici ora in A.C. Nazzaro, *Contratti unid e index linked*, in F. Alcaro (a cura di), *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, Milano, 2016, 186 ss.

(49) "Il funzionamento stesso dei mercati finanziari si basa sulle previsioni dei loro operatori": così, se occorre, C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, cit., 188.

la componente derivativa è un derivato che va commercializzato con la consapevolezza da parte del cliente di entrare in un investimento e secondo le regole dei derivati) e (ii) il riconoscimento della rilevanza causale della componente derivativa (che richiede che l'alea sia razionale e così che il cliente conosca e condivida sotto ogni profilo la componente finanziaria del rischio).

Nella prospettiva, che sintetizzavo in premessa, delle possibili *rationes*, osserverei che la soluzione, qui proposta, dell'applicazione della disciplina del T.U.F. e dell'intermediazione finanziaria, può effettivamente presentare l'inconveniente di appesantire l'operatività degli intermediari - e così nel breve periodo di incidere negativamente sulla "competitività del sistema finanziario" (50) - ma, sotto un primo aspetto, risolve i possibili conflitti tra discipline speciali, con l'applicazione della disciplina di maggior tutela per i clienti e per la fiducia nei mercati (51), sotto un secondo aspetto, fornisce la migliore garanzia della certezza dei rapporti giuridici (che resta la prima esigenza da assicurare, anche sui mercati (52)).

Difatti, se la clausola del contratto, che integra un derivato, è un atto di investimento, essa è riconducibile ad una ben precisa tipologia sociale che, come tale, si presume meritevole ai sensi dell'art. 1322 c.c.

La meritevolezza è poi assicurata, come si dice per comodità, *in concreto*, quando banca e cliente hanno conosciuto e condiviso la qualità e la quantità

dell'alea, il modello ed il metodo di calcolo del valore finanziario e gli scenari probabilistici (53).

La clausola è così al riparo da un giudizio negativo in termini di meritevolezza, che incombe, perché potrebbe discendere, alternativamente (i) dalla disapprovazione del fatto in sé che un contratto, come il mutuo o il *leasing*, munito di una causa legalmente e socialmente tipica, sia accompagnato da una componente anomala di rischio (54); (ii) dal semplice sillogisma che per il cliente ha senso chiudere un'opzione finanziaria se l'opzione gli serve per coprirsi, non invece se l'opzione la vende, e la vende inconsapevolmente, quindi senza riceverne il valore finanziario, all'intermediario, il quale si copre contro l'interesse dell'investitore (55); (iii) dal carattere non equo o sproporzionato dell'alea (56).

Non intendo qui discutere della fondatezza di queste prospettive.

Intendo sottolineare che si tratta di prospettive che corrispondono ad una sensibilità diffusa - che certi prodotti dell'ingegneria finanziaria sarebbero per loro natura incompatibili con le esigenze di un cliente normale; che la causa c.d. concreta sarebbe meritevole, se di copertura, non, se speculativa; che le scommesse finanziarie debbano presentare una distribuzione equa dell'alea - che potrebbero condurre all'esito, non auspicabile, dell'edificazione della regola - e di una corrispondente *ratio decidendi* - dell'incomerciabilità degli strumenti consistenti nei contratti che incorporano derivati.

(50) Art. 5, comma 1, lett. d), TUF.

(51) L'unitarietà e la "centralità sistematica" delle regole di protezione, tra bancario assicurativo e finanziario, è evidenziata da A. Dolmetta - U. Malvagna, *Sul nuovo "ADR Consob"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 260.

(52) R. Rordorf, *TUF e sistema legislativo*, cit., 298.

(53) Con l'ordinanza in data 18 novembre 2015 pubblicata in *www.dirittobancario.it*, 2016 la Corte d'Appello di Trieste dispone, in sede di appello, una consulenza tecnica d'ufficio e richiede così al suo ausiliario, con riferimento a "clausole di indicizzazione e di c.d. rischio cambio (...) convenute nell'ambito d(i un) contratto di locazione finanziaria", concluso tra banca e cliente, di chiarire "la struttura contabile di riferimento (...) fornendo altresì la relativa formula matematica di riferimento", di "predispo(re) differenti scenari economici, nel numero ritenuto più opportuno, descrittivi delle diverse posizioni dei contraenti, a seconda delle oscillazioni verso l'alto o il basso sia del tasso d'indicizzazione interbancario, sia del cambio mone-

tario rispetto al valore convenzionale prescelto dalle parti, in particolare: a) indicando le aspettative di vantaggio di ciascun contraente a seconda dello scenario di riferimento; b) evidenziando qualsiasi squilibrio fra le rispettive posizioni dei patiscienti rispetto agli esiti del complessivo rischio tasso interbancario - cambio".

(54) Sono in questa direzione le riflessioni di A.A. Dolmetta, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in questa *Rivista*, 2016, 718.

(55) Ampia trattazione in M. Cognolato, *Componenti derivate e causa di finanziamento*, 1763 ss.

(56) Con riferimento ai derivati non incorporati, l'opinione di C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, cit., 193, nt. 117 è che il derivato *over the counter* manca di causa, se non è coerente con la logica collettiva del mercato, e ciò anche se i criteri per stabilire il suo valore finanziario sono "assolutamente precisi e definiti".