

ISSN 2420-8051

# GIURIMETRICA

RIVISTA DI DIRITTO, BANCA E FINANZA

ANNO 3 NUMERO 2 – LUGLIO/DICEMBRE 2017

DIRETTORE RESPONSABILE  
Marco Rossi

DIREZIONE SCIENTIFICA  
Andrea Ferrari  
Giovanni Gallone  
Emilio Girino  
Giacchino La Rocca  
Massimo Lembo  
Maddalena Mandarà  
Marcello Minenna  
Giovanni Tartaglia Polcini  
Massimo Rossi

**.alma<sup>®</sup>**  
**iura**  
A VIA PER VIA

# • alma<sup>®</sup> IURA

A VIA PER VIA

© Centro studi Alma Iura srl

Redazione: Barbara Stocchero

Editore: Centro Studi Alma Iura srl  
Centro per la formazione e gli studi giuridici bancari e finanziari  
Vicolo San Bernardino 5 A  
37123 Verona  
Tel. 045/80.33.707 e 045/80.07.014  
Fax 045/80.26.328  
Internet: [www.almaiura.it](http://www.almaiura.it)  
E-mail: [redazione@almaiura.it](mailto:redazione@almaiura.it)

Testata registrata presso il Tribunale di Verona n. 2029

Editore registrato presso il Registro dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Numero di iscrizione al ROC: 26044

Stampa: Verona, Italia

Numeri arretrati Tel. 045.80.33.707 [redazione@almaiura.it](mailto:redazione@almaiura.it) Distribuzione Centro Studi Alma Iura srl

Per inserire la tua pubblicità Tel. 045.80.33.707 [redazione@almaiura.it](mailto:redazione@almaiura.it)

---

Quest'opera è protetta dalla legge sul diritto d'autore e la sua riproduzione è ammessa solo ed esclusivamente nei limiti stabiliti dalla stessa.

Tutti i diritti, in particolare quelli relativi alla traduzione, alla ristampa, all'utilizzo d'illustrazioni e tabelle, alla citazione orale, alla trasmissione radiofonica o televisiva, alla registrazione su microfilm o in database, o alla riproduzione in qualsiasi altra forma (stampata o elettronica) rimangono riservati anche nel caso di utilizzo parziale. La violazione delle norme comporta le sanzioni previste dalla legge.

L'utilizzo in questa pubblicazione di denominazioni generiche, nomi commerciali, marchi registrati, ecc. anche se non specificatamente identificati, non implica che tali denominazioni o marchi non siano protetti dalle relative leggi e regolamenti.

## SOMMARIO

### PARTE PRIMA

#### OPINIONI

KENNETH ROGOFF, *Il cripto-inganno vale più dell'oro?* 1

#### SAGGI

EMILIO GIRINO, *L'oggetto dei contratti derivati* 4

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI, *La definizione dei contratti derivati* 17

EMILIO BARONE, *Derivati e usura. Fragilità normativa e pratiche elusive* 38

### PARTE SECONDA

#### GIURISPRUDENZA E MASSIME

*Tribunale di Lucca, n. 1938/2016* 57

*Tribunale di Trento, n. 2950/2017* 65

*Tribunale di Lecco, n. 664/2016* 79

## NORME REDAZIONALI GENERALI

Per la sezione «Saggi» e «Commenti» verranno presi in considerazione solamente contributi originali e inediti.

I contributi dovranno essere spediti via email all'indirizzo redazione@almaiura.it esclusivamente in formato Microsoft Word (con estensioni doc o docx), accompagnati da una versione in formato pdf.

L'invio del contributo comporta l'impegno dell'Autore a non pubblicarlo altrove – nella sua integrità o anche solo in parte – senza previa autorizzazione della Redazione.

Il testo dovrà essere accompagnato:

- da indirizzo, recapito telefonico fisso e mobile e indirizzo di email dell'Autore validi;
- dall'indicazione dell'ente/istituzione di appartenenza dell'Autore;
- dalla traduzione in inglese del titolo;
- da una fototessera dell'Autore in alta definizione (jpeg).

## VESTE GRAFICA

L'articolo dovrà essere scritto in corpo 9, interlinea 1, giustificato, rientro di 0,5 cm prima riga di ogni capoverso.

Titolo del saggio: corpo 9, tutto maiuscole, centrato, in grassetto.

Nome dell'Autore: corpo 9, centrato sotto il titolo, in grassetto e deve essere corredato da rinvio a piè di pagina (con simbolo \*) contenente una breve descrizione del profilo (es.: Mario Rossi, avvocato, managing partner dello studio legale Petrini & Rossi di Savona. Si occupa di diritto bancario e finanziario).

Titoli paragrafi: corpo 9, grassetto, allineato a sinistra; 2 interlinee bianche sopra e 1 sotto.

Titoli sotto paragrafi: corsivo, corpo 9, allineato a sinistra, 2 interlinee bianche sopra e 1 sotto.

È necessario suddividere il testo in paragrafi – ed eventualmente in sotto paragrafi – con numerazione in numeri arabi (es.: 1, 1.1, 1.2).

Le pagine dovranno essere numerate progressivamente, in basso a destra, con numeri arabi.

Dopo il nome dell'Autore, è necessario inserire il sommario tradizionale secondo il seguente modello: Sommario: 1. Il mutuo. - 2. Il piano di ammortamento alla francese ecc.

Le parole straniere di uso non comune dovranno essere scritte in corsivo. Non quelle di uso comune (es.: swap e non *swap*; manager e non *manager*).

Per le citazioni usare le virgolette «a sergente». Qualora il testo citato contenga delle virgolette, saranno utilizzate quelle "inglesi" (alte a doppio apice). Il testo citato dovrà rispettare i caratteri tondi e corsivi dell'originale.

Per gli incisi, l'Autore potrà utilizzare i trattini – come in questo caso – preceduti e seguiti da uno spazio, oppure, alternativamente, le parentesi tonde (come in questo caso).

## CITAZIONI E NOTE A PIÈ DI PAGINA

Note a piè di pagina: corpo 8, interlinea singola. Non sono ammessi a capo.

Per l'indicazione delle note a piè di pagina l'Autore utilizzerà la numerazione progressiva e continua per l'intero testo. Non usare il formato anglosassone con Autore seguito dall'anno e rinvio alla bibliografia finale.

I nomi degli Autori andrà in maiuscoletto (non maiuscolo) (es.: ALPA e non ALPA).

Le citazioni delle opere dovranno seguire il seguente schema:

Dolmetta [A. A.], *Trasparenza dei prodotti bancari*, Bologna, Zanichelli, 2013, 110 e ss.

Rossi [M.], *I contratti derivati e il letto di Procuste della speculazione. Tra dike giuridica e hybris di mercato*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, Milano, Giuffrè, 2013, 749 – 793.

Bombelli [M.], Iato [M.], *La forma del contratto di mutuo*, in G. Cassano (a cura di), *Il mutuo. Il sistema delle tutele*, Padova, Cedam, 2009, 39 – 80.

Weber [M.], *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen, Mohr, 1920; trad. it. *Economia e società*, Milano, Comunità, 1968, vol. I, parte II, cap. V, 433.

“Comma” e “commi” possono essere scritti “co.”.

Gli articoli di legge dovranno essere citati nel seguente modo: art. 2321 cc.; art. 1469-bis, co. 3, n. 3, cc.

Citare le legge nei seguenti due modi alternativi: L. 21/1990; Legge 10 ottobre 1990, n. 287.

Le sentenza dovranno essere citate in questo modo: Tribunale di Milano, Sez. IV, 10 ottobre 1991, n. 212; Cass. civ., Sez. III, 19 settembre 1983, n. 12345.

Ogni URL indicato dovrà essere verificato al fine di garantire che sia ancora attivo nel momento in cui l'articolo verrà inviato alla rivista e andrà citato senza link attivo nel seguente modo: su <http://www.ssrn.com> e in parentesi tonda la data in cui è stato verificato l'ultima volta (10 ottobre 2013).

Per non appesantire l'ingombro delle note si utilizza una serie di abbreviazioni: v., cfr., vol., ecc.

Nelle note si usano altresì le seguenti espressioni:

*Idem o Id.* = lo stesso Autore appena citato (cioè citati nella stessa nota o nota precedente);

*Ivi* = nello stesso libro o saggio appena citati (stessa nota o nota precedente);

*Ibidem* = nello stesso libro o saggio alla stessa pagina appena citati (stessa nota o nota precedente);

*op. cit.* = se si cita nuovamente l'unica opera dell'Autore presente nell'intero corpo delle note (e quindi non si ripete il titolo);

*cit.* = si fa seguire al titolo di un'opera se di quello stesso Autore sono citate più opere nell'intero corpo delle note.

## DOUBLE-BLIND PEER REVIEW

• I contributi destinati alla sezione «Saggi» e «Commenti» verranno sottoposti a doppio referaggio anonimo. Verranno quindi inviati a due Referee di comprovata competenza ed esperienza, scelti dalla Direzione e dal Comitato scientifico tra i membri del “Comitato di referaggio”.

- L'Autore riceverà per ciascun Referee una scheda con le eventuali osservazioni e con i suggerimenti proposti per migliorare il manoscritto.
- L'Autore potrà decidere se accettare, in tutto o in parte, o meno i suggerimenti dei Referee. L'Autore dovrà quindi inviare nuovamente alla Rivista l'articolo accompagnato da una lettera in cui spiegherà se ha accolto o meno i suggerimenti dei Referee e in caso di mancato accoglimento le ragioni del rifiuto.
- La decisione definitiva sulla pubblicazione del saggio spetterà alla Direzione e al Comitato scientifico.
- In caso di accoglimento per la pubblicazione, l'Autore dovrà inviare le bozze definitive dell'articolo unitamente a una lettera con la quale concederà alla Rivista e al suo Editore l'esercizio esclusivo di tutti i diritti sul manoscritto.

### **MASSIMAZIONE**

- La ricerca dei documenti da massimare riveste un'importanza determinante per la qualità dell'informazione che viene fornita attraverso la Rivista.
- Tutti i documenti vanno intestati come segue: organo emittente o decidente, estremi di data (giorno, mese, anno: per esteso: 12 aprile 2004), numero del provvedimento, indicazione del presidente e/o dell'estensore.
- Alla stesura della massima segue la formulazione del neretto, che rappresenta il sunto della massima stessa. Ad ogni massima corrisponde un neretto da collocare prima della massima e dopo l'intestazione del documento.
- Evitare le parentesi nel corpo del neretto. La prima parola del neretto deve indicare la materia a cui la massima si riferisce. Alla prima parola seguono altre parole o espressioni – separate fra loro da lineette – che valgono a costituire il sunto della massima.

### **PRINCIPI ETICI**

La Direzione della Rivista e il Comitato Scientifico avranno la decisione definitiva in ordine all'opportunità o meno di pubblicare gli articoli sottoposti alla Rivista. Nel processo di valutazione non potrà essere fatta alcuna discriminazione per alcun motivo, e, in particolare, per motivi di razza, sesso, orientamento sessuale, credo religioso, origine etnica, cittadinanza, posizione scientifica o politica degli Autori. Su ogni informazione riguardante il manoscritto il Direttore e i membri del Comitato scientifico e del Comitato di Referaggio sono tenuti al segreto verso terzi e i manoscritti inediti non potranno essere utilizzati dai membri della Rivista per proprie ricerche senza il previo consenso dell'autore. Se i membri della Rivista dovessero rilevare o ricevere segnalazioni in ordine a errori o inesattezze in un articolo ovvero segnalazioni di plagio, ne daranno immediata comunicazione all'Editore il quale, dopo aver interloquuto con l'Autore, provvederà ad assumere le decisioni del caso.

I Referee dovranno accettare l'incarico solo se ritengono di averne le competenze e solo se ritengono di poter provvedere al referaggio entro un congruo tempo dal ricevimento del manoscritto anonimo (in linea di massima 30 giorni). I Referee dovranno mantenere il più

stretto riservo sui documenti ricevuti e dovranno procedere al referaggio con obiettività e senza farsi influenzare dalle eventuali proprie opinioni divergenti con quelle dell'Autore. Sono vietate le osservazioni offensive o poco rispettose nei confronti dell'Autore e del suo manoscritto. Le osservazioni dovranno essere fatte in modo chiaro e documentato. Il Referee dovrà comunicare alla Rivista se vi sia qualche somiglianza tra il saggio sottoposto a revisione e qualche altro documento di cui ha conoscenza.

Gli Autori devono garantire che le loro opere siano inedite e frutto del proprio personale lavoro di ricerca. Ogni lavoro o frase di altri Autori dovrà essere sempre citato puntualmente. I testi sottoposti a referaggio della Rivista non devono essere sottoposti ad altre Riviste ai fini di pubblicazione. Quando il manoscritto verrà accettato per la pubblicazione, tutti i diritti di sfruttamento economico, senza limiti di spazio e con tutte le modalità e le tecnologie attualmente esistenti e/o in futuro sviluppate, saranno trasferiti all'Editore della Rivista. L'Autore s'impegna a indicare come co-autori tutti gli altri autori del manoscritto e a citare nei ringraziamenti coloro i quali abbiano contribuito in qualche modo alla redazione dello stesso. Gli autori devono indicare nel manoscritto ogni forma di sostegno finanziario ricevuto per la redazione del manoscritto.

## **ABBREVIAZIONI**

### **I. ENCICLOPEDIA. RIVISTE**

<i>Archivio civile</i>	<i>Arch. civ.</i>
<i>Analisi Giuridica dell'Economia</i>	<i>AGE</i>
<i>Banca, borsa e titoli di credito</i>	<i>Banca borsa tit. credito</i>
<i>Banca, impresa e società</i>	<i>Banca impresa soc.</i>
<i>Bancaria</i>	<i>Banc.</i>
<i>Banche e banchieri</i>	<i>Banche e banc.</i>
<i>Contratto e impresa</i>	<i>Contr. e impr.</i>
<i>Contratti</i>	<i>Contr.</i>
<i>Corriere giuridico</i>	<i>Corr. giur.</i>
<i>Digesto IV ed.</i>	<i>D. disc. priv., sez. comm.</i>
	<i>D. disc. priv., sez. civ.</i>
	<i>D. disc. Pen.</i>
	<i>D. disc. pubbl.</i>
<i>Diritto amministrativo</i>	<i>Dir. amm.</i>
<i>Diritto della banca e dei mercati finanziari</i>	<i>Dir. banc. merc. fin.</i>
<i>Diritto del commercio internazionale</i>	<i>Dir. comm. int.</i>
<i>Diritto dell'economia</i>	<i>Dir. econ.</i>
<i>Diritto e pratica nell'assicurazione</i>	<i>Dir. e prat. assic.</i>
<i>Diritto fallimentare (e delle società commerciali)</i>	<i>Dir. fall.</i>
<i>Diritto e giurisprudenza</i>	<i>Dir. e giur.</i>
<i>Diritto industriale</i>	<i>Dir. ind.</i>
<i>Diritto dell'informazione e dell'informatica</i>	<i>Dir. inform.</i>
<i>Economia e credito</i>	<i>Econ. e cred.</i>
<i>Enciclopedia del diritto</i>	<i>Enc. dir.</i>

<i>Enciclopedia giuridica (Treccani)</i>	<i>Enc. giur.</i>
<i>Europa e diritto privato</i>	<i>Europa e dir. priv.</i>
<i>Fallimento (il)</i>	<i>Fallimento</i>
<i>Foro italiano (il)</i>	<i>Foro it.</i>
<i>Foro napoletano (il)</i>	<i>Foro nap.</i>
<i>Foro padano (il)</i>	<i>Foro pad.</i>
<i>Giurimetrica. Rivista di diritto, banca e finanza</i>	<i>questa Rivista</i>
<i>Giurisprudenza commerciale</i>	<i>Giur. comm.</i>
<i>Giurisprudenza costituzionale</i>	<i>Giur. cost.</i>
<i>Giurisprudenza italiana</i>	<i>Giur. it.</i>
<i>Giurisprudenza di merito</i>	<i>Giur. merito</i>
<i>Giustizia civile</i>	<i>Giust. civ.</i>
<i>Jus</i>	<i>Jus</i>
<i>Notariato (Il)</i>	<i>Notariato</i>
<i>Novissimo Digesto italiano</i>	<i>Noviss. Digesto it.</i>
<i>Nuova giurisprudenza civile commentata</i>	<i>Nuova giur. civ. comm.</i>
<i>Nuove leggi civili commentate (le)</i>	<i>Nuove leggi civ.</i>
<i>Quadrimestre</i>	<i>Quadr.</i>
<i>Rassegna di diritto civile</i>	<i>Rass. dir. civ.</i>
<i>Rassegna di diritto pubblico</i>	<i>Rass. dir. pubbl.</i>
<i>Rivista bancaria</i>	<i>Riv. banc.</i>
<i>Rivista critica di diritto privato</i>	<i>Riv. crit. dir. priv.</i>
<i>Rivista dei dottori commercialisti</i>	<i>Riv. dott. comm.</i>
<i>Rivista del notariato</i>	<i>Riv. not.</i>
<i>Rivista della cooperazione</i>	<i>Riv. coop.</i>
<i>Rivista di diritto civile</i>	<i>Riv. dir. civ.</i>
<i>Rivista del diritto commerciale</i>	<i>Riv. dir. comm.</i>
<i>Rivista di diritto internazionale</i>	<i>Riv. dir. internaz.</i>
<i>Rivista di diritto privato</i>	<i>Riv. dir. priv.</i>
<i>Rivista di diritto processuale</i>	<i>Riv. dir. proc.</i>
<i>Rivista di diritto pubblico</i>	<i>Riv. dir. pubbl.</i>
<i>Rivista di diritto societario</i>	<i>Riv. dir. soc.</i>
<i>Rivista italiana del leasing</i>	<i>Riv. it. leasing</i>
<i>Rivista delle società</i>	<i>Riv. soc.</i>
<i>Rivista giuridica sarda</i>	<i>Riv.giur. sarda.</i>
<i>Società (le)</i>	<i>Società</i>
<i>Vita notarile</i>	<i>Vita not.</i>

## II. COMMENTARI e TRATTATI.

*Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, e diretto da F.D. Busnelli, Milano  
*Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma

*Commentario Schlesinger*  
*Commentario Scialoja-Branca*



<i>Commentario Scialoja-Branca, legge fallimentare</i> a cura di F. Bricola, F. Galgano, G. Santini, Bologna-Roma	<i>Commentario</i> Scialoja-Branca, I. fall.
<i>S.r.l. Commentario</i> , a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, dedicato a G.B. Portale	<i>Commentario</i> S.r.l. Portale
<i>Trattato di diritto privato</i> , diretto da M. Bessone, Torino	<i>Trattato</i> Bessone
<i>Trattato di diritto privato</i> , diretto da V. Buonocore, Torino	<i>Trattato</i> Buonocore
<i>Trattato di diritto civile e commerciale</i> , già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano	<i>Trattato</i> Cicu-Messineo
<i>Trattato delle società</i> , diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale	<i>Trattato</i> Abbadessa-Portale
<i>Trattato delle società per azioni</i> , diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino	<i>Trattato</i> Colombo-Portale
<i>Trattato di diritto commerciale</i> , diretto da G. Cottino, Padova	<i>Trattato</i> Cottino
<i>Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia</i> , diretto da F. Galgano, Padova	<i>Trattato</i> Galgano
<i>Trattato di diritto privato</i> , a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano	<i>Trattato</i> Iudica-Zatti
<i>Trattato di diritto privato</i> , diretto da P. Rescigno, Torino	<i>Trattato</i> Rescigno
<i>Trattato di diritto civile</i> , diretto da R. Sacco, Torino	<i>Trattato</i> Sacco
<i>Trattato di diritto civile</i> , fondato da F. Vassalli, Torino	<i>Trattato</i> Vassalli
N.B.: va sempre aggiunto l'anno di pubblicazione del volume	

### III. FONTI NORMATIVE

Circolare	circ.
Codice civile	c.c.
Codice di commercio	cod. comm.
Convezione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali	Cedu
Costituzione	Cost.
Codice di procedura civile	c.p.c.
Codice penale	c.p.
Codice di procedura penale	c.p.p.
Contratto collettivo nazionale di lavoro	c.c.n.l.
Decreto	d.

Decreto del Pres. del Consiglio dei ministri	d.p.c.m.
Decreto del Pres. della Repubblica	d.p.r.
Decreto interministeriale	d. interm.
Decreto legislativo	d.lgs.
Decreto legge	d.l.
Decreto legge luogotenenziale	d.lgt.
Decreto ministeriale	d.m.
Direttiva	dir.
Disegno di legge	d.d.l.
Disposizioni di attuazione	disp. att.
Disposizioni sulla legge in generale	disp. prel.
Disposizioni transitorie	disp. trans.
Legge assegni	l. ass.
Legge costituzionale	l. cost.
Legge fallimentare	l. fall.
Legge cambiaria	l. camb.
Legge regionale	l. reg.
Regio decreto	r.d.
Regolamento	reg.
Statuto dei lavoratori	st. lav.
Testo unico	t.u.
Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 1-9-1993, n. 583)	t.u.b.
Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24-2-1998, n. 58)	t.u.f.
Trattato che istituisce la Comunità europea	TCE
Trattato sul funzionamento dell'Unione europea	TFUE
Trattato sull'Unione europea	TUE

#### IV. ABBREVIAZIONI PIÙ COMUNI

allegato	all.
articolo citato	art. cit.
articolo – articoli	art. – artt.
autori vari	Aa.Vv.
Banca centrale europea	Bce
citata (subito dopo il titolo di un testo)	cit.
Comunità economica europea	Cee
Comunità europea	Ce
conforme	conf.
confronta	cfr.
cosiddetta – cosiddetto	cd.
decisione	dec.
deliberazione	delib.
diforme	diff.

e altri	<i>et. al.</i>
eccetera	ecc.
edizione	ed.
esempio	es.
Gazzetta Ufficiale	G.U.
<i>idem</i>	id.
inedito	ined.
massima	mass.
nota del redattore	n.d.r.
nota del traduttore	n.d.t.
nota dell'Autore	n.d.a.
numero – numeri	n. – nn.
opera – opere	op. – opp.
opera già citata	op. cit.
ordinanza	ord.
per questi motivi	p.q.m.
pubblica amministrazione	p.a.
seguinte – seguenti	s. – ss.
sentenza	sent.
Sezione	Sez.
Sezione lavoro	Sez. lav.
Sezioni Unite	Sez. Un./S.U.
società a responsabilità limitata	s.r.l.
società per azioni	s.p.a.
Suprema corte	S.C.
Unione europea	UE
vedi	v.

La sede della Rivista è presso l'Editore Centro Studi Alma Iura srl, Centro per la formazione e gli studi giuridici, bancari e finanziari - Vicolo San Bernardino 5A - 37123 Verona.

## COMITATO SCIENTIFICO

### **Andrea Ferrari**

Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Modena e Reggio Emilia.

### **Giovanni Gallone**

Titolare dello Studio Gallone di Milano e consulente tecnico in materia bancaria e finanziaria. B.Sc. Hons. in Banking and Finance conseguito presso l'Università del Galles - Cardiff Business School. Già dirigente nel dipartimento di fixed income and structured products distribution in Deutsche Bank Londra ed HSBC Milano; Head of Sales Italy fixed Income and structured derivatives presso ABN AMRO Bank N.V. Londra.

### **Emilio Girino**

Avvocato, Managing Partner dello studio Ghidini, Girino e Associati. Docente del Centro Universitario di Organizzazione Aziendale (CUOA). Autore di numerosi articoli scientifici e alcune monografie in materia di diritto finanziario, bancario e di finanza derivata. Editorialista di MF Milano Finanza e opinionista di Class CNBC. Già componente effettivo dell'Arbitro Bancario e Finanziario, Collegio di Milano, Sezione Imprese e del Collegio di Coordinamento. Presidente dell'Associazione Alunni Ghislieri.

### **Gioacchino La Rocca**

Professore ordinario di diritto civile presso la Scuola di Giurisprudenza dell'Università Milano-Bicocca. Avvocato del Foro di Novara.

### **Massimo Lembo**

Avvocato, già *Compliance Officer* del Gruppo Veneto Banca. Professore a contratto di diritto bancario e assicurativo presso l'Università di Udine, facoltà di Economia aziendale. Coautore di testi in materia di antiriciclaggio, prodotti assicurativi, prodotti previdenziali, consorzi fidi. Autore di monografie e commenti a sentenze in materia giuridico-finanziaria e fallimentare.

### **Maddalena Mandarà**

*Senior Quantitative Analyst* del DMDES (Dipartimento di Matematica per il Diritto, l'Economia e le Scienze Finanziarie) del Centro Studi Alma Iura. Laurea in Matematica Applicata con indirizzo economico finanziario presso l'Università di Verona. Specializzata in Metodi Quantitativi per la Finanza presso l'Università di Verona. Già Analista funzionale del Centro Servizi del Banco Popolare, area *Risk Management*. Socio ordinario di AMASES (Associazione per la Matematica Applicata alla Scienze Economiche e Sociali).

### **Marcello Minenna**

Docente alla London Graduate School e alla Università Bocconi di Milano of Mathematical Finance, Responsabile dell'Ufficio Analisi Quantitative Consob.

**Giovanni Tartaglia Polcini**

Sostituto Procuratore presso il Tribunale di Benevento. Professore a contratto presso l'Università di Salerno.

**Marco Rossi**

Avvocato, managing partner dello studio tributario e legale associato Rossi Rossi & Partners. Presidente del Comitato scientifico di Alma Lura. Collaboratore de Il Sole 24 Ore.

**Massimo Rossi**

Dottore ragioniere commercialista, managing partner dello studio tributario e legale associato Rossi Rossi & Partners, esperto in bilancio e fiscalità d'impresa. Membro del Comitato scientifico e consulente del Dipartimento di Matematica per il Diritto l'Economia e le Scienze Finanziarie del centro studi Alma Lura. Autore di articoli su riviste del settore e docente in convegni di alta formazione fiscale e giuridica. Iscritto all'albo dei consulenti tecnici del Tribunale di Verona, svolge attività di ctu e ctp su tutto il territorio nazionale.

**COMITATO DI REDAZIONE****Barbara Stocchero**

Laurea in giurisprudenza a pieni voti presso l'Università degli studi di Verona. Referente dell'area formazione ed editoria del Centro Studi Alma Lura.

**Elisabetta Romani**

Avvocato del Foro di Roma. Membro del Comitato di redazione della collana giuridica "Compendi giurisprudenziali", edita da Aracne editrice. Scuola di specializzazione per le professioni legali e laurea in giurisprudenza presso la LUISS Guido Carli di Roma.





## PARTE PRIMA





## IL CRIPTO INGANNO VALE PIU' DELL'ORO?

**KENNETH ROGOFF\***

CAMBRIDGE – La criptovaluta Bitcoin è la più grande bolla del mondo oggi o un grande investimento su cui puntare nella moderna e innovativa tecnologia finanziaria? La mia migliore previsione è che nel lungo termine la tecnologia fiorirà, ma il prezzo del Bitcoin crollerà.

Se non sei al corrente della storia di Bitcoin, il suo prezzo è salito del 600% negli ultimi 12 mesi e del 1.600% negli ultimi 24. A circa 4.200 dollari (al 5 ottobre), una singola unità della moneta virtuale vale oltre tre volte un'oncia di oro. Alcuni evangelisti del Bitcoin prevedono che continuerà a salire ulteriormente nei prossimi anni.

L'Italia rappresenta un caso esemplificativo. Il suo settore bancario disfunzionale non solo pregiudica la ripresa economica ed inibisce gli investimenti; ma presenta difficoltà che costituiscono il nocciolo duro di una questione che interessa l'intera zona euro.

Molto dipenderà da come reagiranno i governi. Saranno tolleranti con sistemi di pagamento anonimi che facilitano l'evasione fiscale e il crimine? Daranno vita a delle proprie valute digitali? Un'altra domanda chiave riguarda il modo in cui i numerosi concorrenti di Bitcoin possono entrare con successo nel mercato.

Ma la strada per l'inferno è lastricata di buone intenzioni. L'unione bancaria europea, allo stato attuale, non è solo incompleta; i suoi difetti di progettazione l'hanno resa infatti anche fonte di immobilismo ed instabilità, potenzialmente peggiore dei mali che era destinata a curare.

Teoricamente è estremamente semplice clonare o migliorare la tecnologia Bitcoin. Ciò che non è così facile è replicare la solida credibilità di Bitcoin e l'ampio ecosistema di applicazioni costruite intorno.

Per il momento, il contesto regolamentare resta una grande lotta. Il governo della Cina, preoccupato dell'uso del Bitcoin nella fuga di capitali e nell'evasione fiscale, ne ha vietato di recente gli scambi, mentre il Giappone, dall'altro lato, l'ha consacrata a valuta legale, in una presunta offerta per diventare il centro globale del fintech.

---

\* KENNETH ROGOFF, Professore di Economia e Ordine Pubblico presso l'Università di Harvard e ricevente nel 2011 del premio Deutsche Bank in Economia Finanziaria, fu responsabile economista dell'International Monetary Fund dal 2001 al 2003. Co-autore di "This time is different": Eight Centuries of Financial Folly, suo nuovo libro, "The curse of cash", è stato pubblicato nell'agosto del 2016.

Gli Stati Uniti stanno facendo dei passi incerti per seguire il Giappone nella regolamentazione del fintech, anche se la fase finale non è ancora chiara. Soprattutto, Bitcoin non ha bisogno di vincere ogni battaglia per giustificare prezzi alle stelle. Il Giappone, la terza maggiore economia mondiale, vanta un rapporto moneta-reddito straordinariamente alto (circa il 20%), pertanto il successo di Bitcoin lì è un grande trionfo.

Nella Silicon Valley, i dirigenti più avidi investono sia in Bitcoin che nei competitor. Dopo Bitcoin, il più importante è Ethereum. La grande ambizione di Ethereum, simile a quella di Amazon, consiste nel permettere ai suoi utenti di impiegare la stessa tecnologia generale per negoziare e concludere "smart contracts" praticamente per tutto.

I primi di ottobre, la capitalizzazione di mercato di Ethereum si attestava a 28 miliardi di dollari, contro i 72 miliardi di Bitcoin. Ripple, la piattaforma promossa dal settore bancario perché taglia i costi delle transazioni per i trasferimenti interbancari ed esteri, si piazza al terzo posto con 9 miliardi. Dietro di loro ci sono dozzine di concorrenti alle prime armi.

La maggior parte degli esperti concorda che la tecnologia ingegnosa dietro le valute virtuali potrebbe avere diverse applicazioni per la sicurezza informatica, che attualmente pone una delle più grandi sfide alla stabilità del sistema finanziario globale. Per molti sviluppatori, l'obiettivo di raggiungere un meccanismo di pagamento più sicuro ed economico ha soppiantato l'ambizione di Bitcoin di sostituire i dollari.

È una pazzia pensare che Bitcoin sarà mai autorizzato a rimpiazzare la moneta emessa dalle banche centrali. Una cosa è che i governi consentano piccole transazioni anonime con le valute virtuali (a dire il vero, sarebbe preferibile); tutt'altra storia è autorizzare pagamenti anonimi su larga scala, che renderebbero estremamente difficile raccogliere tasse o tenere traccia di attività criminali. Naturalmente, come affermo nel mio ultimo libro sulle valute passate, presenti e future, i governi che emettono banconote di grosso taglio rischiano anche di contribuire all'evasione fiscale e al crimine. Ma almeno il contante può essere quantificato, la moneta virtuale no.

Sarà interessante vedere come si evolverà l'esperimento giapponese. Il governo ha sottolineato che obbligherà gli scambi Bitcoin a tenere sotto controllo l'attività criminale e a raccogliere informazioni sui depositari. Eppure, si può essere certi che gli evasori fiscali globali cercheranno di acquistare Bitcoin in modo anonimo all'estero per poi riciclare i propri soldi attraverso conti giapponesi. Il trasporto della banconota fuori e dentro un paese è un grosso costo per gli evasori fiscali e i criminali; adottando le valute virtuali, il Giappone rischia di diventare un paradiso fiscale simile a quello della Svizzera - con le leggi sul segreto bancario soffocate dalla tecnologia.

Se Bitcoin venisse spogliato del suo quasi anonimato, sarebbe difficile giustificare il suo prezzo attuale. Forse gli speculatori di Bitcoin stanno scommettendo che ci sarà sempre un consorzio di stati canaglia che consente l'uso anonimo di Bitcoin, o addirittura gli attori statali come la Corea del Nord che lo sfrutteranno.

Il prezzo di Bitcoin scenderebbe a zero se i governi potessero osservare perfettamente le transazioni? Forse no. Anche se le transazioni richiedono una quantità esorbitante di energia elettrica, con alcuni miglioramenti, Bitcoin potrebbe ancora battere le commissioni del 2% che le grandi banche addebitano sulle carte di credito e di debito.

Infine, è difficile capire cosa potrebbe impedire alle banche centrali di creare le proprie valute digitali e di utilizzare il regolamento per piegare il campo di gioco fino a quando non vincono. La lunga storia della moneta ci dice che ciò che il settore privato innova, lo Stato alla fine regola e se ne appropria. Non so dove andrà il prezzo di Bitcoin nei prossimi anni, ma non c'è motivo di aspettarsi che la valuta virtuale sfugga a un destino simile.

© ProSyn

## L'OGGETTO DEI CONTRATTI DERIVATI

EMILIO GIRINO\*

SOMMARIO: 1. L'approccio ermeneutico e l'irresistibile fascino dell'estremo – 2. Le conseguenze di una visione unidirezionale: in particolare, l'inaccettabile distinguo fra derivato "buono" e "cattivo" in ragione della funzione protettiva o speculativa – 3 Il differenziale quale oggetto del contratto derivato – 4. Il mark-to-market quale componente dell'oggetto differenziale del derivato – 5. La determinabilità del MTM quale requisito insopprimibile dell'oggetto. – 6. La disciplina EMIR sui mitigatori di rischio e la sua lettura confermativa – 7. Metodi di stima del MTM, calcolo del *fair value* e scenari probabilistici: per una corretta ridistribuzione concettuale fra diritto contrattuale e disciplina speciale.

### 1. L'approccio ermeneutico e l'irresistibile fascino dell'estremo

V'è oggi un morbo sottile di cui l'esegesi giuridica sembra soffrire: il tormento di giustificare costrutti artificiali quando pur l'evidenza additi un percorso semplice e lineare.

Guardiamo alla sorte dei derivati: dapprima accolti con sospetto, poi osannati e quindi velocemente vituperati, ingiuriati con la gogna del giuoco, poi, di colpo, riabilitati, adorati, invocati quali salvifici messia della nuova finanza, per poi tornare dall'empireo alla polvere, di nuovo essere additati al ludibrio, accusati di ogni male del mondo, messi al bando da finanziari e politici che prima ne han fatto, rispettivamente, man bassa e idolo per poi ridurli ad una vil razza dannata, da cancellare dal volto della terra finanziaria o, per non "esagerare", nasconderli, offuscare anche la loro semplice apparenza contabile. E dietro i giuristi a marmaldeggiare sul ferito, a scorticarne l'osso oppure, tutto all'opposto, a difenderlo a priori e a spada tratta. Asserti o domande quali: il derivato non è definibile, è una scatola di gomma deformabile in cui il legislatore caccia dentro quel che gli pare, il derivato è una scommessa, esiste mai motivo per cui un derivato possa essere stipulato in assenza di un rischio vero, non sono che le più palesi espressioni di un pensiero spiazzato dalla realtà piana e indiscussa di un fenomeno che però, in qualche modo, si ha brama d'alterare.

Nello svilupparsi del pensiero dottrinario in materia derivativa, possono ormai delinearci, rescisse le code estreme dell'agnosticismo o dell'approssimazione generalistica, due correnti esattamente eguali e contrarie. Da un lato, i "finanziaristi" puri, per i quali il derivato, in quanto strumento finanziario, vivrebbe sotto la sola giurisdizione della disciplina di settore (il t.u.f.), mentre la normativa sul contratto non potrebbe applicarsi in virtù di un non meglio chiarito principio di specialità. Dall'altro i "contrattualisti" estremi, i quali, tutti compresi nell'ambizioso disegno di stanare la causa negoziale del derivato, sembrano aver completamente perso di vista quella che è l'innegabile – non foss'altro perché

positivamente sancita – natura finanziaria dello strumento.

## **2. Le conseguenze di una visione unidirezionale: in particolare, l'inaccettabile distinguo fra derivato "buono" e "cattivo" in ragione della funzione protettiva o speculativa**

Siffatte posizioni oltranziste conducono a risultati parimenti inaccettabili. La prima linea di pensiero porta, infatti, alla totale svalutazione della radice contrattuale del derivato, la cui cura negoziale, in effetti, risulta in prassi alquanto negletta. La seconda direttrice tende, tutto all'opposto, a considerare come irrilevante la componente finanziaria. Fra i principali esiti concreti risultanti dalla coltivazione di tali contrapposte linee di pensiero, rammenteremo, quanto alla prima, la considerazione della base contrattuale del derivato come una sorta di irrilevante elemento accidentale, plasmabile a piacimento e pressoché avulsa dalle regole del negozio tradizionale con tanto enfatica quanto impropria esaltazione del principio *caveat emptor*; quanto alla seconda, l'accanita ricerca di una giustificazione sociale dello strumento, culminante nella manichea distinzione fra derivati "buoni", ossia con causa protettiva, e derivati "cattivi", ossia non protesi ad alcun effettivo fine di copertura di una posizione sottostante.

Possiamo agevolmente archiviare nella soffitta del preconetto questo secondo orientamento. Il derivato, in quanto strumento finanziario, per sua natura ingloba sempre e comunque una componente di speculazione e il distinguo, pur positivamente rintracciabile, fra *hedging* e *speculation* non è un qualcosa di immanente allo strumento, bensì il frutto di una comparazione fra il derivato e una, diversa e distinta, esposizione del contraente (il c.d. rapporto di correlazione, ossia di proporzionato dimensionamento quantitativo e qualitativo fra il derivato e la passività/attività che esso dovrebbe "assicurare"). Con che il derivato speculativo potrà essere invalidato solo là dove esistano preclusioni normative alla sua stipulazione (preclusioni per lo più connesse alla natura soggettiva dello stipulante: ente pubblico territoriale o fondo pensione, ad esempio) ovvero costituire fonte di risarcimento nel momento in cui si dimostri che la sua stipulazione sia avvenuta in violazione di patti negoziali (accordo quadro) o di altra natura (richieste specifiche del cliente).

Viceversa, l'orientamento "finanziarista" omette di considerare quello che è il tratto unico e connotante dello strumento, ossia il fatto che la componente negoziale non svolge una mera funzione genetica, con conseguente rescissione del cordone ombelicale che l'annodi al suo partorito, dato che quest'ultimo continuerà ad essere costantemente influenzato e strutturalmente soggetto al suo ceppo generatore. Come altrove scrissi e come la giurisprudenza oggi espressamente riconosce<sup>1</sup>, il derivato è un contratto che

---

\*Avvocato, Managing Partner dello studio Ghidini, Girino e Associati e docente del Centro Universitario di Organizzazione Aziendale.

<sup>1</sup> Trib. Milano, 19 aprile 2011 in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 6, 748: "Come plasticamente ritenuto in dottrina, la stipulazione di un contratto derivato, a differenza del mero scambio di azioni o titoli, costituisce

genera uno strumento finanziario immedesimandovisi al punto che lo strumento generato non cessa mai di essere un contratto. Il tutto, secondo la metafora nietzschiana a me cara, induce a idealizzare questa spuria struttura quale "ponte" fra il contratto e lo strumento finanziario. Ma se questo *unicum* è, ad ogni effetto, tale, ciò significa che su una spalla del ponte si colloca lo strumento finanziario e sull'altra il contratto, con che non può neppure ragionevolmente supporre di escludere dal governo dello strumento la disciplina della componente negoziale: se non a patto di recidere una spalla del ponte e quindi provocarne il crollo.

Dunque, pur con l'occhio mai distratto dall'altra spalla del ponte, occorre *anche* indagare la natura prettamente negoziale del derivato. Donde la domanda alla quale questo mio scritto vorrebbe (tornare a) dare chiara e definitiva risposta.

### 3. Il differenziale quale oggetto del contratto derivato

Nei decenni la dottrina si è lungamente intrattenuta sul significato stesso dell'oggetto contrattuale, che pur costituisce un elemento essenziale dell'accordo, la cui carenza, illiceità, impossibilità o indeterminabilità provoca la nullità dell'intero negozio. L'orientamento tradizionale<sup>2</sup> vede nell'oggetto del contratto l'oggetto della prestazione, per lo più argomentando dal dato testuale dell'art. 1347 c.c. dove i termini oggetto e prestazione sono impiegati in chiave sinonimica. Tale orientamento evolve poi nella direzione di recepire una nozione di prestazione in senso lato, comprensiva di ogni modificazione della situazione giuridica e patrimoniale preesistente, dunque in sostanza nell'effetto modificativo prodotto dall'atto negoziale<sup>3</sup>. Secondo altra lettura, l'oggetto del contratto coinciderebbe con l'oggetto della volontà contrattuale delle parti: risultato questo che, ove mai non letto come una mera tautologia, porterebbe ad una sovrapposizione della nozione di oggetto con quella di accordo, che viceversa esprime quel diverso e ulteriore requisito del negozio, ossia quell'incontro di intenti indispensabile all'esistenza stessa del contratto. Tale tesi si raffina vedendo l'oggetto come il contenuto del contratto: e qui nuovamente, rischi tautologici a parte, ci si avventura in una definizione vaga e impalpabile, quando non polisensa (il contenuto può essere il testo del contratto, l'insieme delle sue disposizioni, il combinarsi delle clausole)<sup>4</sup>. L'ulteriore e più realistico filone interpretativo vede invece nell'oggetto il bene che, grazie al contratto, viene trasferito, pur accogliendosi una nozione di bene quanto mai lata includente tutti quei valori e quelle utilità, anche immateriali, che costituiscono l'interesse perseguito dalle parti, mentre la prestazione non sarebbe che il comportamento cui le parti si obbligano affinché il trasferimento del bene

---

*ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, cioè di un'autonoma entità finanziaria".*

<sup>2</sup> GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004, II, 251.

<sup>3</sup> ROPPO, *Diritto privato*, Torino, 2013, § 31.2; FICI, *Contratto [oggetto del]*, in *Enc. Giur. Sole 24Ore*, Milano, 2007, 224.

<sup>4</sup> SACCO, *Obbligazioni e contratti*, in *Trat. Dir. Priv.*, Torino, 1983, 245 ove ultt. riff.; BIANCA, *Il contratto*, Milano, 2000, 320.

abbia luogo<sup>5</sup>.

Come rammentava un noto Autore, “*non pare che tutto questo gran parlare di oggetti in senso diverso da quello legale abbia condotto a grandi risultati*”<sup>6</sup>: sicché la giurisprudenza ha finito con il concludere che l'oggetto del contratto debba intendersi sia come contenuto dello stesso fissato dalle parti, sia come vicenda cui lo stesso è finalizzato, sia come bene che le parti intendono trasferire<sup>7</sup>.

A ben vedere, e ponendosi in una prospettiva più pragmatica e meno nominalistica, l'oggetto di un contratto, che lo si voglia chiamare prestazione, contenuto, effetto, interesse perseguito o quant'altro la fantasia filologica possa suggerire, coincide con la sua essenza patrimoniale (e della patrimonialità quale requisito naturale del contratto non può ragionevolmente dubitarsi). In altri termini, l'oggetto del contratto è l'utilità economica che esso procuri o possa procurare alle parti.

Svolto questo essenziale chiarimento, qual è dunque l'oggetto di un contratto derivato? Volgendo la domanda nella chiave di lettura testé riassunta, a quale utilità le parti mirano con la sua stipulazione? Che cosa con un derivato le parti intendono procurarsi?

La risposta, ancorché non consacrata in una specifica definizione legislativa ma nondimeno ricavabile da plurimi indizi normativi, è in sé alquanto ovvia: il *differenziale* di valore che l'entità economica, assunta a fondamentale del derivato, registrerà nel tempo, più precisamente nel lasso di tempo che corre fra la stipulazione del contratto e la sua esecuzione.

Affermare che l'oggetto di uno *swap* sia uno scambio di flussi finanziari<sup>8</sup> non ha senso, per la buona ragione (al di là del fatto che lo *swap* è per prassi regolato solo per differenze) che l'utilità economica ritraibile dal derivato non è certo il fatto che una parte riceva 80 per dare 100 all'altra bensì che questa riceva 20 nel caso in cui il valore del fondamentale registri un rialzo o che sia essa a dare 20 all'altra nel caso opposto. A riprova, vanno rammentate le disposizioni di Vigilanza del 4 agosto 2000, che nel definire lo *swap* di tasso precisamente ne rinvencono il tratto connotante nello scambio di un importo determinato come differenziale fra tassi di interesse diversi.

Affermare che l'oggetto di un *equity swap* sia l'azione assunta a sottostante è parimenti un controsenso. E consta qui una riprova normativa irrefutabile: l'art. 49 Regolamento Emittenti (Reg. Consob 11971/1999 come modificato da delibera 17731 del 5/4/2011), alla lettera c. 3 lett. f) esclude che le soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b) del t.u.f., rilevanti ai fini dell'obbligo di o.p.a., siano superate per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari derivati aventi ad oggetto titoli quotati ove l'acquirente si impegni a cedere a parti non correlate i derivati o i titoli in eccedenza entro sei mesi e a non esercitare nel medesimo periodo diritti di voto in misura eccedente la soglia superata: così

---

<sup>5</sup> FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà e norma*, Rimini, 1987, 177; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. Civ. Comm.*, Milano, 1982, 135.

<sup>6</sup> SACCO, *op. cit.*, 246.

<sup>7</sup> Cass., 15 luglio 1983, n. 4870, in *Giust. civ.*, 1984, I, 1576.

<sup>8</sup> Tollerabile, ancorché a rigore imprecisa, è la definizione dell'oggetto del derivato, come spesso si legge nelle sentenze e nella dottrina, quale “*scambio di differenziali*”, locuzione che in realtà addiziona all'oggetto puro (differenziale) il meccano insito nella causalità del negozio e la sua sostanziale commutatività (lo scambio).



dimostrando una non volontà acquisitiva del fondamentale. L'esenzione concessa si spiega propriamente in ragione del fatto che il derivato resta tale, dunque distinto dal veicolo di mera acquisizione, proprio perché l'utilità che le parti si prefiggono di ritrarre attraverso la sua stipulazione, è non già la proprietà del titolo bensì la cattura della sua fluttuazione di valore.

Affermare che un *currency swap* abbia ad oggetto una o più valute sarebbe parimenti un puro controsenso. Da tempo la giurisprudenza ha chiarito che la disciplina sull'intermediazione finanziaria non si applica alla compravendita di valuta, posto che il denaro non è uno strumento finanziario, applicandosi invece al *currency swap*<sup>9</sup> dove ciò che si "compravende" non è la valuta in sé bensì lo scarto di valore assunto nel tempo da una valuta<sup>10</sup>.

Sempre per rimanere in campo di "compravendite commerciali", la pur farraginoso e discutibile metodologia enunciativa adottata dalla MIFID<sup>11</sup> sancisce un'articolata definizione dei derivati su merci, che tali si considerano se liquidati per differenze, ovvero anche per consegna ma nell'ambito di un mercato regolamentato o affine, ovvero anche solo per consegna ma per finalità non commerciali, il cui risultato netto è l'esclusione della natura derivativa in capo allo strumento che persegue finalità acquisitive del fondamentale. Altro è acquistare il barile di petrolio altro è mirare a impadronirsi delle variazioni del suo prezzo: nell'un caso si compra un bene, nell'altro la differenza di valore<sup>12</sup>.

S'appalesa in tutto ciò l'assoluta irrilevanza del metodo esecutivo, sia esso un *cash settlement*, dunque con liquidazione diretta del solo differenziale di valore, o un *delivery* (o *physical*) *settlement* con successiva rivendita sul mercato spot del sottostante. In entrambi i casi ciò cui le parti di un derivato mirano, l'*oggetto* che esse assumono ad *utilità economica*

---

<sup>9</sup> "La disciplina in materia di intermediazione finanziaria ... non si applica ai contratti di compravendita a termine di valuta (c.d. *outrights*), il cui oggetto, immediato e finale, è la valuta, mentre si applica, invece, ai contratti a termine su strumenti finanziari «collegati» a valute, e cioè ai contratti aventi ad oggetto i guadagni o le perdite derivati dalle mutevoli fluttuazioni di cambio delle valute [leggasi: differenziali: n.d.r.] (come, per esempio, i c.d. *swaps*)" App. Milano, 13 giugno 2003, *Banca, borsa, tit. cred.*, II. 2003, 297. Cfr. altresì Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Riv. dir. internaz. priv. proc.*, 2005, 172.

<sup>10</sup> Trib. Milano, 3 gennaio 1996, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, 550. Nello stesso senso Trib. Milano, 27 marzo 2000, in *Contr.*, 2000, 777, App. Milano, 11 gennaio 2002, in *Contr.*, 2005, 629. (a conferma della bontà all'orientamento giurisprudenziale, v. art. 1 comma 4° TUF per il quale "Sono strumenti finanziari ed, in particolare, contratti finanziari differenziali, i contratti di acquisto e vendita di valuta, estranei a transazioni commerciali e regolati per differenza, anche mediante operazioni di rinnovo automatico (c.d. "roll-over)"). Norma abrogata, con effetto dal 3 gennaio 2018 a seguito dell'attuazione della Direttiva MIFID2, ma il cui contenuto è sostanzialmente conservato dall'art. 10 del Reg. Deleg. UE 2017/565, il quale esclude natura derivativa alle operazioni valutarie che presuppongano la consegna fisica della divisa.

<sup>11</sup> Ed oggi sostanzialmente ripresa dalla MIFID2 e in particolare, nel recepimento della stessa nel t.u.f. con effetto dal 3.1.2018 (cfr. all. 1 Sez. C nn. 5, 6, 7 e 10).

<sup>12</sup> Significativa, nel nuovo testo del t.u.f. novellato dalla MIFID2, l'esclusione dal novero dei derivati dei contratti su prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica (cfr. n. 6 all. 1 Sez. C cit. alla nota che precede).

del rapporto è sempre e soltanto il differenziale.

Insomma, la legge afferma l'essenzialità della componente differenziale o direttamente ovvero, *a contrariis* ma in termini non meno inequivoci, negando la patente derivativa allo strumento con funzione acquisitiva del fondamentale.

Ma il dato che vale ad escludere, al di là di ogni ragionevole dubbio, che il derivato non sia altro che uno strumento proteso alla ricerca del differenziale di valore, risiede nella sua stessa natura, nella sua stessa funzione, nella sua stessa ragion d'essere.

Se infatti al derivato il legislatore, pur senza arrischiarsi a definirlo compiutamente, assegna un'autonomia istituzionale, questo non può che equivalere alla presa d'atto che tale strumento, a differenza di qualsivoglia altro veicolo meramente acquisitivo, è strutturalmente concepito per – in senso improprio – “simulare” l'acquisizione di un bene o di una grandezza con lo specifico fine di acquisire, invero, solo la differenza di valore che quel bene o quella grandezza assumano nel tempo. E ciò proprio in funzione di pervenire alla percezione di quello scarto (profilo questo insito in qualunque compravendita speculativa) senza tuttavia sopportare l'onere economico di una sua anteriore integrale acquisizione (che invece si rinviene immancabile nello strumento di acquisizione).

E' per questo che la Corte Costituzionale<sup>13</sup>, il Consiglio di Stato<sup>14</sup>, il Tribunale<sup>15</sup> e la Corte d'Appello di Milano<sup>16</sup> e molte altre susseguenti pronunce di merito<sup>17</sup>, inequivocabilmente convergono nel riconoscere che lo strumento si fonda non già sull'acquisizione di un fondamentale né su uno scambio di capitali, bensì solo di flussi corrispondenti al differenziale di valore.

Se così non fosse, il derivato non avrebbe alcun senso economico e il suo giuridico riconoscimento perderebbe di ogni significato se il termine non dovesse altrimenti intendersi che come un bizzarro sinonimo di contratto di acquisto di un bene o di altro valore. Che differenza vi sarebbe, negli esempi dianzi evocati, fra un *equity swap* e un contratto a termine di acquisto di azioni? Come distinguere un *outright* da un *currency swap*? Quale diversità strutturale e funzionale fra un derivato su merci e l'acquisto di una partita di quelle stesse merci?<sup>18</sup>

Ovvio essendo che il derivato sia un contratto tipicamente aleatorio, posto che la

---

<sup>13</sup> 18 febbraio 2010, n. 52/2010, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 1, 1.

<sup>14</sup> 7 settembre 2011, n. 05032/2011 in *Foro it.*, 2012, III, 69,

<sup>15</sup> 19 aprile 2011, cit. alla nt. 1.

<sup>16</sup> 18 settembre 2013, n. 3459 in *dirittobancario.it*.

<sup>17</sup> Fra le molte, Trib. Milano, 9 marzo 2016 in *dirittobancario.it*.

<sup>18</sup> Prevenendo una possibile (e concettualmente lecita) obiezione, incentrata sull'assenza della componente differenziale nei cc.dd. derivati creditizi, che pure il legislatore annovera fra gli strumenti derivati, deve rilevarsi come in realtà l'assimilazione legislativa fra derivati finanziari e creditizi sia stata il frutto di una scelta affrettata, adagiata sulla semplice nozione economicistica del derivato, inteso cioè come strumento che fa derivare il suo valore da quello di una grandezza economica esogena: nozione del tutto inservibile sul piano giuridico, posto che esistono altre formule di investimento (fondi comuni e obbligazioni strutturate e agganciate a parametri esterni) che, nondimeno, pur risultando valorizzabili solo in funzione di una grandezza esterna, non vengono minimamente equiparate ai – ed anzi marcatamente distinte dai – derivati. Senza qui indulgere sulle numerose diversità strutturali che connotano le due tipologie di strumento (l'assenza del differenziale, l'unidirezionalità del flusso nel caso di un *credit event*, la necessaria correlazione con le sorti del

compravendita di un differenziale futuro e incerto per definizione non si espone accidentalmente ad un'alea bensì deliberatamente recepisce l'alea quale suo elemento coesistente<sup>19</sup>, l'interprete potrebbe qui trovarsi in serio imbarazzo nel risolvere l'angustante problema della determinabilità dell'oggetto.

Scendiamo con ciò su quello che è il terreno più fortemente accidentato della contrattualistica derivativa. Il terreno su cui il diritto contrattuale e quello finanziario, lungi dal potersi considerare avulsi l'uno dall'altro, debbono invece riconciliarsi in una prospettiva coerente e razionale. Sto alludendo, in tutta evidenza, al tema della determinazione del *mark-to-market*.

#### 4. Il mark-to-market quale componente dell'oggetto differenziale del derivato

Il MTM è o non è parte dell'oggetto del contratto? Naturale conseguenza, non foss'altro che per coerenza logica, di quanto dianzi asserito è che se l'oggetto del derivato è il differenziale di valore che si forma nel tempo, il MTM, pacificamente qualificabile come sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi, è esso stesso differenziale, è esso stesso parte dell'oggetto del contratto.

A siffatto cristallino argomentare si oppone, in spregio alla *contradizione che nol consente*, altro orientamento: il MTM non sarebbe che un valore prospettico, dunque una stima, di per sé irrilevante ai fini della determinazione dell'oggetto. Si obietta, con sottile malizia, che esso verrebbe in gioco solo al momento della eventuale chiusura anticipata del rapporto e

---

sottostante, la natura del premio che non remunera un diritto di scelta – come nell'opzione – bensì costituisce – come nell'assicurazione – un corrispettivo per fini indennitari, l'influenzabilità del sottostante da parte del compratore di protezione, la non automaticità di manifestazione dell'evento di credito e la sua determinazione ad opera di un "terzo", più spesso secondo il suo insindacabile arbitrio), basterà invece rammentare come lo stesso legislatore comunitario, avvedutosi dell'errore di aver fittiziamente assimilato al derivato finanziario quello creditizio, si sia ravveduto, all'esito della crisi dell'eurozona, promulgando il Regolamento 236/2012 il quale, nell'introdurre il divieto della stipulazione di cds "nudi" o "multipli", finisce con il contraddire la natura derivativa e di strumento finanziario tipica del derivato, come tale impiegabile per stipulazioni teoricamente illimitate.

<sup>19</sup> Sul punto sia permesso rinviare al mio *I contratti derivati*, Milano, 2010, II ed., 283. Ed è questa la ragione – detto per inciso – che porta ad escludere natura derivativa in tutte quelle clausole, contenute in contratti creditizi (o comunque non finanziari), in cui talora dottrina e giurisprudenza rintracciano invece fattispecie derivate, pur se l'alea connessa al presunto "derivato incorporato" sia in realtà controllabile da una delle parti: il che accade tutte le volte in cui la chiusura precoce del presunto derivato non comporti per la parte, in quel momento "deficitaria", l'obbligo di versare all'altra il valore di MTM, cioè della somma attualizzata dei differenziali attesi che il presunto derivato avrebbe generato sino alla sua naturale scadenza. Risiede proprio in tale controllabilità del rischio, perfetta antitesi della sua piena assunzione in caso di reali derivati, la non assimilabilità alla categoria derivativa di quelle clausole, le quali non accolgono nel loro oggetto il requisito aleatorio ad esso coesistente dianzi descritto: la più incontrovertibile dimostrazione di come la differenzialità finanziaria e la differenzialità derivativa sono non soltanto concetti distinti ma anche perfetti antipodi di realtà merceologiche e finanziarie solo apparentemente e superficialmente assonanti. Per una più ampia trattazione sia anche qui consentito richiamare il mio *I derivati impliciti: vizi e virtù della scomposizione*, in questa *Rivista*, 2/2016, 25.

non rivestirebbe dunque alcuna influenza nella sua fase genetica.

Diamo per un istante credito a questa lettura, cui subito contrapponiamo però una domanda: nel momento in cui il rapporto dovesse anticipatamente cessare, il MTM, quella sommatoria attualizzata di differenziali attesi, non costituirebbe forse l'oggetto del contratto? Certo che sì, perché la parte deficitaria (con MTM negativo) per sciogliersi dal vincolo contrattuale dovrebbe versare un differenziale attualizzato alla controparte, dovrebbe cioè eseguire in un sol colpo il contratto stesso. Saremo, mi auguro, tutti convinti che il MTM non è affatto una clausola penale né un risarcimento, bensì una valorizzazione anticipata del flusso differenziale futuro. A chi nutrisse qualche dubbio si dovrebbe suggerire una corretta rilettura dell'art. 2427/bis c.c. che impone alla società l'indicazione nella nota integrativa al bilancio del *fair value* degli strumenti finanziari derivati. Un siffatto obbligo di rappresentazione non si spiegherebbe se il *fair value* (MTM) fosse semplicemente un valore destinato a venire ad esistenza solo in caso di chiusura anticipata e non fosse, come è, il valore *in sé* del contratto e, insieme, il mezzo di misurazione del rischio che esso esprime: è invece propriamente per questa ragione che il bilancio ne esige la esplicitazione, sia pur con tutti i margini di approssimazione del caso (del resto la stessa regolamentazione EMIR – su di che cfr. *infra* – considera la non determinabilità del MTM quale fattore di aggravamento del rischio derivativo).

Tanto premesso e richiamato altresì l'ovvio dato di fatto per cui l'oggetto del derivato, esprimendo per definizione un valore futuro e incerto, non può che essere determinabile, in che misura si concilia con il precetto dell'art. 1346 c.c. la ricorrente prassi negoziale consistente nell'omissione della determinazione dei criteri di calcolo del MTM? Alludo a quelle notissime clausole che invocano, con acrobatica varietà terminologica, la ragionevolezza della stima, i metodi comunemente in uso, la correttezza commerciale, a quelle clausole che studiatamente tentano la fuga dall'imbarazzo della loro vacuità attraverso il ricorso ad eleganti, ma non meno vuote, formule di stile.

## **5. La determinabilità del MTM quale requisito insopprimibile dell'oggetto**

Occorre qui dissipare una ricorrente illusione ottica: ossia il fatto che l'operazione in quanto aleatoria esponga per definizione ad un rischio, dunque conoscerne o non conoscerne esattamente la misura non cambierebbe la condizione cognitiva del contraente. Un simile sofisma è presto smentito dalla constatazione obiettiva per cui il rischio non esclude affatto, anzi postula, che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter apprezzare l'entità ipotetica dell'alea che si corre. L'indicazione dei parametri che determineranno le rispettive prestazioni, cioè del differenziale periodico, vale a dire la determinazione della differenza fra l'entità della componente variabile "compravenduta", non indica ancora *ex ante* la quantificazione delle probabilità di differenziale. Perché il processo cognitivo si completi occorre che il contratto contempli espressamente e preventivamente la metodologia (basata su elementi di rappresentazione ulteriori e diversi dai meri parametri di calcolo del differenziale storico) che l'intermediario adotta per siffatta

stima<sup>20</sup>.

La giurisprudenza civile ci insegna che *"il requisito della determinatezza o della determinabilità dell'oggetto dell'obbligazione esprime la fondamentale esigenza di concretezza dell'atto contrattuale, avendo le parti la necessità di sapere l'impegno assunto ovvero i criteri per la sua concreta determinazione, il che può essere pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto delle parti"*<sup>21</sup>.

Tale orientamento è costantemente ribadito, in ogni ambito contrattuale, dai pronunciamenti che insistono sulla necessità che l'oggetto del contratto sia reso determinabile attraverso parametri fissati dalle parti aventi carattere di *precisione e concretezza tali da permettere la futura determinazione alle parti stesse ovvero al giudice* in caso di loro dissenso<sup>22</sup>. Nel dirci che l'oggetto è determinabile solo quando il giudice possa da solo, ossia leggendo il solo contratto (e al limite avvalendosi di un perito per decrittarne passi tecnici non agevolmente intuibili) determinarne l'oggetto, la giurisprudenza rivela quella che è la chiave di volta per la tenuta del sistema, owerosia il principio della *controllabilità* della determinazione.

Ora, risaputo e matematicamente dimostrato e dimostrabile che i metodi di apprezzamento di un derivato possono variare sensibilmente l'uno dall'altro, vuoi in relazione allo stesso strumento, vuoi in relazione a strumenti di diversa natura (altro è un'opzione *plain vanilla*, altro un'opzione esotica), la mancata indicazione della metodologia applicata impedisce *ab origine* di poter stimare l'entità del rischio assunto, il generico rinvio all'uso consegna un intollerabile arbitrio alla controparte<sup>23</sup>, l'omissione dell'esplicitazione

---

<sup>20</sup> Cfr. in tal senso il Lodo Arbitrale Milano, 4 luglio 2013, in *dirittobancario.it*.

<sup>21</sup> Cass. 29 febbraio 2008 n. 5513, in *Obbligazioni e contratti*, 2009, 123: in termini analoghi Trib. Milano, 23 febbraio 2005, *Contratti*, 2005, 853. Da ultimo Cass., 20 giugno 2012, n. 10198, in *Riv. giur. edilizia*, 2012, I, 905.

<sup>22</sup> Cass., 27 giugno 1985, n. 3853, in *Rep. foro it.*, 1985, v. 0440, n. 42; Cass., 19 agosto 1983, n. 5421, *ivi*, 1983, 1983, v. 1740, n. 161; Cass., 25 febbraio 1987, n. 2007, 1987, *ivi*, v. 1740, n. 288, per la quale *"Con riguardo all'individuazione dell'oggetto del contratto, la sua determinabilità, con riferimento ad elementi prestabiliti dalle parti, presuppone che vi sia stato un accordo circa la futura determinazione dell'oggetto stesso e circa le modalità ed i criteri da osservarsi a questo fine, con la conseguenza che dallo stesso contratto vanno desunti, sia pure per implicito, gli elementi idonei alla identificazione del relativo oggetto"*. Ma quale accordo può rinvenirsi in clausole che demandino ad un contraente una stima effettuata secondo parametri che l'altro non conosce (altro è il fatto che abbia le competenze o meno per comprenderli: cfr. *infra* nel testo § 7)?

<sup>23</sup> Si veda, nella contigua materia della determinazione dei tassi ultralegali, Cass. civ., sez. III, 02-10-2003, n. 14684: *"In tema di obbligazioni pecuniarie, il requisito della necessaria determinazione scritta degli interessi ultralegali, prescritto dall'art. 1284 c.c., può essere soddisfatto anche per relationem, attraverso il richiamo a criteri prestabiliti ed elementi estrinseci, purché obiettivamente individuabili; è tuttavia insufficiente a tale scopo la clausola che si limiti ad un mero riferimento «alle condizioni praticate usualmente dalle aziende di credito sulla piazza», o espressioni analoghe, poiché, data l'esistenza di diverse tipologie di interessi, essa non consente, per la sua genericità, di stabilire a quale previsione le parti abbiano inteso concretamente riferirsi; in tal caso, la conoscenza successiva del saggio applicato non vale a sanare l'originario vizio di nullità della pattuizione, per carenza del requisito della determinabilità, la cui esistenza l'art. 1346 c.c. esige a priori, al punto che non può essere individuato successivamente, tanto più quando il saggio non sia determinato da entrambe le parti ma da una di esse, che l'abbia portato a*

del modello esclude che la parte che “subisca” la definizione della stima ad opera dell'altra (cosa di per sé lecita e niente affatto scandalosa) possa razionalmente controllarla, insomma impedisce di determinare l'oggetto del derivato nel suo complesso.

Siffatta conclusione non va a sua volta estremizzata. Vi sono casi nei quali la semplicità dello strumento e l'unicità delle variabili rende di per sé evidente il metodo di stima o quanto meno esclude che i modelli di calcolo possano condurre a risultati eccessivamente divergenti. E qui la normativa comunitaria offre un prezioso temperamento del principio.

## 6. La disciplina EMIR sui mitigatori di rischio e la sua lettura confermativa

Una indiretta, ma non meno preziosa, conferma della bontà di questa lettura può oggi rinvenirsi nelle indicazioni contenute nel corpus regolamentare EMIR<sup>24</sup>, per la parte in cui (art. 11 comma 2° Reg. 648 e 16 e 17 del Reg. 149), tale disciplina include fra i cc.dd. mitigatori di rischio (ovverosia quegli strumenti alternativi con cui attenuare la rischiosità endemica dei derivati OTC non soggetti a compensazione in stanze centralizzate) anche l'esplicitazione del modello di calcolo.

L'art. 11 cit. impone alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie che abbiano posizioni aperte oltre determinate soglie dimensionali la quotidiana utilizzazione della valutazione a prezzi correnti di mercato per determinare il valore dei derivati in essere specificando che laddove le condizioni di mercato impediscano la valutazione a prezzi correnti di mercato, si debba ricorrere ad una valutazione in base a un modello prudenziale e affidabile, mentre l'art. 16 Reg. 149 reputa impossibile la valutazione a prezzi correnti quando il mercato è inattivo (e tale è, per il comma terzo dello stesso articolo, il mercato OTC in cui “le quotazioni non sono disponibili facilmente e sistematicamente e le quotazioni disponibili non sono riconducibili a operazioni effettuate realmente e regolarmente sul mercato alle normali condizioni ivi vigenti”) o là dove la gamma delle stime ragionevoli del *fair value* è ampia e le probabilità delle diverse stime non possono essere valutate ragionevolmente.

Le norme fotografano la quotidiana realtà dei mercati, dove è agevole riscontrare la coesistenza di derivati elementari, ampiamente diffusi e stimabili secondo metodologie altrettanto basilari (come negli IRS *plain vanilla* il cui differenziale è la risultante della sommatoria algebrica di un tasso fisso e di un variabile, per lo più l'Euribor, e la cui valorizzazione dipende dall'apprezzamento di solo questo secondo parametro, abitualmente quotato sul mercato: e qui il discorso si riallaccia a quanto notato alla fine del

---

*conoscenza dell'altra, attraverso documenti che abbiano il fine esclusivo di fornire l'informazione delle operazioni periodicamente contabilizzate e non anche di contenere proposte contrattuali, capaci di assumere dignità di patto in difetto di espresso dissenso”.*

<sup>24</sup> Il sistema EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) è un poderoso impianto regolamentare di matrice comunitaria. Ai fini di questa succinta menzione le norme di riferimento sono il Regolamento UE n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, e il Regolamento delegato UE n. 149/2013 del 19 dicembre 2012. Per una più completa disamina v. il mio *L'impatto della disciplina E.M.I.R. sul costruito civilistico del contratto derivato in Prospettive e limiti dell'autonomia privata, Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015.

precedente paragrafo) con modelli viceversa più complessi o più spiccatamente “esotici”, rispetto ai quali è frequente tanto l'insussistenza di un mercato attivo quanto l'ampiezza delle metodologie di stima e la conseguente accentuata diversificazione dei relativi esiti probabilistici.

L'assenza di un mercato attivo o la pluralità di metodi di valutazione del *fair value* impone ai destinatari l'uso del sopradetto modello di stima prudentiale e affidabile, il quale, a norma dell'art. 17 Reg. 149, è considerato tale solo se contempra tutti i fattori di calcolo utili, sia conforme a metodologie di stima accettate, sia calibrato e testato, convalidato da un servizio terzo rispetto a quello commerciale nonché formalizzato dall'organo apicale o da un suo delegato e aggiornato almeno annualmente.

Emerge una straordinaria convergenza di vedute (non importa se voluta o no: il dato è obiettivo) fra quanto i regolamenti esprimono e quanto la sopradescritta corrente giurisprudenziale va affermando: in entrambi i casi, l'assenza di un metodo (uno, fra i molti teoricamente disponibili), un metodo certo di valorizzazione del derivato costituisce un fattore di rischio. Secondo EMIR un fattore di rischio sistemico, secondo le sopradette decisioni un fattore di rischio giuridico: ma il denominatore di entrambe le visioni è che il derivato non può reggere se non è dato modo di stimarne il valore – non necessariamente con esattezza ma quanto meno secondo un metodo univoco (dice EMIR) o condiviso (dicono le decisioni).

Ora, per quanto la regolamentazione in parola non implichi in apparenza alcun obbligo di rivelazione o di inclusione del metodo di stima nel contratto, in realtà, nel momento in cui l'art. 17 Reg. 149 prescrive che il modello, oltre che minuziosamente e logicamente elaborato, sia altresì testato da un servizio terzo e formalizzato dagli organi decisionali e strategici, esso non può essere destinato ad un uso meramente interno.

Non avrebbe infatti alcun senso imporre un siffatto, articolato e rigido percorso costruttivo ove la sua risultante fosse confinata fra gli *interna corporis* dell'elaborante. E di tale ristretto confinamento non v'è traccia nella normativa che anzi si prefigge, proprio attraverso quel rigido percorso, di imprimere coerenza a quella disposizione, di vincolarvi il suo autore. Al quale non sarà ovviamente concesso di utilizzare un metodo di stima diverso da quello come dianzi concepito né per “prezzare” il prodotto al momento della stipulazione del contratto né per determinarne il valore in caso di prematura cessazione né infine per ricalcolarlo in sede di eventuale rimodulazione. E poiché non è concepibile, se non a costo di svuotare le norme EMIR di ogni capacità di prevenzione del rischio, che uno stesso derivato stipulato fra due soggetti destinatari della disciplina sia valutato con due metodi differenti, è inevitabile concludere che quel metodo dovrà essere condiviso, dunque pattuito. Anche in tal caso, infatti, la determinazione dell'oggetto del contratto non potrebbe più avere luogo secondo l'arbitrio di una parte bensì dovrà necessariamente attenersi a quel solo, unico metodo che la controparte valutante sarà stata tenuta a formalizzare e ad impiegare in ogni stadio della vita del derivato.

In altri termini, il legislatore, sia pur con una certa faticosa frammentarietà d'azione, sta rispecchiando nelle sue scelte di regolamentazione il principio che sta alla base della costruzione qui teorizzata. Principio che poi si traduce nella necessità di imprimere alla negoziazione proprio quegli elementi di certezza che, sul piano civilistico, propriamente si materializzano nella individuazione di un metodo univoco di stima del MTM, di chiara e condivisa indicazione dei criteri di determinabilità dell'oggetto (di quella parte di oggetto

che il MTM è) del derivato<sup>25</sup>.

## **7. Metodi di stima del MTM, calcolo del fair value e scenari probabilistici: per una corretta redistribuzione concettuale fra diritto contrattuale e disciplina speciale**

Si potrebbe da ultimo arguire, come alcuni studiosi e giudici arguiscono, che l'indicazione del modello non sarebbe di per sé sufficiente a rendere perfettamente determinabile l'oggetto contrattuale, perché la stima effettiva del rischio potrebbe ragionevolmente compiersi solo attraverso l'impiego di scenari probabilistici capaci di tradurre in un numero quel modello e di rappresentare correttamente le distribuzioni di probabilità<sup>26</sup>.

Qui credo si rischi di scivolare nel vizio opposto, di ignorare l'altra spalla del ponte. Occorre invece sforzarsi di trovare il punto di raccordo fra le due anime del derivato (contrattuale e finanziaria) e di saper correttamente porre un punto di demarcazione, un confine nitido lungo la gittata del ponte.

Se la mancata indicazione della specifica metodologia di calcolo rende indubitabilmente nullo il derivato per carenza di determinabilità dell'oggetto, altro discorso deve svolgersi in relazione alla sua leggibilità, alla sua intelligibilità. Il diritto contrattuale non impone ad una parte di farsi educatrice dell'altra e istruirla là dove essa non disponga delle conoscenze necessarie per comprendere ciò che essa legge. Il diritto civile in generale esprime un vasto dovere di buona fede comportamentale. Il diritto finanziario sviluppa ed eleva quel precetto sino al punto di spingerlo verso un atto negozialmente in sé "innaturale", ossia la protezione del cliente, ma non anche sino all'intollerabile livello di imporre un dovere educazionale

---

<sup>25</sup> Un parallelo indice di tale crescente propensione alla univocità dei metodi di stima si rinviene anche nella Raccomandazione Consob 0097996 del 22 dicembre 2014 (Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail) il cui § 4.2.2 raccomanda all'intermediario *"l'evidenziazione separata di ogni costo, anche implicito (mark-up), del prodotto e del suo fair value"* avendo cura di assicurare la coerenza fra le metodologie applicate *"con i criteri ed i modelli impiegati dagli intermediari a "fini interni" per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà, per la redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela"*. Tutto deve oggi rimisurarsi sulla scelta definitiva dell'Unione Europea, che con i recenti regolamenti in materia di PRIIP (Regolamento del Parlamento Europeo n. 1286/2014 del 26 novembre 2014, e regolamento delegato della Commissione UE n. 653/2017 dell'8 marzo 2017, quest'ultimo correntemente noto con RTS (acronimo *Regulatory Technical Standards*) paiono finalmente decretare l'essenzialità rivelatrice degli scenari di performance, con ogni più debita riserva sulla loro reale portata di autentici scenari di probabilità, rispetto alla quale solo l'onesto confronto fra matematica e diritto potrà restituire risposte esaustive.

<sup>26</sup> Tema oggi prepotentemente tornato alla ribalta dopo l'approvazione dei regolamenti unionisti nn. 1286/2017 e 653/2017 (cc.dd. regolamentazione PRIIP), dove l'introduzione degli scenari di performance nei prodotti destinati al pubblico *retail* riesuma il dubbio tecnico che tale rappresentazione possa non pienamente coincidere con il modello probabilistico di cui si avvale il costruttore del derivato in fase di creazione dello strumento.



dell'intermediario verso il cliente.

Tornando al punto, il requisito civilistico della completa determinabilità del MTM è pienamente soddisfatto nel momento in cui il modello di valutazione sia espresso nel contratto in modo chiaro e preciso, senza possibilità di arbitrio.

La valorizzazione e la distribuzione probabilistica del suo verificarsi sono invece il prodotto, sono l'effetto dell'applicazione di una clausola che contiene quel modello. Ne consegue che mentre l'omissione della metodologia di calcolo del MTM inficia la validità del negozio rendendo indeterminabile l'oggetto, viceversa l'omessa indicazione della sua risultante matematica e probabilistica rileva solo sotto il profilo dell'obbligo di completezza informativa, dunque in ragione dell'art. 21 t.u.f. e dunque graduata in ragione delle competenze specifiche del cliente<sup>27</sup>.

Per questa via, le contrapposizioni di vedute giungono ad un corretto, equilibrato punto di riconciliazione.

Il risultato qui raggiunto non muove da preconcetti protezionistici, bensì dalla volontà di conferire chiarezza e coerenza ad un quadro normativo in cui necessariamente il raggio di azione della disciplina civilistica e quello della disciplina settoriale possono efficacemente integrarsi senza rischio di omissioni o aporie. Una soluzione basata, per un verso, su una oggettiva completezza enunciativa, in contratto, del metodo di stima dell'oggetto derivativo, capace di salvare il derivato dalla censura estrema, e, per altro verso, sulla graduazione della successiva e ulteriore trasparenza di lettura giova indistintamente a tutti gli attori del negozio, vale a prevenire i conflitti, aiuta a trasformare uno strumento ingiustamente odiato in uno strumento efficiente. E' questo ciò a cui pensa il legislatore del t.u.f. quando, nel descrivere i doveri di comportamento, richiama anche quel primario valore che è l'integrità del mercato. Tutto il resto è solo sterile disquisizione.

---

<sup>27</sup> In tal senso si veda Trib. Milano, 13 febbraio 2014, in *Il Caso.it*, Sez. Giur., 10244, per la quale "La banca che raccomandi al cliente la stipula di un contratto di swap negoziato al di fuori dei mercati regolamentati e costruito dallo stesso intermediario, il quale si trova, pertanto, in situazione di conflitto di interessi, ha l'obbligo di illustrare al cliente i rischi relativi allo specifico prodotto ovvero: i) scomporre il prodotto complesso nelle componenti elementari che giustificano l'esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione, con la quantificazione del fair value di ciascuna delle componenti derivative e dello strumento nel suo complesso; ii) in presenza di strutture complesse produrre le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologia oggettive; iii) porre a confronto il prodotto con altri analoghi semplici, noti, liquidi, basso rischio e di analogo durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità, in modo da consentire al cliente di operare una scelta ragionata; iv) esplicitare nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare i costi di recesso o di sostituzione. Occorre poi precisare che, in assenza di informazioni specifiche sul profilo di rischio del prodotto, ricostruito attraverso il ricorso a scenari probabilistici e senza informazioni sul valore del mark to market alla data di stipulazione, l'investitore non è in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato in termini di costo/rischio/beneficio".

## LA DEFINIZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI\*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. La riserva di attività. - 3. Il regime speciale. - 4. La definizione di strumenti finanziari derivati. - 5. Premessa terminologica. - 6. Le famiglie di contratti derivati. - 7. I cinque prototipi. - 8. Analisi della definizione di strumenti finanziari derivati.

### 1. Introduzione

La definizione legale di strumenti finanziari derivati altro non è che una articolata lista di fattispecie negoziali tra loro disomogenee descritte con diversi criteri ed individuate a volte attraverso riferimenti a categorie finanziarie, a volte attraverso elementi e caratteristiche comuni a più fattispecie e a volte utilizzando termini tecnici inglesi con il risultato che diversi negozi rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati in più di una delle fattispecie elencate nella norma citata.

Appare, quindi, utile capire da subito le conseguenze dell'inclusione di un determinato negozio nella lista degli strumenti finanziari derivati.

Le conseguenze sono essenzialmente due:

- a) la negoziazione - ed altre attività che vedremo in dettaglio tra breve - di strumenti finanziari derivati professionale nei confronti del pubblico è una attività riservata alle banche ed alle imprese di investimento;
- b) in tale caso si applica un regime negoziale speciale concepito per tutelare l'interesse dei clienti e l'integrità del mercato.

Ne consegue che in diverse ipotesi - quali, ad esempio, la negoziazione occasionale o la negoziazione non nei confronti del pubblico - gli strumenti finanziari derivati non sono soggetti alla riserva di attività ed al conseguente regime negoziale speciale.

Per tali fattispecie, tutt'altro che secondarie, il regime giuridico applicabile attraverso il corretto inquadramento del negozio è quello ordinario.

Dal punto di vista metodologico seguiremo questo ordine: dopo aver indicato il perimetro della riserva di attività (par. 2) ed aver fatto alcuni cenni sul regime speciale applicabile agli strumenti finanziari derivati oggetto di riserva (par. 3) vedremo la definizione normativa di strumenti finanziari derivati (par. 4). Data la complessità della definizione si

rendono necessarie alcune precisazioni terminologiche (par. 5). Seguono le classificazioni per famiglie di contratti (par. 6) e la *reductio ad unitates* degli stessi a cinque prototipi (par. 7). A quel punto si potrà finalmente affrontare l'analisi della definizione di strumenti finanziari derivati e la riconducibilità a tale definizione delle diverse fattispecie di contratti derivati finanziari (par. 8).

## 2. La riserva di attività

Il t.u. fin., nel confermare l'impostazione introdotta con la l. 2 gennaio 1991, stabilisce che *"l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche"* (art. 18, primo comma).

Il quinto comma dell'art. 1 del t.u. fin. recita che per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari (la cui definizione include gli strumenti finanziari derivati): *"a) negoziazione per conto proprio (1); b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli (2); e) ricezione e trasmissione di ordini (3); f) consulenza in materia di investimenti (4); g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" (5).*

---

\* Docente di Diritto Bancario all'Università di Ferrara e ad di Swiss Merchant Corporation.

<sup>1</sup> Per "negoziazione per conto proprio" si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker* (art. 1, comma 5 bis, t.u. fin., ). Per "*market maker*" si intende il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti (art. 1, comma 5-*quater*, t.u. fin.).

<sup>2</sup> Per "gestione di portafogli" si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti (art. 1, comma 5-*quinqies*, t.u. fin.).

<sup>3</sup> Il servizio di cui al comma 5, lettera *e*), comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione) (art. 1, comma 5-*sexies*, t.u. fin.).

<sup>4</sup> Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione (art. 1, comma 5-*septies*, t.u. fin.).

<sup>5</sup> Per "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di

I requisiti di tale riserva sono *a) l'attività professionale*, cioè l'attività svolta in modo stabile o abituale, non occasionale, con durezza e *b) l'agire con il pubblico*, cioè nei confronti della generalità.

Qualora uno di questi servizi o attività abbia ad oggetto strumenti finanziari derivati (pertanto, non solo la negoziazione, ma anche, per esempio, la consulenza o la trasmissione di ordini) e sia svolto professionalmente e nei confronti del pubblico diviene una attività riservata per legge alle *imprese di investimento* e alle *banche* (art. 18, primo comma, t.u. fin.).

Per imprese di investimento si intendono *a)* le società di intermediazione mobiliare ("sim"), cioè l'impresa, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del t.u. bancario, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in Italia, e *b)* le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, cioè le imprese, diverse dalla banca, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in uno stato comunitario diverso dall'Italia o in uno stato extracomunitario.

Inoltre, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del t.u. bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere *a)* e *b)*, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché il servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettere *c)* e *c-bis)* del t.u. fin..<sup>(6)</sup>

La riserva di attività prevista dall'art. 18, t.u. fin. non si applica, quindi, a chi opera professionalmente in strumenti finanziari derivati *non* nei confronti del pubblico e al soggetto che opera *non* professionalmente – cioè occasionalmente – nei confronti del pubblico.

Un esempio, tra i tanti, della prima fattispecie è quello del soggetto che opera soltanto con controparti appartenenti al medesimo gruppo societario<sup>(7)</sup> o come *trader* di una materia prima e che ha come controparti i pochi produttori o distributori della stessa materia prima, cioè soggetti professionali che non possono considerarsi "pubblico".

Un esempio della seconda fattispecie è quello del soggetto che offre al pubblico occasionalmente un prodotto finanziario contenente anche uno strumento finanziario.

La professionalità di una attività emerge qualora sia svolta in maniera stabile, abituale, non occasionale, duratura e sistematica<sup>(8)</sup>.

Conseguentemente ai contratti derivati conclusi da tali soggetti non si applicano le norme relative alla negoziazione degli strumenti finanziari previste dal t.u. fin. che esamineremo in seguito.

---

acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (art. 1, comma 5-*octies*, t.u. fin.).

<sup>6</sup> Art. 18, terzo comma, t.u. fin.

<sup>7</sup> A sostegno di questa interpretazione v. l'art. 9, comma 2, Decreto Ministero dell'economia e finanze 17 febbraio 2009, n. 29 il quale recita che "*non configurano operatività nei confronti del pubblico le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza.*"

<sup>8</sup> L'art. 9, comma 1, del decreto citato nella precedente nota stabilisce che le attività di concessione di finanziamenti, di intermediazione in cambi e di prestazione di servizi di pagamento "*sono esercitate nei confronti del pubblico qualora siano svolte nei confronti di terzi con carattere di professionalità.*"

Inoltre, esiste un regime speciale che si applica agli strumenti finanziari derivati qualora una controparte sia un ente pubblico<sup>9</sup>).

In altre parole, ogniquale volta nessuna delle controparti di un contratto derivato è una impresa di investimento, banca o intermediario finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 107 del t.u. bancario o un ente pubblico il contratto derivato è regolato esclusivamente dalle norme pattuite tra le parti e, in mancanza delle stesse, dalle norme e principi generali civilistici.

Inoltre, il regime speciale previsto per i soggetti regolati si applica ai contratti derivati che rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati. Sebbene con la novella del 2007<sup>10</sup>) la definizione di strumenti finanziari derivati tenda a comprendere ormai integralmente le fattispecie note di contratti derivati, nel precedente regime vi erano numerosi contratti derivati che non rientravano tra gli strumenti finanziari derivati<sup>11</sup>).

Da queste brevi considerazioni emerge chiaramente – per quanto ovvio – che esistono contratti derivati ai quali non si applica alcun regime speciale. In dettaglio, le ipotesi appaiono essere le seguenti:

- contratti derivati che non sono strumenti finanziari derivati;
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari;
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano professionalmente in contratti derivati *non* nei confronti del pubblico;
- contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra soggetti che operano occasionalmente nei confronti del pubblico.

---

<sup>9</sup> Il quadro normativo che detta le regole di comportamento negoziale per la pubblica amministrazione in materia di strumenti finanziari derivati ha una genesi a dir poco farragginosa e disarticolata. Si citano in ordine cronologico le fonti: art. 35, l. 23 dicembre 1994 n. 724, Misure di razionalizzazione della finanza pubblica in G.U. 30 dicembre 1994, n. 304; Decreto Ministero del Tesoro 5 luglio 1996, n. 420, Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali; art. 41, l. 28 dicembre 2001, n. 448, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale della Stato (legge finanziaria 2002); Decreto Ministero dell'economia e delle finanze 1 dicembre 2003, n. 389, in G.U. 4 febbraio 2004, n. 28; Circolare Ministero dell'economia e delle finanze 27 maggio 2004, in G.U. 3 giugno 2004, n. 128; D. Dir. 3 giugno 2004, in G.U. 20 luglio 2004, n. 168; Rettifica della circolare 27 maggio 2004, in G.U. 27 novembre 2004, n. 279; art. 1, comma 737-738, l. 27 dicembre 2006, n. 296, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale della Stato (legge finanziaria 2007); Circolare Ministero dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2007, in G.U. 5 febbraio 2007, n. 29; Circolare Ministero dell'economia e delle finanze 22 giugno 2007, in G.U. 2 luglio 2007, n. 151; art. 1, comma 381-384, l. 24 dicembre 2007, n. 244, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale della Stato (legge finanziaria 2008); art. 62, l. 6 agosto 2008, n. 133, Conversione in legge, con modificazioni, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, recante disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria; art. 3, l. 22 dicembre 2008, n. 203, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale della Stato (legge finanziaria 2009).

<sup>10</sup> D.lg. n. 164 del 17 settembre 2007.

<sup>11</sup> La definizione legislativa in vigore fino alla novella del 2007 non comprendeva numerose fattispecie di contratti derivati utilizzati nei mercati finanziari. Basti al proposito citare i contratti derivati su indici economici, i contratti derivati meteorologici, i *credit derivatives* che hanno come obbligazione di riferimento un prestito bancario, i *real estate derivatives*, i *freight derivatives* ecc.

A questi contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra privati non è applicabile, come detto, alcun regime speciale.

Il loro regime è lasciato alla libertà delle parti nei limiti imposti dalla legge e sono sottoposti alle norme generali dei titoli I e II del libro IV del codice civile.

Infine, è utile ricordare che l'*emissione* di strumenti finanziari derivati - al pari dell'emissione di azioni o obbligazioni - non è soggetta ad alcuna riserva di attività non essendo l'emissione ricompresa tra i "servizi e le attività di investimento" <sup>(12)</sup>. E' la negoziazione professionale (nonché le altre specifiche attività sopra elencate) e nei confronti del pubblico che diviene attività riservata.

### 3. Il regime speciale

Per i contratti che rientrano nella elencazione di strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, t.u.fin., il legislatore ha previsto non solo la riserva di attività a favore di soggetti regolamentati, nel caso essi siano negoziati professionalmente nei confronti del pubblico, ma anche, come detto, un'articolata disciplina comune, la quale consiste nei seguenti principali aspetti:

- requisito della forma scritta dei contratti a pena di nullità relativa (art. 23, primo comma, t.u.fin.);
- obbligo generale di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati (lett. *a*, primo comma, art. 21, t.u.fin.);
- obblighi generali di acquisire informazioni necessarie dai clienti e di operare in modo che siano sempre adeguatamente informati (lett. *b*, primo comma, art. 21, t.u.fin.);
- obbligo generale di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, obbligo di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (comma 1-*bis*, art. 21, t.u.fin.);
- obbligo generale di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi (lett. *d*, art. 21, t.u.fin.);
- obbligo generale di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati (lett. *c*, comma 1-*bis*, art. 21, t.u.fin.);
- previsione della separazione patrimoniale in relazione a tutti i beni dei clienti detenuti a qualsiasi titolo dall'intermediario (primo comma, art. 22, t.u.fin.);
- divieto di compensazione rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal sub-depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi (secondo comma, art. 22, t.u.fin.);
- obbligo di informazione specifica sui contratti derivati che si concreta nell'obbligo di menzionare nel contratto la notevole variabilità del valore di mercato, l'assunzione di un elevato rischio di perdite quale conseguenza normale dell'investimento, la possibilità di

---

<sup>12</sup> Nello stesso senso v. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 335; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, n. 6.

perdite di dimensioni anche eccedenti l'esborso originario e, comunque, non quantificabili (art. 9, comma quarto e quinto, regolamento Consob 8850).

#### 4. La definizione di strumenti finanziari derivati

L'art. 1 t.u.fin. contiene le definizioni dei termini utilizzati dal legislatore nell'ambito del testo unico ed il terzo comma nella sua versione originaria recitava "per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g) h), i) e j)".

Le citate lettere del secondo comma recitavano nella versione originaria " f) i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swap), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere."

Il d. lgs. 17 settembre 2007 ha modificato la definizione di strumenti finanziari derivati ampliandone la lista e offrendo nuove e più esatte descrizioni. "Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)."

La nuova definizione di strumenti finanziari di cui al secondo comma dell'art. 1 del t.u. fin., ha stabilito che rientrano tra gli strumenti finanziari, tra gli altri, :

"d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) *contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;*

h) *strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;*

i) *contratti finanziari differenziali;*

j) *contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini."*

Gli strumenti finanziari previsti dalla lett. d del comma 1-bis dell'art. 1, t.u.fin. sono rappresentati da *"qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere [n.d.r.: azioni, obbligazioni e altri titoli meglio descritti in nota <sup>(13)</sup>], a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure"*.

Il comma 2-bis del citato articolo 1 t.u.f. aggiunge che *"il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:*

a) *gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;*

b) *gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine."*

Il quinto comma dell'art. 18, t.u. fin. prevede che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob *"può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di*

---

<sup>13</sup> Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.



*investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività."*

La *ratio* di tale ultima norma consiste nell'offrire un meccanismo semplice e di rapida attuazione non solo per allargare l'elencazione degli strumenti finanziari derivati, facendo così spazio alle nuove fattispecie utilizzate nei mercati finanziari, ma anche allo scopo di riservare la negoziazione dei nuovi contratti derivati ai soggetti regolamentati (imprese di investimento e banche) offrendo una maggiore tutela agli operatori e rafforzando il mercato finanziario del paese. Infatti, i contratti derivati che *non* sono strumenti finanziari derivati – ormai pochi rispetto al passato - possono essere negoziati *professionalmente e al pubblico* da qualsiasi soggetto non regolamentato.

La prima considerazione generale che emerge dalla definizione contenuta nell'art. 1 t.u. fin. è che gli strumenti finanziari derivati sono prima di tutto "strumenti finanziari". Il legislatore ha enucleato alcuni di questi definendoli "derivati" ai fini di rendere applicabili soltanto a questi speciali norme che ne regolano l'attività negoziale (<sup>14</sup>).

La definizione di "strumenti finanziari derivati" contenuta nella versione ante novella del 2007 dell'art. 1, t.u.f., non offre una definizione della categoria, ma si limita all'elencazione di caratteristiche di alcune tipologie di contratti o, in altre parole, ad una descrizione di una sorta di quattro prototipi (*financial futures*, contratti di pronti contro termine, contratti a termine e contratti di opzione) (elencazione e descrizione, tra l'altro, non esaustive della categoria finanziaria dei contratti derivati).

La definizione di "strumenti finanziari derivati" novellata nel 2007 (<sup>15</sup>) offre una elencazione sicuramente più completa di fattispecie negoziali riferite a valori mobiliari (lett. *d*), merci (lett. *e, f, g*), variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, beni, diritti, obblighi, indici e misure (lett. *j*), a cui si aggiungono i contratti derivati per trasferire il rischio credito (lett. *h*) e contratti differenziali (lett. *i*).

A ciò si aggiunga l'estensione della definizione di strumenti finanziari derivati prevista dagli art. 38 e 39 del Regolamento della Commissione Europea 10 agosto 2006, n. 1287/2006. Le norme confermano le conclusioni della tesi qui sostenuta, in quanto viene stabilito che "*si considera che un contratto derivato (...omissis...) ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati se è soddisfatta*" una delle tre condizioni indicate nel terzo comma dell'art. 38 del citato Regolamento (<sup>16</sup>). Più precisamente un contratto derivato relativo ad uno dei seguenti elementi:

---

<sup>14</sup> Ad esempio, l'art. 9, quarto e quinto comma, Regolamento Consob 8850.

<sup>15</sup> D. lg. 17 settembre 2007 n. 164.

<sup>16</sup> Le tre condizioni sono: "*a) il contratto è regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una o più parti, per ragione diversa dall'inadempimento o altro evento che determini la risoluzione; b) il contratto negoziato in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione; c) le condizioni di cui al paragrafo 1 sono soddisfatte in relazione al contratto.*" Il paragrafo 1 dell'art. 38 recita che si considera che un contratto ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati e non ha scopi commerciali se soddisfa le condizioni seguenti: "*a) risponde ad uno dei seguenti gruppi di criteri: i) è negoziato in un sistema di negoziazione di un paese terzo che svolge una funzione analoga a quella di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) indica espressamente che è negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo o è soggetto alle regole di un tale mercato o*

- a) larghezza di banda delle telecomunicazioni;
  - b) capacità di stoccaggio di merci;
  - c) capacità di trasmissione o trasporto relativa a merci, tramite cavi, condotte o altri mezzi;
  - d) una prestazione in denaro, un credito, una licenza, un diritto o un'attività simile che siano direttamente collegati alla fornitura, alla distribuzione o al consumo di energia derivata da fonti rinnovabili;
  - e) una variabile geologica, ambientale o altra variabile fisica;
  - f) qualsiasi altra attività o diritto di natura fungibile, che non sia un diritto a ricevere un servizio, che siano in grado di essere trasferiti;
  - g) un indice o una misura relativi al prezzo, al valore o al volume delle operazioni su qualsiasi attività, diritto, servizio o obbligo,
- è considerato strumento finanziario se soddisfa una delle condizioni indicate nel terzo comma del citato art. 38.

Risulta, pertanto, palese che anche nella mente del legislatore europeo esistono contratti derivati che *non* sono strumenti finanziari derivati.

Inoltre, emerge chiaramente dalla definizione del secondo comma dell'art. 1 t.u. fin. che essa è costruita e si appoggia sul variegato fenomeno dei contratti derivati. Basti, infatti, notare che tutte le lettere - con la sola eccezione delle lettere *h* e *j* - fanno espresso riferimento ai "contratti derivati". In definitiva, quindi, la definizione di strumenti finanziari derivati - quella originaria, quella novellata nel 2007 e quella di cui ai citati art. 38 e 39 del Regolamento della Commissione Europea 10 agosto 2006, n. 1287/2006 - mira a cogliere un fenomeno - quello dei contratti derivati finanziari - di dimensioni planetarie rappresentato da un mercato globale estremamente integrato ed interconnesso le cui origini moderne risalgono ai primi anni novanta del secolo scorso<sup>(17)</sup>.

Per poter pertanto comprendere questa articolata definizione di strumenti finanziari derivati sarebbe necessario analizzare i contratti derivati.

## 5. Premessa terminologica

Alla luce del forte legame tra i contratti derivati finanziari e gli strumenti finanziari derivati appaiono utili due premesse terminologiche: la prima in merito all'espressione "contratto derivato" e la seconda in merito al termine "swap", ampiamente utilizzato dal legislatore per definire gli strumenti finanziari derivati.

---

*sistema; iii) indica espressamente che è equivalente ad un contratto negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo; b) è compensato da una stanza di compensazione o da un altro soggetto che svolga le stesse funzioni di controparte centrale, o vi sono disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto; c) è standardizzato cosicché il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini sono stabiliti principalmente con riferimento a prezzi pubblicati regolarmente, a lotti standard o a date di consegna standard."*

<sup>17</sup> Per un esame delle origini del fenomeno e una indicazione delle dimensioni dello stesso v. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 23 ss.

La dottrina tradizionale già conosce il termine *contratto derivato* <sup>(18)</sup>, il quale consiste nel contratto che discende e dipende da un altro contratto concluso separatamente (contratto principale). I due contratti hanno in comune una parte. Il contratto derivato è accessorio rispetto al primo, ma l'accessorietà opera a senso unico: il contratto principale ha riflessi sull'accessorio e non viceversa. Il contratto derivato fa sorgere un diritto nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto identico o analogo a quello di un diritto già esistente. I vizi, i limiti all'efficacia, la risoluzione del contratto principale si comunicano al contratto derivato. Esempi di contratti derivati sono: il sub-appalto, il sub-mandato, la sub-locazione, il sub-affitto, il sub-trasporto, il sub-noleggjo.

L'espressione "contratti derivati" in uso nei mercati finanziari e che ritroviamo nella definizione di strumenti finanziari derivati non sembra avere nulla a che fare con la terminologia giuridica tradizionale e con le fattispecie testé descritte.

Bisogna, quindi, innanzitutto sgombrare il campo da ogni confusione in merito e porsi il quesito se l'espressione in esame abbia un duplice significato giuridico: uno tradizionale, ora sommariamente descritto, ed uno nuovo atto ad identificare una categoria di contratti particolari. O se piuttosto il termine abbia soltanto una valenza finanziaria e stia ad identificare una categoria di negozi giuridici tra loro diversi, non accomunabili in un *genus* giuridico.

La risposta non può che emergere dall'analisi delle singole operazioni. Per l'ansioso lettore si può anticipare che essa è negativa.

L'approccio che consente di rispondere in maniera convincente al quesito è basato sull'analisi delle diverse fattispecie annoverate nella prassi con l'espressione contratti derivati. Eseguendo tale analisi emerge, infatti, che alcuni contratti sono riconducibili a fattispecie tipiche utilizzate nella prassi finanziaria (ad es. le opzioni su titoli, divise, *swaps*, *financial futures* ed indici, che rientrano nell'art. 1331 c.c.), altri sono contratti differenziali nei quali è prevista una sola obbligazione di pagamento dovuta dal soccombente e nei quali, al momento della stipula, è incerto sia chi deve eseguirla sia il *quantum* della prestazione, che viene a determinarsi al momento del calcolo del differenziale (ad es. il contratto denominato *domestic currency swap* o il *forward rate agreement*, contratti che rimangono distinti, pur avendo il medesimo schema, in quanto soddisfano uno scopo tipico diverso tra loro: il primo mira ad evitare il rischio di consegna ed il secondo il rischio di credito pieno) ed altri ancora appaiono contratti atipici (ad es. *interest rate swap*, la cui causa si basa sullo scambio di pagamenti, e le "opzioni" sul tasso di interesse, la cui causa si basa sulla promessa di pagamento condizionato). Si deve evitare il contrario, e cioè cercare "a tutti i costi" di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà giuridiche tra loro diverse.

Risulta necessario sgomberare il campo anche da una confusione terminologica circa il termine *swap*, confusione che porta a volte a generalizzazioni inesatte o all'applicazione di aspetti propri di alcune fattispecie ad altre sostanzialmente diverse <sup>(19)</sup>.

Con il termine *swap*, infatti, vengono indicate nel mondo finanziario operazioni che in comune hanno soltanto il nome, mostrando strutture giuridiche totalmente difformi.

---

<sup>18</sup> Per tutti v. MESSINEO, *Il contratto in genere*, 1973, 733.

<sup>19</sup> La confusione è sottolineata da MORI, *Swaps, una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, 11; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 29 ss.

In questa sede si vuole segnalare — mettendo in luce le principali caratteristiche giuridiche delle diverse forme di *swap* — la necessità di individuare con la massima cura la fattispecie contrattuale e di evitare di cadere nell'equivoco di estendere le considerazioni svolte per un contratto *swap* ad altri contratti conosciuti con lo stesso termine.

Il termine in esame fa parte del linguaggio comune in lingua inglese. Si trova sia nella forma verbale, che significa *give something in exchange for something else* (dare qualcosa in cambio di qualcosa d'altro), sia come sostantivo con il significato di *act of swapping, exchange* (atto di dare qualcosa in cambio di qualcosa d'altro, scambio) <sup>(20)</sup>.

Assume, però, un significato tecnico nel settore finanziario indicando, come detto, specifiche operazioni. Alcune di queste sono talmente diffuse a livello internazionale che il termine è entrato — appunto per questa via tecnica — a far parte del vocabolario di altri paesi. Al pari dei termini *leasing, factoring, franchising*, il termine *swap* è divenuto di uso corrente anche in Italia (e come tale lo tratteremo e, pertanto, non si userà d'ora innanzi il corsivo).

Veniamo ora alla individuazione, almeno sommaria, delle principali operazioni conosciute con il termine *swap*.

Due sono di gran lunga le più importanti: lo *swap* del mercato dei cambi <sup>(21)</sup> e lo *swap* di interessi e di divise.

Lo *swap* del mercato dei cambi consiste in una vendita a pronti di una divisa con contestuale riacquisto a termine dalla stessa controparte <sup>(22)</sup>. Una divisa si pone come merce e l'altra come prezzo.

Questa operazione trae origine dagli accordi — detti appunto *swap facilities* — stipulati dalle banche centrali al fine di consentire manovre di equilibrio della valuta nazionale o politiche monetarie. Una operazione di *swap* può essere conclusa con diverse finalità: tra la banca centrale e le banche commerciali di uno stesso paese in presenza di saldi attivi o passivi della bilancia dei pagamenti oppure tra due banche centrali. Nel primo caso, quando la banca centrale vuole rastrellare liquidità dal sistema bancario e creare un incentivo per ridurre la posizione passiva nei confronti dell'estero, offre valuta estera alle banche contro moneta nazionale, impegnandosi a riacquistarla a termine ad un prezzo maggiorato; nel caso inverso di bilancia dei pagamenti negativa, la banca centrale può indurre le aziende di credito a ridurre le loro attività nette sull'estero, acquistando a pronti da esse divise estere al tasso di cambio corrente e impegnandosi a rivendere a termine divise della stessa specie ad un tasso di cambio inferiore. Nel secondo caso, una operazione di *swap* può essere conclusa tra due banche centrali quando una di esse cede all'altra un certo ammontare della propria valuta nazionale contro un equivalente ammontare di valuta dell'altra, in seguito ad accordi di cooperazione monetaria, volti a sostenere temporaneamente una determinata valuta sul mercato dei cambi <sup>(23)</sup>.

---

<sup>20</sup> HORNBY, *Oxford advanced learner's dictionary of current English*, Oxford, 1990, voce *Swap*.

<sup>21</sup> In Italia tale contratto viene definito pronti contro termine, ma il termine *swap* è entrato — grazie alla sua sinteticità - nel linguaggio in uso nelle sale cambi e tra gli operatori finanziari e non.

<sup>22</sup> Circa la distinzione tra il mercato dei cambi e quello degli *interest rate swaps* e *interest rate and currency swaps* si veda BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Recent innovations in international banking*, 1986, 37; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 357; MORI, *op. cit.*, 12.

<sup>23</sup> AA.VV., *Dizionario di banca e di borsa*, Roma, 1979, voci "accordo swap" e "swap".

Questa fattispecie di swap viene tuttora utilizzata, ma la tecnica è stata mutuata dagli operatori del mercato dei cambi ed è estremamente diffusa sia in termini di volumi che di soggetti utilizzatori. Il mercato dei cambi è il mercato che ha per oggetto la compravendita di divise ed è separato da quello degli swap di cui ci stiamo occupando in questo capitolo sia per i diversi soggetti che vi operano sia per le diverse norme tecniche, finanziarie e contabili che lo regolano <sup>(24)</sup>.

Lo swap di interessi e di divise raggruppa quelle operazioni conosciute come *interest rate swap* (Irs) e *interest rate and currency swap* (Ircs).

In un tipico Irs una parte si obbliga, per esempio, a pagare annualmente il tasso fisso del 10 per cento per cinque anni su un capitale di 100 ed in cambio l'altra parte si impegna a pagare semestralmente il tasso variabile stabilito di volta in volta in base a criteri concordati e calcolato sullo stesso capitale e per lo stesso periodo di cinque anni.

In un tipico Ircs una parte, Alfa, consegna un milione di dollari all'altra, Beta, la quale contestualmente consegna 500.000 sterline (assumendo un cambio 1 sterlina = 2 dollari) e si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del 10%) 100.000 dollari ogni anno per cinque anni ed a restituire un milione di dollari alla fine del quinto anno. Alfa si impegna a pagare (assumendo un tasso di mercato del 15%) 75.000 sterline ogni anno per cinque anni e a restituire 500.000 sterline alla fine del quinto anno <sup>(25)</sup>.

All'interno di tale gruppo fiorisce una colorita terminologia che indica tipologie diverse della stessa forma contrattuale, la quale si adatta a numerose applicazioni pratiche. Basti citare — rimandando l'interessato lettore alla esaustiva letteratura finanziaria in merito — gli *asset swap*, i *liability swap*, gli *amortising swap*, gli *step-up swap*, gli *zero coupon swap*, gli *annuity swap*, i *basis swap*.

Trattasi in tutti i casi di contratti basati sulla stessa struttura giuridica che si manifesta con caratteristiche finanziarie diverse. In via di prima approssimazione si può definire lo swap che qui ci occupa come contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi <sup>(26)</sup>.

---

<sup>24</sup> A partire dal 1989 ogni tre anni le principali banche centrali svolgono una indagine relativa ai volumi del mercato dei cambi. L'iniziativa è promossa dal Comitato dei Governatori del Gruppo dei 10 e si svolge sotto l'egida della Banca dei Regolamenti Internazionali. Uno degli aspetti di maggior rilievo che emerge da queste ricerche è costituito dalle dimensioni del mercato. Al netto di tutte le duplicazioni il volume medio *giornaliero* delle operazioni in cambi è passato da circa 590 miliardi di dollari americani nel 1989 ai 4.000 miliardi nel 2010. Il commercio estero di per sé può spiegare solo una modesta parte dell'attività complessiva del mercato dei cambi. La parte preponderante deriva dai flussi internazionali di capitali e dalle operazioni di copertura, arbitraggio, speculazione e assunzione di posizioni collegate alle moderne strategie di gestione del rischio. Per un commento su dette indagini si veda BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Triennial Central bank survey on global foreign exchange market activity in 2010*, Basilea, Dicembre 2010.

<sup>25</sup> Per una descrizione più completa delle varie forme tecniche in cui si può presentare questa fattispecie di swap si veda MORI, *op. cit.*, 37 ss.; CORNINI, SCHIANCHI, *La nuova finanza*, Milano, 1987, 87-113.

<sup>26</sup> Per una analisi della definizione della fattispecie cfr. MORI, *op. cit.*, 25, 318-320, 325-326; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 56 ss..

Un altro uso del termine swap si ha con il *domestic swap* (o *domestic currency swap*) che identifica una fattispecie diffusa in Italia e di cui ci occuperemo nel capitolo successivo. Trattasi di un contratto in forza del quale le parti si obbligano a corrispondere l'una all'altra, al termine tra loro stabilito un importo in euro pari alla differenza tra *a*) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e *b*) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito. Questa fattispecie, nata nel vigore delle restrizioni valutarie italiane in essere negli anni ottanta con lo scopo di raggiungere lecitamente il risultato di operazioni in cambi a termine senza incorrere nei divieti allora esistenti, è tuttora utilizzabile nel nostro Paese, mentre è scarsamente diffusa all'estero.

La fattispecie *de qua* sembra essere assai vicina ad un contratto differenziale semplice. In altre parole, a differenza di un normale contratto a termine che presuppone la consegna a data futura prestabilita di una somma in divisa contro il pagamento di una somma di un'altra divisa, le parti concordano di effettuare un solo pagamento pari alla differenza (espressa in euro) tra il valore futuro delle due divise.

Il *domestic swap* e gli Irs e Ircs sono le fattispecie per le quali è accaduto di assistere a confusioni, generalizzazioni inesatte ed applicazioni delle caratteristiche di una fattispecie all'altra nei tentativi di trarre delle definizioni giuridiche esaustive. Trattasi a ben vedere di due contratti assai diversi non solo nelle origini storiche e per i fini pratici che soddisfano, ma anche per la struttura operativa e giuridica. Senza voler anticipare le analisi successive, il *domestic swap*, infatti, appare — almeno in prima approssimazione — collocarsi tra un contratto differenziale semplice e un contratto di vendita a termine di divise caratterizzato da un patto compensativo in euro, mentre gli Irs e Ircs consistono, come accennato in precedenza, in un accordo in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

Dal punto di vista tecnico nel *domestic swap* si ha un unico pagamento, il cui ammontare è determinabile solo nel momento successivo dell'esecuzione della prestazione ed è incerto, al momento della conclusione del contratto, quale dei due contraenti sarà tenuto ad effettuarlo, mentre negli Irs e Ircs la pluralità di pagamenti è elemento tipico <sup>(27)</sup> della fattispecie ed è determinato o determinabile l'ammontare delle prestazioni in capo a ciascun contraente.

Meraviglia come a distanza di oltre due decenni dai primi interventi dottrinali che hanno posto in chiara evidenza le differenze strutturali e causali tra lo swap domestico da un lato e gli Irs e Ircs dall'altro appaiono ancora interventi che tendono a confonderle <sup>(28)</sup>.

Un'altra fattispecie nota con il termine swap è quella utilizzata nel mercato del debito sovrano <sup>(29)</sup>. In questo mercato, che ha per oggetto la trattazione del debito dei paesi latino-americani, africani, alcuni paesi dell'Asia e dell'Europa dell'Est, i paesi debitori ricomprano il

---

<sup>27</sup> La pluralità di pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. Nella normalità dei casi si hanno flussi di numerosi pagamenti reciproci.

<sup>28</sup> CAROZZI, *Swap*, in Cendon (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, 2004, Torino, vol. XX, cap. IV, Sez. 2, 468, che definisce correttamente le diverse fattispecie, ma trae classificazioni comuni circa le loro caratteristiche, che comuni non sono.

<sup>29</sup> Per una panoramica del mercato del debito sovrano v. DE FARIA, SCOTT, BUCHANAN, *Debt-equity swap guide*, Price Waterhouse-Euromoney, Euromoney Publications Ltd, Londra, 1988.

proprio debito in cambio di investimenti nazionali. Trattasi di operazioni assai complesse e plurilaterali, normalmente regolate da leggi *ad hoc* emesse dai paesi debitori desiderosi di ridurre il loro indebitamento internazionale.

Queste operazioni, note come *debt-equity swap* (scambio di debito con capitale azionario), possono avvenire con tecniche giuridiche diverse, che vanno dalla remissione del debito insoluto a fronte del trasferimento di azioni, alla *datio in solutum* di azioni per estinguere un debito insoluto, alla cessione del credito insoluto, al conferimento azionario del debito insoluto, ecc.

Il mercato del *debt-equity swap* è assai vasto sia in termini di volumi che di partecipanti, ma assai ristretto è il numero degli specialisti che sono in grado di organizzare tali operazioni facendo incontrare la domanda e l'offerta.

In questo caso risulta particolarmente evidente che il termine *swap* è utilizzato con una valenza diversa da quella relativa alle varie fattispecie finora viste e non individua una fattispecie a sé, ma piuttosto una tecnica che si avvale di tradizionali forme giuridiche.

Un ulteriore esempio di *swap* è presente nel settore del *countertrade* <sup>(30)</sup> (il cui equivalente italiano potrebbe essere scambi in compensazione), dove per *swap* si intende in senso lato un baratto tra merci. In estrema semplificazione, un paese in via di sviluppo e con scarse riserve valutarie cede ad un paese industrializzato materie prime in cambio di prodotti finiti che hanno un valore uguale a quello delle materie prime cedute. Anche in questo caso le operazioni sono assai complesse, spesso plurilaterali e possono concretarsi in una normale permuta o in più contratti tipici tra parti diverse legati tra loro.

Gli anni novanta del secolo scorso hanno visto anche la nascita dei contratti derivati su crediti (o derivati di credito) - noti nel mondo anglosassone come *credit derivatives* — tra i quali spiccano il *total rate of return swap* (v. par. 18 infra) ed il *credit default swap* (v. par. 13-14 infra). Quest'ultimo contratto, ad esempio, è assimilabile ad una promessa di pagamento sospensivamente condizionata alla solvenza di un terzo debitore.

Da questa breve — e necessariamente sommaria — panoramica su alcune fattispecie comunemente note con il termine *swap* emerge *ictu oculi* che il termine viene usato per indicare strutture contrattuali assai diverse ed è, quindi, necessario procedere con cautela ed evitare facili generalizzazioni.

## 6. Le famiglie di contratti derivati

L'analisi delle principali fattispecie di contratti derivati in uso nei mercati finanziari consente di affrontare la definizione di strumenti finanziari derivati.

In questo senso appare utile classificare le diverse fattispecie in base a due criteri diversi: il primo in base alle categorie dei sottostanti prendendo come riferimento le categorie finanziarie ed il secondo in base alle strutture giuridiche dei contratti derivati di cui ci occuperemo nel prossimo paragrafo.

---

<sup>30</sup> Per una panoramica sugli scambi in compensazione v. BERNARDINI, *Il countertrade: da strumento di politica commerciale a nuova tecnica del commercio internazionale*, in *Dir. comm. int.*, 1987, 99-126; FRIGNANI, *Il diritto del commercio internazionale*, Milano, 1986, 185-196; ROWE, *Countertrade*, Euromoney Books Ltd, Londra, 1989.

I contratti derivati possono essere classificati nelle seguenti famiglie:

- a) contratti derivati sui tassi di interesse,
- b) contratti derivati sui cambi e/o sulle divise,
- c) contratti derivati di credito,
- d) contratti derivati su azioni,
- e) contratti derivati su fondi,
- f) contratti derivati su merci,
- g) contratti derivati meteorologici,
- h) contratti derivati su tariffe di trasporto,
- i) contratti derivati su indicatori economici,
- l) contratti derivati immobiliari,
- m) contratti derivati su indici di mortalità o longevità.

Trattasi di mere classificazioni utilizzate nei mercati finanziari utili ai fini pratici, ma prive di una funzione giuridica propria.

La famiglia dei contratti derivati sui tassi di interesse comprende gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, i *fra – forward rate agreement*, i *financial futures* su titoli di stato, su tassi di interesse, le opzioni sui tassi di interesse e le opzioni sui precedenti contratti.

La famiglia dei contratti derivati sui cambi comprende i *domestic currency swap*, gli *interest rate and currency swap*, i *financial future* sui cambi e le opzioni su precedenti contratti.

La famiglia dei contratti derivati di credito comprende il *credit default swap* semplice, il *credit default swap* complesso, la *credit default option*, il *credit spread swap*, la *credit spread option* e il *total rate of return swap*.

La famiglia dei contratti derivati su azioni comprende gli *equity forward*, gli *equity swap*, le *equity options* ed i *financial futures* su azioni e su indici.

La famiglia dei contratti derivati su merci comprende i contratti a termine, *forward o swap*, sulle merci o su relativi indici, i contratti di *cap, floor o collar*, i contratti di opzione sulle precedenti fattispecie e i *financial futures* su merci.

La famiglia dei contratti derivati meteorologici *weather index call option cap, weather index put option floor* e *weather index swap*.

La famiglia dei contratti derivati su tariffe di trasporto comprende i *freight derivatives future, freight derivatives swap* e *container freight swap*.

La famiglia dei contratti derivati su indicatori economici comprende contratti differenziali ed *economic option*.

La famiglia dei contratti derivati immobiliari comprende i *total return swap* immobiliari.

La famiglia dei contratti derivati su indici di mortalità o longevità comprende i *mortality swap* ed i *longevity swap*.

Ciascuna di queste famiglie comprende fattispecie diverse che si differenziano essenzialmente nella struttura giuridica adottata.

Analizzando con attenzione il vasto panorama si potranno individuare alcune strutture giuridiche che si ripetono nelle diverse famiglie e l'esame che segue è proprio mirato ad individuare questi tratti comuni.



## 7. I cinque prototipi

L'esame delle strutture giuridiche dei numerosi e diversi contratti sopra elencati porta a riconoscere che tutti i contratti sono riconducibili a cinque prototipi cioè a strutture negoziali che si ripetono sebbene utilizzando parametri di riferimento e *nomen* diversi. Successivamente vedremo come questi prototipi sono riconducibili alle definizioni di strumenti finanziari derivati.

Il primo prototipo è quello dello swap di pagamenti, cioè quel *contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi*. La causa è quella di scambio di obbligazioni di pagamento. Il valore positivo emerge dallo scambio in sé stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e *la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti*, che di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale. Il contratto è, pertanto, commutativo ed i motivi per i quali le parti contraggono sono irrilevanti ai fini della determinazione della fattispecie. Trattasi di un contratto atipico.

A tale prototipo sono riconducibili gli swap sugli interessi e sulle divise (Irs e Ircs), i *total rate of return swap* tra i derivati di credito, i *total return equity swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*, i *total return fund swap*, siano essi con *cash* o *physical settlement*. Inoltre, possono essere ricondotti a tale prototipo anche i *commodity swap* ed i *weather index swap* con pluralità di pagamenti, entrambi contratti che prevedono il pagamento di più differenziali nel tempo.

Il secondo prototipo è quello del contratto differenziale semplice che può essere definito come *il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori*.

Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto.

Sono riconducibili a questo prototipo gli swap domestici (*domestic currency swap*), i *fra* o *forward rate agreements*, i *financial futures* su indici, i *financial futures* su tassi di interesse, i *financial futures* su azioni, gli *equity forward* con *cash settlement*, i *fund forward* con *cash settlement*, i *commodity forward* con *cash settlement*, i *weather index swap* con singolo pagamento, i *forward* su indici economici e i *credit spread swap*.

In queste fattispecie appare evidente che la volontà delle parti è quella di effettuare un pagamento differenziale e non sarebbe nemmeno possibile ricostruire diversamente la volontà contrattuale come modalità di esecuzione di un contratto di compravendita (nell'alveo del quale una dottrina ormai datata ha fatto ricadere il contratto differenziale semplice, togliendogli ogni autonomia giuridica). Si ricordi anche che lo swap domestico,

tra l'altro, nasce dall'esigenza di superare un divieto normativo relativo alle compravendite a termine di divise.

Il terzo prototipo è quello del *contratto in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento*. Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio.

Sono riconducibili a questo prototipo i contratti di opzione sui tassi di interesse (*interest rate option*), i *commodity call, put e collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call, put e collar* tra i contratti derivati meteorologici, i *credit default swap* tra i contratti derivati di credito e le *economic call o put option* tra i derivati su indicatori economici.

Il quarto prototipo è quello tipico della compravendita e cioè lo scambio di bene contro prezzo. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo i *financial futures* su titoli di stato e su titoli obbligazionari, i *financial futures* su merci, gli *equity forward* con *physical settlement*, i *fund forward* con *physical settlement* e i *commodity forward* con *physical settlement*, quali i contratti derivati su metalli preziosi ed energie.

Il quinto ed ultimo prototipo è quello tipico del contratto di opzione e cioè quel contratto in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta. Alla controparte spetta il diritto di concludere, o meno, un secondo contratto che può essere uno dei contratti elencati in precedenza. La causa è commutativa. Sono riconducibili a questo prototipo le opzioni su swap, su titoli, su divise, su indici, le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, i *credit spread options*.

Si noti, ancora una volta, che i termini inglesi utilizzati per indicare le fattispecie sono spesso portatori di confusione: infatti, si usa il termine "swap" non solo per le fattispecie riconducibili al primo prototipo, ma anche per contratti differenziali appartenenti al secondo prototipo (ad esempio, i *weather index swap* con singolo pagamento) o al terzo prototipo (ad esempio, i *credit default swap*). Si usa il termine "option" sia per indicare i contratti di opzione veri e propri (il quinto prototipo), cioè quei contratti con cui si rende irrevocabile la proposta, sia per diversi contratti appartenenti al terzo prototipo, quali le *interest rate option*, i *commodity call, put e collar* tra i contratti derivati su merci, i *weather call, put e collar* e le *economic call o put options* tra i derivati su indicatori economici. I contratti appartenenti al terzo prototipo — a dispetto del *nomen* - non hanno alcun elemento di opzionalità e non conferiscono — a differenza dei contratti di opzione — alcun diritto ad una parte di concludere un secondo ed eventuale contratto.

Appare chiaro che i cinque prototipi presentano contratti con cause giuridiche diverse e, pertanto, non risulta corretto l'approccio di chi affronta questo tema cercando di offrire una definizione omnicomprensiva del "contratto derivato". Non esiste, infatti un unico prototipo e spesso si assiste a tale confusione quando si estendono o generalizzano considerazioni pertinenti ad un prototipo a tutti i contratti derivati.

Tutti i contratti derivati si perfezionano nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione. Trattasi cioè di contratti *consensuali*. Normalmente le parti negoziano i termini del contratto e lo concludono al telefono. Segue a breve distanza temporale una conferma scritta per facsimile o posta elettronica che contiene tutti gli estremi dell'operazione. La formalizzazione attraverso la firma di un documento avviene, di norma, nei giorni successivi. La forma scritta non è richiesta né *ad substantiam* né *ad probationem*, salvo nei rapporti tra intermediari finanziari ed il pubblico nell'ambito della prestazione di servizi di investimento, per i quali la forma scritta è prevista

a pena di nullità (art. 23, t.u. fin.). La prova della conclusione può essere data in qualsiasi forma (salvo naturalmente quando la forma scritta è richiesta a pena di nullità).

I contratti derivati sono contratti ad *effetti obbligatori*, in quanto le parti si impegnano reciprocamente ad eseguire pagamenti futuri (ed in certi casi anche delle consegne), e sono contratti a titolo *oneroso*.

I contratti derivati comportano l'assunzione di rischi di credito per importi notevoli — anche nel caso si tratti di importi differenziali - o per durate non brevi. Le condizioni a cui viene concluso il contratto tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio delle parti: una società con un elevato *rating* ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un *rating* inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può, pertanto, ritenere che, essendo la persona in concreto delle parti un elemento essenziale, i contratti derivati siano contratti *ab intuitu personae*, al pari di altri contratti di credito<sup>(31)</sup>(<sup>32</sup>). Da qui consegue, ad esempio, la incredibilità del contratto (è fatto ovviamente salvo l'accordo delle parti).

Ai contratti derivati non è applicabile l'art. 1933 c.c. vuoi perché ciò è espressamente previsto per quei contratti derivati che rientrano nella definizione di "strumenti finanziari derivati" (art. 23, quinto comma, t.u.f.), vuoi perché alcuni contratti derivati sono commutativi o, infine, perché anche i contratti derivati da considerarsi aleatori hanno una causa meritevole di piena tutela da parte dell'ordinamento giuridico.

In merito agli aspetti di disciplina fallimentare dei contratti derivati, rimandando l'interessato lettore agli studi sul tema<sup>(33)</sup>, ci si limita a segnalare che il fallimento produce lo scioglimento del contratto derivato la cui scadenza sia posteriore alla dichiarazione di fallimento. Tale affermazione vale sia per i contratti derivati che sono qualificati come strumenti finanziari derivati e per i quali l'applicazione dell'art. 76, l.fall. avviene in base all'art. 203, t.u.f., sia per i contratti derivati che non sono annoverabili tra gli strumenti finanziari grazie al procedimento di applicazione analogica dell'art. 76, l.fall.

## 8. Analisi della definizione di strumenti finanziari derivati

A questo punto della trattazione possiamo affrontare la definizione normativa di strumenti finanziari derivati contenuta nel secondo comma dell'art. 1, t.u. fin.

L'obiettivo del legislatore nel definire gli strumenti finanziari derivati ai fini di sottoporli alla riserva di attività è quello di avere la più ampia gamma possibile di contratti derivati compresi in tale elencazione.

---

<sup>31</sup> SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1953, 250 ss.

<sup>32</sup> A conclusione contraria si giunge nel caso del compratore dell'opzione in quanto, una volta pagato il premio al momento della conclusione del contratto, non esistono obbligazioni del compratore se il secondo contratto è un contratto differenziale. Qualora il secondo contratto non sia un contratto differenziale potranno sorgere in capo al compratore dell'opzione obbligazioni per l'assunzione delle quali la qualità della parte diviene rilevante.

<sup>33</sup> CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., 106, 228, 270, 345, 393, 509.

Questo approccio teleologico emerge in diversi punti: a) dalla evoluzione stessa della definizione che è passata dalla descrizione sintetica del 1991 dei principali contratti derivati (v. par. 4) per arrivare alla articolata novella del 2007 oggetto del nostro esame; b) dalla presenza di fattispecie residuali nella attuale definizione – “*altri contratti derivati*” che si ripete nelle varie lettere o “*altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti*” nella lett. j - al fine di mantenere aperta ed ampia la lista delle fattispecie incluse; c) dalla interpretazione sistematica del t.u. fin. che prevede un meccanismo di normazione secondaria attuato attraverso regolamenti ministeriali idonei ad integrare la definizione contenuta nella legge ordinaria. Ci si riferisce al quinto comma dell'art. 18 t.u. fin. il quale recita che “*il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività*”; d) dalla normativa europea - art 38 e 39 del Regolamento della Commissione Europea 10 agosto 2006, n. 1287/2006 - che pone i criteri per allargare la definizione in funzione delle evoluzioni dei mercati finanziari.

Il criterio scelto dal legislatore per raggiungere questo obiettivo è un criterio misto in quanto da un lato si fa espresso riferimento ad alcune famiglie di contratti derivati finanziari, quali i contratti derivati sui tassi di interesse, sui cambi, sulle azioni (valori mobiliari), sulle merci, sulle tariffe di trasporto, sugli indici economici e i contratti derivati meteorologici, dall'altro si fa uso dei prototipi – contratti di opzione, contratti differenziali, contratti di scambio - e dall'altro ancora si utilizzano termini inglesi che individuano più contratti derivati appartenenti a diverse famiglie e diversi prototipi, quali *swap, future, forward*.

In sostanza la commistione di criteri, al di là dell'apparire tautologica e ridondante <sup>(34)</sup>, ha il pregio di creare una definizione di strumenti finanziari derivati a “maglie strette” lasciando pochi spazi ad interpretazioni formali e letterali tendenti a sottrarre alla riserva di attività alcuni contratti derivati finanziari.

Il risultato di tale scelta è che un contratto derivato può rientrare nella definizione di strumenti finanziari derivati attraverso più voci. Si pensi al *domestic currency swap* che è nel contempo uno swap (lett. d) -, un contratto differenziale (lett. i) e un contratto derivato connesso a valute (lett. d). Oppure al *credit spread swap* che è nel contempo un contratto derivato di credito (lett. h), uno swap (lett. d, quale swap o quale altro contratto derivato connesso a valori mobiliari <sup>(35)</sup> o a misure finanziarie <sup>(36)</sup>) e un contratto differenziale (lett. i).

Risulta indifferente attraverso quale criterio o lettera del primo comma dell'art. 1 t.u.fin. una fattispecie di contratto derivato finanziario sia riconducibile alla definizione di

---

<sup>34</sup> BARCELLONA descrive la norma in esame come “scriteriata” (*Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2012, I, 541).

<sup>35</sup> Si pensi ad un *credit spread swap* tra titoli di stato italiani e tedeschi, che sono chiaramente valori mobiliari.

<sup>36</sup> Si pensi ad un *credit spread swap* riferito al margine del debito Fiat a 5 anni o al relativo *credit default swap*.

"strumenti derivati", dato che la definizione di "strumenti finanziari derivati", raggruppando tali lettere, non fa distinzioni di sorta.

In definitiva si può definire, dal punto di vista giuridico, "strumento finanziario derivato" quel contratto definito come tale dal t.u.fin., senza poter individuare caratteristiche *strutturali* comuni a tutte le diverse fattispecie.

La ricerca di un denominatore comune può avere successo, invece, se si approfondisce l'aspetto teleologico sopra indicato analizzando gli strumenti finanziari derivati dal punto di vista *funzionale*. Infatti, un contratto derivato rientra nella definizione di strumento finanziario derivato e, quindi, nell'ambito della riserva di attività, quando assume una rilevanza tale da fare sorgere l'esigenza di tutela nei confronti del pubblico che si ritiene contraente debole rispetto agli operatori finanziari professionali.

Pertanto, nell'economia moderna sono numerosi i contratti nei confronti del pubblico o dei consumatori che non richiedono una riserva di attività ed un regime speciale.

L'esigenza di questa tutela specifica nasce dalla considerazione che molti - ma non tutti - contratti derivati rappresentano la monetizzazione di un rischio che è di norma estraneo alla sfera giuridica dei contraenti <sup>(37)</sup> e che viene regolato attraverso obbligazioni di pagamento (e non con lo scambio di beni materiali o servizi). Tale rischio ha caratteristiche essenzialmente finanziarie che in genere richiedono conoscenze tecniche e professionali elevate per essere adeguatamente comprese. Molti contratti derivati hanno per oggetto un rischio che viene tradotto in un valore monetario secondo i parametri tipici dei cinque prototipi sopra descritti. Per essere strumento finanziario derivato si deve trattare di un rischio finanziario tant'è che diversi contratti derivati su merci, ad esempio, non rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati. Infatti, i contratti derivati su merci rientrano tra gli strumenti finanziari derivati se soddisfano almeno una delle condizioni sparse nelle lettere e), f) e g) della definizione legislativa e cioè: a) la liquidazione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti, b) sono trattati in un mercato regolamentato o equipollente, c) sono compensati in una stanza di compensazione. In altre parole, la distinzione mira a separare il contratto derivato su merci di natura commerciale con consegna fisica delle merci da quello che presenta almeno una caratteristica di finanziarietà individuata dal legislatore.

In conclusione, la disordinata definizione di strumenti finanziari derivati cerca di cogliere un fenomeno - quello dei contratti derivati finanziari - al fine di riservarne l'attività di negoziazione professionale nei confronti del pubblico a soggetti regolamentati in considerazione della loro elevata finanziarietà.

Sebbene a "maglie strette" la definizione non comprende tutti i contratti derivati finanziari che si utilizzano nei mercati finanziari (ad esempio diversi contratti derivati su merci: v. sopra).

Infine, si ricorda che la riserva di attività non riguarda tutti gli strumenti finanziari derivati in quanto tali. Infatti, non si applica a quelli a) negoziati occasionalmente nei confronti del pubblico, b) negoziati professionalmente *non* nei confronti del pubblico e c) negoziati tra soggetti che non sono enti pubblici, imprese di investimento, banche o intermediari finanziari.

---

<sup>37</sup> Evidenzia correttamente questo concetto BARCELLONA, *cit.*, 541.

Lo strumento finanziario derivato negoziato tra soggetti privati diversi da quelli indicati e che non operano professionalmente nei confronti del pubblico non è soggetto a riserva di attività né al regime speciale ed è regolato dalle norme pattizie e dalle norme generali del nostro diritto privato.

## DERIVATI E USURA FRAGILITA' NORMATIVA E PRATICHE ELUSIVE

EMILIO BARONE\*

SOMMARIO: 1. Usura e merito di credito. – 1.1 Credit spread – 1.2 Probabilità d'insolvenza e tasso di recupero – 1.3 Razionamento del credito – 2. Derivati ed elusione delle norme anti-usura. – 2.1. Russell Sage e put-call parity. – 2.2. Pronti contro termine. – 2.3. Box spread. – 2.4. Binary options. – 2.5. Gap options. – 2.6. Altre tipologie. – 3. Trattamento contabile dei derivati. – 4. Legge anti-usura n. 108 del 7 marzo 1996. – 4.1. Rilevazione trimestrale di Banca d'Italia. – 4.2. Ambito di applicazione della legge anti-usura. – 4.3. Obiettivi perseguiti dalla legge anti-usura e strumenti alternativi. – 5. Conclusioni.

### 1. Usura e merito di credito

Il binomio "Derivati e Usura" accosta un'usanza spregevole, che tende a trarre profitto dalle difficoltà altrui, a una tipologia di contratti finanziari economicamente utili, ma che vengono a volte utilizzati per comportamenti scorretti. La materia è delicata e le parole vanno pesate. Sono in molti ad aver sofferto e a soffrire per colpa di usura e derivati, soprattutto in questo periodo di crisi che alimenta l'usura e che è stato in parte (ma solo in parte) causato dall'utilizzo improprio dei derivati, o meglio di quella loro sotto-categoria che porta il nome di "prodotti strutturati".

Le considerazioni che verranno svolte mirano a:

- mettere in evidenza le difficoltà connesse con la definizione di "tasso usurario" (§1);
- sottolineare le modalità con cui i derivati possono essere usati per eludere le norme (§2);
- proporre soluzioni volte a disincentivare l'eccessivo utilizzo dei derivati (§3);
- esaminare criticamente l'attuale legge anti-usura (§4).

Il lavoro si chiude con alcune brevi conclusioni, del tutto generali (§5).

Il livello del tasso d'interesse non può prescindere dal merito di credito della controparte a cui si presta denaro, essendo del tutto evidente che il tasso è tanto più elevato quanto maggiore è il rischio che il debitore risulti inadempiente.

In un articolo del 1975 sulla gestione dei fondi bancari, Fischer Black ha trattato il tema dei tassi d'interesse sui prestiti di denaro.<sup>1</sup> Oltre a coprire le spese amministrative

---

\* Intesa Sanpaolo Chair, Stephen A. Ross Professor of Financial Economics, Department of Economics and Finance presso LUISS Guido Carli.

sostenute dalla banca per l'erogazione del prestito, i tassi d'interesse devono necessariamente includere un «differenziale creditizio» (*credit spread*) che compensi la banca per il rischio d'inadempienza del debitore.

Nel seguente esempio Fischer Black ha sottolineato la rilevanza del *credit spread* quando la probabilità d'insolvenza è elevata e il «tasso di recupero» (*recovery rate*) è nullo:<sup>2</sup>

Ad esempio, supponiamo che alla banca venga chiesto di concedere un prestito per un progetto il cui successo o insuccesso non dipende dallo stato dell'economia. Il progetto è la sola garanzia per il prestito. Se ha successo, il prestito verrà rimborsato, unitamente agli interessi. Se invece non ha successo, l'intero importo dato in prestito verrà perso. C'è una probabilità pari a  $\frac{2}{3}$  che il progetto avrà successo, e una probabilità pari a  $\frac{1}{3}$  che il progetto non avrà successo. Il prestito è per un anno e il tasso d'interesse privo di rischio a 1 anno è del 6%. Il tasso d'interesse su questo prestito dovrebbe essere pari al 59% più il compenso per gli oneri amministrativi. Se il tasso d'interesse è del 59%, allora il tasso di rendimento atteso sul prestito sarà pari al 6% [ $\frac{2}{3} \times 1,59 = 1,06$ ]. Dato che il beta della garanzia è nullo, il beta del prestito sarà nullo ed è appropriato che il suo tasso di rendimento atteso sia pari al tasso d'interesse privo di rischio.

### 1.1. Credit spread

Nell'esempio che si è appena visto, il *credit spread* è pari al 50% [= (1,59/1,06) - 1], ossia a 5.000 punti base, un livello 10 volte più elevato del record storico raggiunto dal *credit spread* tra BTP e Bund a 10 anni (553 p.b. il 9 novembre 2011).

L'ipotesi (forte) è che il tasso di recupero sia nullo e che la probabilità d'insolvenza a 1 anno sia molto elevata (33,33%), comparabile con quella di una società con *rating* Ca-C.<sup>3</sup>

Più in generale, la relazione che lega il *credit spread*,  $\eta$ , alla probabilità d'insolvenza,  $Q$ , al tasso di recupero,  $R$ , e al tasso d'interesse privo di rischio,  $r$ , è la seguente:

$$(1 + r) \times (1 + \eta) \times [(1 - Q) + R \times Q] = 1 + r \quad (1)$$

da cui

$$\eta = 1/[(1 - Q) + R \times Q] - 1 \quad (2)$$

Come si vede, il *credit spread*  $\eta$  non dipende da  $r$ , ma esclusivamente da  $Q$  e  $R$ .

<sup>1</sup> F. BLACK, "Bank Funds Management in an Efficient Market", *Journal of Financial Economics*, no. 2, 1975.

Fisher Black è il co-autore della ben nota formula Black-Scholes-Merton, la cui importanza è stata riconosciuta, nel 1997, con l'assegnazione del premio Nobel per l'economia a Myron Scholes e a Robert Merton. Purtroppo, Fischer Black è morto nel 1995, altrimenti il premio sarebbe stato assegnato, senza dubbio, anche a lui.

<sup>2</sup> Il brano di Fisher Black sopra citato è richiamato in E. BARONE, G. BARONE-ADESI e A. CASTAGNA, "Pricing Bonds and Bond Options with Default Risk", *European Financial Management*, vol. 4, no. 3, 1998.

<sup>3</sup> La probabilità che, dopo 1 anno, una società con *rating* iniziale pari a Ca-C termini in *default* è pari al 35,451%, secondo le stime di MOODY'S, "Corporate Default and Recovery Rates, 1920 - 2010", Exhibit 27, p. 23, February 2011.



Se Fisher Black avesse ipotizzato un *recovery rate* del 40%, invece che nullo, il *credit spread* sarebbe stato pari al 25%  $\{= 1/[(1 - \frac{1}{3}) + 0,4 \times \frac{1}{3}] - 1\}$ , invece del 50%. In particolare, con un *recovery rate* del 78% il *credit spread* sarebbe risultato pari all'8%, il limite al di sopra del quale il finanziamento è senz'altro vietato dall'attuale normativa anti-usura (cfr. §4).

È quindi chiaro che le stime delle probabilità d'insolvenza e dei tasso di recupero sono estremamente importanti per una banca. Va inoltre menzionato che a volte, quando l'entità del prestito è molto rilevante, le stime dipendono dal livello dei tassi: quanto più elevato è il tasso d'interesse tanto maggiore è la probabilità d'insolvenza.

## 1.2. Probabilità d'insolvenza e tasso di recupero

Evidenze empiriche e analisi teoriche suggeriscono che la relazione tra probabilità d'insolvenza e tasso di recupero è negativa: maggiore è la probabilità d'insolvenza, minore è il tasso di recupero, e viceversa.

Moody's, (Exhibit 7, p. 8) stima la seguente equazione lineare:<sup>4</sup>

$$R = 0,591 - 8,356 Q \quad (3)$$

Ad esempio, se  $Q = 1\%$  (3%) ne segue che  $R = 51\%$  (34%).

Sostituendo l'Equazione (3) nella (2), il *credit spread*  $\eta$  risulta funzione solo di  $Q$ . La relazione tra  $\eta$  e  $Q$  è illustrata nella Figura 1.

Per valori di  $Q$  minori del 4,77% annuo (cui corrisponde un *recovery rate*  $R$  pari al 19,28%), il *credit spread*  $\eta$  è minore del 4%, il limite al di sotto del quale il finanziamento è considerato lecito dall'attuale normativa anti-usura.

Ne segue che, per essere certi di non incorrere nel reato d'usura, non andrebbero finanziati i soggetti la cui probabilità d'insolvenza supera il 4,77% annuo, livello comparabile con la probabilità d'insolvenza di una società con *rating* B.

Questa considerazione supporta la tesi secondo cui la presenza di limiti amministrativi ai *credit spreads* induce le istituzioni finanziarie a razionare il credito, costringendo i soggetti più deboli a ricorrere a canali non bancari.

<sup>4</sup> Si veda MOODY'S, "Corporate Default and Recovery Rates, 1920 - 2006", February 2007. L'equazione è stata stimata regredendo sui «tassi d'insolvenza» (*default rates*) i valori medi annui dei tassi di recupero relativi alle «obbligazioni garantite, privilegiate in sede di riparto» (*senior secured bonds*). Il coefficiente di determinazione ( $R^2$ ) è risultato pari a 0,549. Si noti che  $R$  diventa negativo per valori di  $Q$  maggiori del 7,07% ( $= 0,591 / 8,356$ ).

Relazioni inverse più complesse (e affidabili) si hanno sia nel modello strutturale di R. C. MERTON, "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rate", *Journal of Finance*, vol. 29, pp. 449-70, May 1974, sia nel *perpetual-debt model* di G. Barone, "An Equity-Based Credit Risk Model", in Jonathan A. Batten and Niklas Wagner (Eds.), *Derivative Securities Pricing and Modelling*, Bingley, UK: Emerald, vol. 94, pp. 351-78, July 2012. Si vedano, rispettivamente, le Equazioni (2b.13)-(2b.14), a p. 80, in R. MASERA, *Rischio, banche, imprese - I nuovi standard di Basilea*, Il Sole 24 Ore, marzo 2005 e le Equazioni (21) e (23) in G. BARONE, op. cit., pp. 364-5.

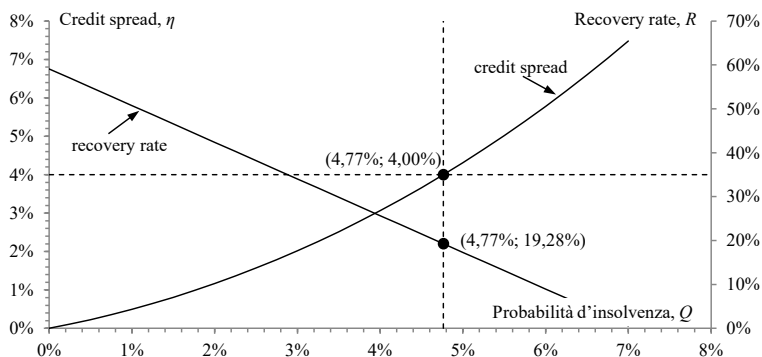


Figura 1 Relazione tra credit spread, recovery rate e probabilità d'insolvenza.

### 1.3. Razionamento del credito

In un articolo dal titolo eloquente ("Attenti a non favorire l'usura"), Rainer Masera così conclude:<sup>5</sup>

Se si pongono limiti impropri alla contrattazione dei tassi - in un mercato di cui deve essere garantita la concorrenzialità -, si innesca il paradosso di porre in essere meccanismi che inducono al razionamento del credito bancario, creando così i presupposti per l'amplarsi del fenomeno stesso dell'usura.

In un successivo articolo, lo stesso autore ha messo in evidenza che tassi fissi "non-usurai oggi" potrebbero domani essere considerati tali, in seguito a una generalizzata discesa dei tassi d'interesse:<sup>6</sup>

Pare il caso di ribadire che, in base alla supposta applicazione della legge sull'usura (essendo irrilevante a questi fini che sia retroattiva o meno), i mutui a tasso fisso diverrebbero - unico caso tra i Paesi dell'euro - mutui a tasso semivariabile, in cui lo stesso tasso può solo diminuire o, addirittura, azzerarsi, ogni volta che il tasso del mutuo in essere risulti superiore al tasso soglia.

Verrebbero così scardinati principi essenziali al buon funzionamento dei mercati, con gravi riflessi per l'economia del Paese; verrebbe scalfita la tutela del risparmio; gli operatori italiani e esteri si ritrarrebbero dall'attività di prestito a lungo termine con danni per gli investimenti.

La presenza dei vincoli imposti dalla legge anti-usura, che sono risultati particolarmente severi in presenza di tassi d'interesse bassi, e i rischi connessi con il contenzioso relativo all'interpretazione della stessa legge possono spiegare, almeno in parte, la «contrazione del credito» (*credit crunch*) che caratterizza, purtroppo, l'attuale congiuntura economica.

Potrebbero anche spiegare l'estensivo utilizzo dei derivati al fine di eludere le norme anti-usura.

<sup>5</sup> Si veda R. MASERA, "Attenti a non favorire l'usura", *Corriere della Sera*, 13 dicembre 1996.

<sup>6</sup> Si veda R. MASERA, "Ma non si possono violare le regole - C'è il rischio che gli intermediari si ritirino dalle operazioni di prestito a lungo termine", *Corriere della Sera*, 16 dicembre 2000.

## 2. Derivati ed elusione delle norme anti-usura

In un precedente articolo scritto con Gennaro Olivieri, è stato ricordato che norme anti-usura giù esistevano nello Stato di New York sul finire del 1800.<sup>7</sup> E già allora i derivati venivano utilizzati per aggirarle.

Il metodo è semplice: si costruisce un portafoglio il cui valore a scadenza è noto, non dipendendo dall'attività su cui sono scritti i singoli contratti derivati, e lo si vende a un prezzo (sufficientemente basso) tale da comportare un elevato tasso d'interesse.

Nel seguito di questa sezione verranno passati in rassegna alcuni dei modi utilizzati per costruire un portafoglio di derivati che abbia un valore finale noto. Inizieremo da quello costruito dal finanziere Russell Sage sul finire del 1800.

### 2.1. Russell Sage e put-call parity

Russell Sage nasce a Verona (Oneida County, New York) il 4 agosto 1816.

Dopo aver gestito un negozio di generi alimentari, prima al dettaglio e poi all'ingrosso, si dedica all'attività politica e viene eletto alla Camera (1853-7).

Successivamente si sposta a New York dove si dedica alla vendita di opzioni *call* e *put*.

Nel 1869 viene accusato di aver violato la legge anti-usura dello Stato di New York. Condannato al pagamento di \$500 e a 5 giorni di prigione, non sconta la pena detentiva, che viene sospesa.

Questi i fatti, così come sono stati narrati dal suo "biografo ufficiale", Paul Sarnoff:<sup>8</sup>

Nell'estate del 1869 Edward P. Scott, un broker di titoli azionari, chiese in prestito \$230.000 al «Re di Denari» (Money-King) [Russell Sage]. Il prestito doveva essere rimborsato dopo 1 mese al tasso del 7 per cento, maggiorato delle consuete «provvigioni» (service charges). Quando giunse la scadenza, Scott non fu in grado di far fronte ai propri impegni e chiese una dilazione di 1 mese. Grazie alla bontà del suo cuore (e del suo portafoglio), Sage concesse la dilazione e aggiunse al 7 per cento un 1 per cento a titolo di «mora» (late charge). Quando giunse la fine del secondo mese, il broker si rifiutò di restituire il capitale ricevuto in prestito. Sage gli fece causa e Scott si difese accusandolo di usura. (p. 131)

Da quel momento Russell Sage cominciò a utilizzare le opzioni per mascherare i prestiti di denaro a tassi usurari:

Piuttosto che dare in prestito al cliente – a tassi usurari – il denaro occorrente all'acquisto di 100 azioni, «zio» (uncle) Russell comprava lui stesso le 100 azioni e si proteggeva acquistando una put dal cliente. Quindi vendeva al cliente una call sulle azioni che aveva acquistato. (p. 137)

L'equivalenza utilizzata da Russell Sage non è altro che la *put-call parity*, che gli era evidentemente ben nota. È facile verificare, anche graficamente, che il valore finale di un

---

<sup>7</sup> Si veda E. BARONE e G. OLIVIERI, "Derivati e usura – L'utilizzo delle opzioni nella costruzione di negozi in frode alla legge", *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2, pp. 110-24, 2009.

<sup>8</sup> Si veda P. SARNOFF, *Russell Sage: The Money King*, New York: Ivan Obolensky Inc., 1965.

portafoglio ottenuto acquistando una *protective put* (un'azione + una put) e vendendo una *call* equivale all'acquisto di uno *zero-coupon bond* con scadenza  $T$ , pari a quella delle opzioni, e valore nominale  $K$ , pari al loro prezzo d'esercizio (Figura 2).

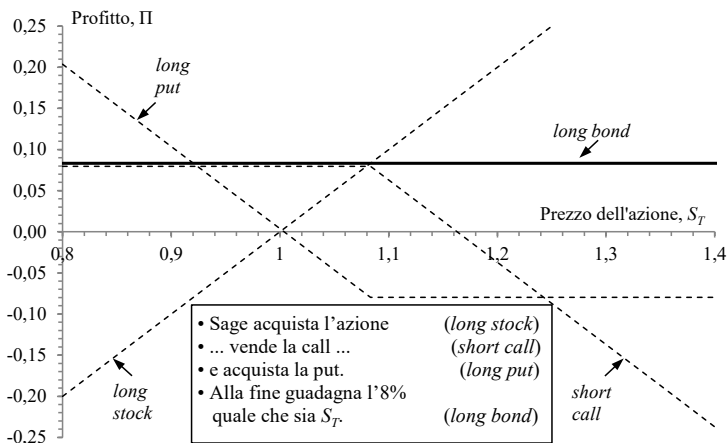


Figura 2 Long stock, long put, short call (put-call parity): valore finale.

## 2.2. Pronti contro termine

L'acquisto di una *put* e la vendita di una *call*, con la stessa scadenza  $T$  e lo stesso prezzo d'esercizio  $K$ , scritte su una certa azione equivale a un *forward* con cui ci si impegna a vendere l'azione al tempo  $T$  dietro pagamento del prezzo di consegna  $K$ . Pertanto, le stesse finalità perseguite da Sage possono essere ottenute con un semplice pronti contro termine di finanziamento, in cui si acquista l'azione a pronti, al prezzo  $S_0$ , e la si vende a termine, al prezzo  $F_0 > S_0$  (Figura 3).

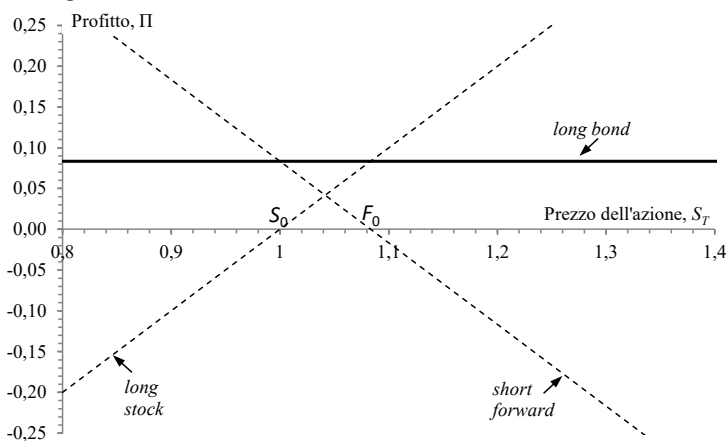


Figura 3 Acquisto a pronti e vendita a termine: valore finale.

L'operazione, però, è molto più trasparente. Non era questa l'intenzione di Sage.

### 2.3. Box spread

Un modo più sofisticato per mascherare un *bond* facendo ricorso alle opzioni è il cosiddetto *box spread*. Invece di acquistare uno *zero-coupon bond* con valore nominale  $K_2 - K_1$  ( $K_1 < K_2$ ) si acquista un portafoglio composto da quattro opzioni, con la stessa scadenza  $T$ , scritte sulla stessa attività: una *call* lunga con *strike*  $K_1$ , una *call* corta con *strike*  $K_2$ , una *put* corta con *strike*  $K_1$  e una *put* lunga con *strike*  $K_2$  (Figura 4).

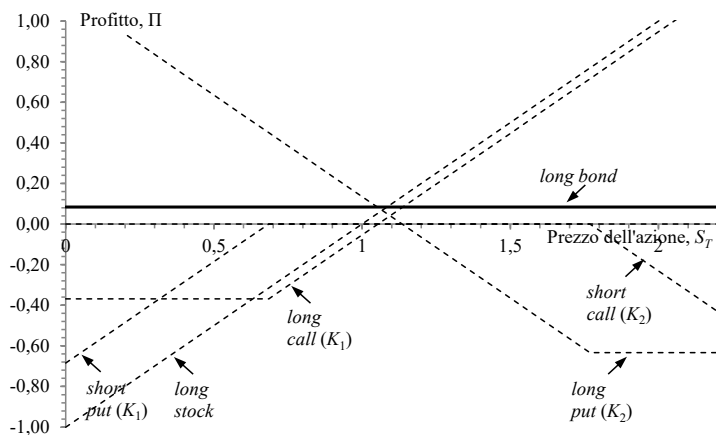


Figura 4 Box spread: valore finale.

### 2.4. Binary options

Le possibilità di replica di uno *zero-coupon bond* si moltiplicano se si passano a considerare le opzioni esotiche.

Una possibilità è quella di utilizzare le «opzioni binarie» (*binary options*), il cui valore finale dipende dal fatto che il prezzo dell'attività sottostante raggiunga o meno, alla scadenza, un determinato livello (o «barriera»). Sono di due tipi: le *cash-or-nothing*, che pagano un importo prefissato, e le *asset-or-nothing*, che pagano l'equivalente dell'attività sottostante. A loro volta, sia le opzioni *cash-or-nothing* sia le opzioni *asset-or-nothing* sono di due tipi: *call* o *put*.

La *cash-or-nothing call* paga 1 se il prezzo dell'azione termina al di sopra di  $H$  e zero altrimenti. La *cash-or-nothing put* paga 1 se il prezzo dell'azione termina al di sotto di  $H$  e zero altrimenti. Com'è mostrato in Barone, è chiaro che, in assenza di opportunità di

arbitraggio, il portafoglio composto da queste due opzioni deve valere quanto uno *zero-coupon bond* con valore nominale unitario (Figura 5).<sup>9</sup>

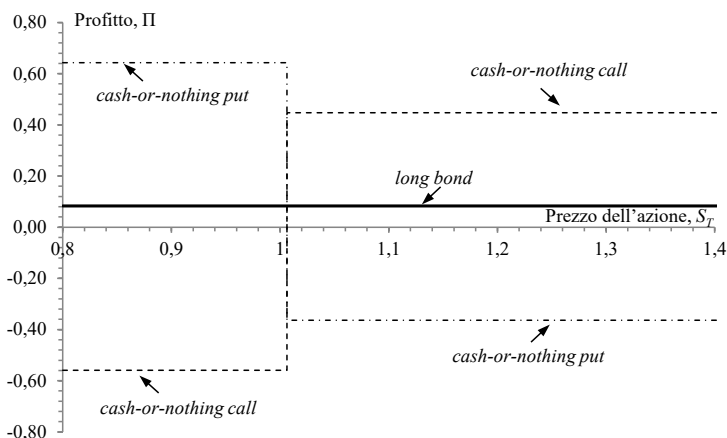


Figura 5 Opzioni cash-or-nothing: valore finale.

## 2.5. Gap options

Un tipo di opzione largamente usato nei contratti con gli enti locali è quella delle «opzioni con scarto» (*gap options*), che sono caratterizzate, oltre che dallo strike,  $K$ , anche dalla barriera,  $H$ .<sup>10</sup>

Tipicamente, la *gap option* di tipo *put* viene automaticamente esercitata se il sottostante,  $S_T$ , è minore di  $H$ . In tal caso, il valore finale dell'opzione è  $K - S_T$ . Si noti che questo valore non è necessariamente positivo, diversamente da quanto accade nel caso delle opzioni ordinarie. Se  $K < S_T < H$ , la *gap option* di tipo *put* ha un valore negativo. Analogamente la *gap option* di tipo *call* viene automaticamente esercitata se il sottostante,  $S_T$ , è maggiore di  $H$ . In tal caso, il valore finale dell'opzione è  $S_T - K$ . Questo valore è negativo quando  $H < S_T < K$ .

Anche le *gap options* possono essere utilizzate, con la *put-call parity*, per mascherare i prestiti a tassi usurari (Figura 6).

<sup>9</sup> Si veda l'Equazione (6.19), a p. 77, in G. BARONE, *Arbitraggi e prezzi Arrow-Debreu*, USA: CreateSpace, pp. 1-210, Nov. 2012.

<sup>10</sup> Ad esempio, uno di questi contratti prevede tre *gap options* con tre diverse barriere: «Tasso parametro Ente dal 31/12/2002 al 31/12/2003: 5.05% fisso (30/360); dal 31/12/2003 al 31/12/2008: 5.40% nei periodi in cui l'Euribor 6m è inferiore al 5.40%, altrimenti Euribor 6mesi + 2.25%; dal 31/12/2008 al 31/12/2012: 5.40% nei periodi in cui l'Euribor 6m è inferiore al 5.70%, altrimenti Euribor 6mesi + 2.25%; dal 31/12/2012 al 31/12/2014: 5.40% nei periodi in cui l'Euribor 6m è inferiore al 6.20%, altrimenti Euribor 6mesi + 2.25%».

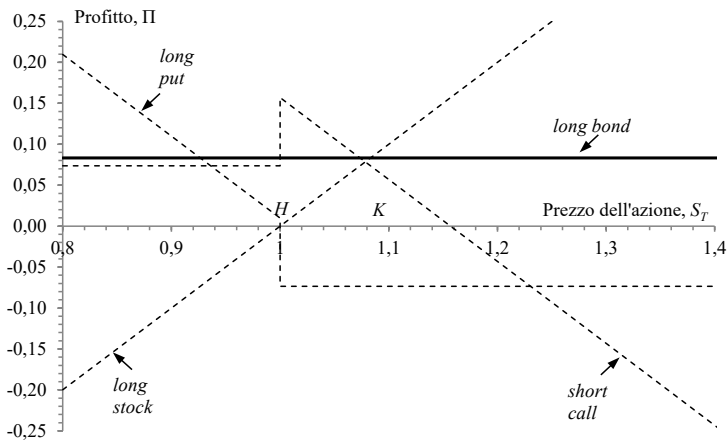


Figura 6 Gap options (put-call parity): valore finale.

## 2.6. Altre tipologie

Quelli appena visti sono solo alcuni dei portafogli che è possibile costruire per replicare uno *zero-coupon bond*. Ce ne sono tanti altri ed è spesso difficile capire qual è il tasso effettivamente praticato al cliente.

Vedremo ora come rendere più trasparenti i portafogli che fanno uso di derivati e disincentivarne le forme più complesse.

## 3. Trattamento contabile dei derivati

La finanza è innovativa e si avvale di tecniche e strumenti avanzati. Precede, spesso di molti anni, i cambiamenti delle tecniche contabili e delle norme volte a regolare i mercati. Questo *gap* temporale va compresso se si vuole evitare che la finanza abbia impatti negativi sull'economia reale e sia un elemento frenante, piuttosto che trainante, della crescita economica.

Il trattamento contabile dei derivati è largamente inadeguato e alimenta dubbi interpretativi e contenzioso.

Clamorosi errori sono stati commessi in passato. Si pensi, ad esempio, al trattamento contabile delle *stock options*, utilizzate da Microsoft per la sua politica retributiva fin dal 1981. Il costo delle opzioni *at-the-money* assegnate a dirigenti e dipendenti è stato considerato nullo fino al 2005 con la conseguenza che, in certi anni, sono stati chiusi in utile i bilanci di alcune società che li avrebbero altrimenti chiusi in perdita.

Inoltre, è innegabile che lo IAS 39 abbia posto non pochi problemi interpretativi. Si allude alla definizione stessa dei derivati e ai dubbi sulla loro rappresentazione "a saldi aperti". È quest'ultima la strada che si dovrebbe seguire sempre: "smontare" o

“spacchettare” i derivati, ossia rappresentarli contabilmente come portafogli di attività e passività elementari.

Occorre puntare su un’ampia revisione dei principi contabili internazionali che faccia pienamente emergere la leva finanziaria nei bilanci bancari, addossando alle stesse banche l’onere di “sbrogliare la matassa”. Non è sufficiente valorizzare i derivati in bilancio, ma va reso obbligatorio il compito di “smontarli”, portandone in attivo e in passivo le componenti elementari. Occorre, cioè, fare emergere la leva finanziaria incorporata in questi contratti. I limiti alla leva finanziaria, fissati dalle autorità di regolamentazione, agirebbero poi da disincentivo per le operazioni strutturate di maggiore complessità.

È qui sufficiente ricordare che i derivati lineari (*forwards, futures, swaps*) hanno, in genere, un valore nullo all’origine. Ma anche se il loro valore è nullo, occorre far emergere in bilancio – fin dall’origine – la leva finanziaria che essi inglobano. Questi contratti non sono altro che portafogli di attività e passività elementari, con pesi che non cambiano nel tempo. Una semplice norma che obblighi a far emergere le loro componenti, attive e passive, non solo agirebbe da forte disincentivo per la costruzione delle operazioni strutturate più complesse, ma farebbe anche emergere i costi impliciti di queste operazioni sia in sede di costruzione sia in sede di monitoraggio.

D’altra parte, per poter correttamente valutare i derivati occorre scomporli. Chi non è in grado di valutarli, non è in grado di rappresentarli contabilmente e questo può agire da disincentivo per le strutture più complesse.

Le stesse considerazioni valgono anche per i derivati non lineari (opzioni standard ed esotiche), anch’essi scomponibili in portafogli di attività e passività elementari, con l’unica differenza che i pesi di questi portafogli variano nel tempo. Per essere chiari, l’idea è che una posizione lunga su un *forward*, il cui valore è  $S_0 - B_0$ , e su una *call*, il cui valore è  $S_0 N(d_1) - B_0 N(d_2)$  [formula Black-Scholes-Merton], dove  $S_0$  è il valore corrente dell’azione sottostante e  $B_0$  è il valore corrente di uno *zero-coupon bond* con valore nominale  $K$  e scadenza al tempo  $T$ , dovrebbe così figurare in bilancio:  $S_0$  e  $S_0 N(d_1)$  tra le attività,  $B_0$  e  $B_0 N(d_2)$  tra le passività. Questa rappresentazione contabile farebbe emergere la leva finanziaria implicita nei contratti anche se il loro valore corrente è nullo o prossimo a zero.

#### 4. Legge anti-usura n. 108 del 7 marzo 1996

Come ricorda un recente documento di Banca d’Italia, la legge n. 108 del 7 marzo 1996 ha introdotto un limite ai tassi effettivi sulle operazioni di finanziamento, il cui superamento determina un caso di usura:<sup>11</sup>

I tassi soglia non sono fissati dalla Banca d’Italia ma determinati da un automatismo stabilito dalla legge, a partire dai tassi medi di mercato rilevati trimestralmente dalla Banca d’Italia e pubblicati dal Ministero dell’Economia e delle Finanze. Dal 14 maggio 2011 il limite è pari al tasso medio segnalato dagli intermediari aumentato di 1/4, cui si aggiungono quattro punti percentuali. La differenza tra il limite e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali. In precedenza la soglia era pari al tasso medio aumentato del 50 per cento.

---

<sup>11</sup> Si veda BANCA D’ITALIA, “Chiarimenti in materia di applicazione della legge antiusura”, 3 luglio 2013.



Se  $r$  è il tasso medio segnalato dagli intermediari, la soglia  $u$  che delimita i tassi usurai è ora così definita (Figura 7)

$$u = \min(1,25 \times r + 4\%, r + 8\%) \quad (4)$$

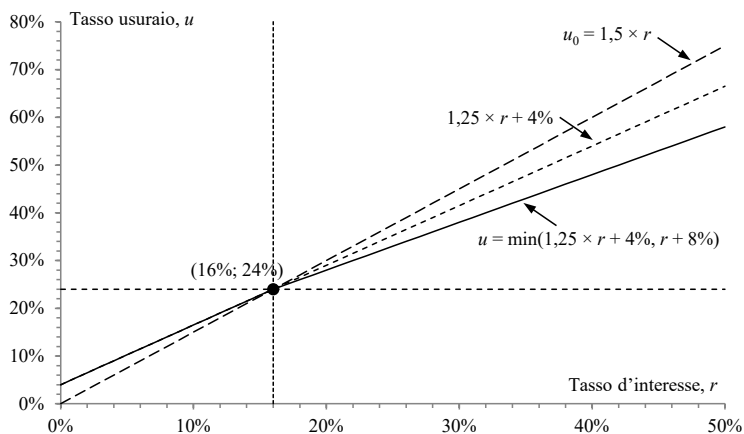


Figura 7 Tassi usurai: nuova ( $u$ ) e vecchia soglia ( $u_0$ ).

mentre, in precedenza, era semplicemente pari a

$$u_0 = 1,5 \times r \quad (5)$$

Il meccanismo è stato modificato a decorrere dal 14 maggio 2011.<sup>12</sup> Come mai? Con tassi d'interesse molto bassi, la soglia anti-usura viene superata facilmente. Ad esempio, con  $r = 1\%$ , un tasso pari all'1,5% sarebbe stato considerato usuraio. Il buon senso suggerisce che l'1,5% non è un tasso usuraio.

Come risulta dall'Equazione (2), il *credit spread* non dipende dal tasso d'interesse privo del rischio d'insolvenza,  $r$ , diversamente da quanto è stato previsto dal legislatore.

In base all'attuale normativa, il livello massimo del *credit spread*,  $u - r$ , è pari a (Figura 8)

$$u - r = \min(0,25 \times r + 4\%, 8\%) \quad (6)$$

mentre in precedenza era pari a

$$u - r = 0,5 \times r \quad (7)$$

<sup>12</sup> Il decreto legge n. 70 del 13 maggio 2011 ("Decreto Sviluppo") così recita all'art. 8 ("Impresa e Credito"): d) all'articolo 2, comma 4, della legge 7 marzo 1996, n. 108, le parole: «aumentato della metà.» sono sostituite dalle seguenti: «aumentato di un quarto, cui si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali. La differenza tra il limite e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali.»

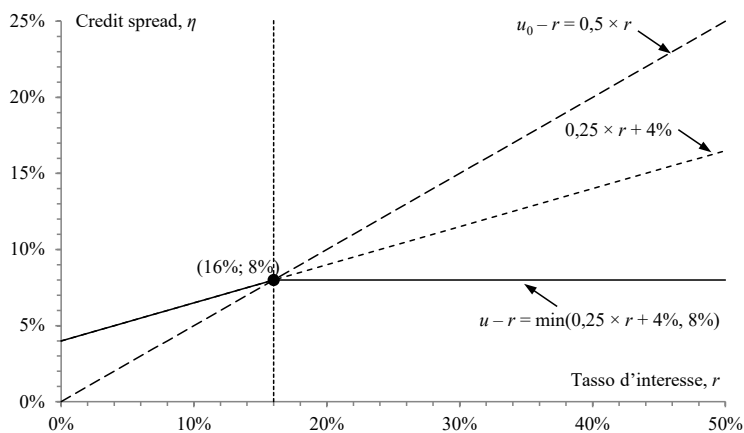


Figura 8 Credit spreads usurai: nuova ( $u - r$ ) e vecchia soglia ( $u_0 - r$ ).

L'effetto della modifica è stato quello di aumentare il *credit spread* massimo per livelli dei tassi inferiori al 16% e di ridurlo per livelli superiori al 16%. Ora il *credit spread* massimo non può superare valori compresi tra il 4% e l'8%.

#### 4.1. Rilevazione trimestrale di Banca d'Italia

Come si è visto, "I tassi soglia non sono fissati dalla Banca d'Italia ma determinati da un automatismo stabilito dalla legge, a partire dai tassi medi di mercato rilevati trimestralmente dalla Banca d'Italia e pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze".

Ad esempio, con decreto del 24 marzo 2014 il Ministero dell'Economia ha comunicato i "tassi effettivi globali medi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari" che concorrono a determinare i 25 tassi soglia usurai per il secondo trimestre 2014.<sup>13</sup> La rilevazione fa riferimento alle seguenti categorie di operazioni: aperture di credito in conto corrente, scoperti senza affidamento, anticipi e sconti commerciali, factoring, crediti personali, altri finanziamenti alle famiglie e alle imprese, prestiti contro cessione del quinto dello stipendio e della pensione, leasing autoveicoli e aeronavali, leasing immobiliare, leasing strumentale, credito finalizzato all'acquisto rateale, credito revolving, mutui con garanzia ipotecaria. I tassi relativi all'ultima categoria di operazioni sono riportati nella Tabella 1.

Tabella 1 Tassi soglia usurai: rilevazione per il 2° trimestre 2014.

<sup>13</sup> Si veda BANCA D'ITALIA, "Tassi effettivi globali medi rilevati ai sensi della legge 108/96 - Periodo di applicazione dal 1° aprile 2014 fino al 30 giugno 2014", 24 marzo 2014.

Mutui con garanzia ipotecaria	Tassi medi (% su base annua)	Tassi soglia (% su base annua)
- a tasso fisso	5,17	10,4625 [= 1,25 × 5,17 + 4]
- a tasso variabile	3,73	8,6625 [= 1,25 × 3,73 + 4]

#### 4.2. Ambito di applicazione della legge anti-usura

La legge anti-usura ha così modificato l'art. 644 del codice penale:

Art. 644 - (Usura) - Chiunque, fuori dei casi previsti dall'articolo 643 [Circonvenzione di persone incapaci], si fa dare o promettere, sotto qualsiasi forma, per sé o per altri, in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, interessi o altri vantaggi usurari (c.c. 1448, 1815) è punito con la reclusione da due a dieci anni e con la multa da euro 5.000 a euro 30.000.

La lettura della norma da parte di chi è assolutamente digiuno di cognizioni giuridiche sembra suggerire un ambito di applicazione del tutto generale, non limitato alle categorie di operazioni elencate in precedenza.

La fattispecie dell'usura si applica a chiunque si faccia "dare o promettere ... interessi o altri vantaggi usurari" e non solo alle banche e agli altri intermediari finanziari soggetti al controllo di Banca d'Italia.

Sorgono allora spontanei due quesiti:

- la norma non dovrebbe essere applicata anche ai prestiti di denaro che si realizzano con la sottoscrizione di titoli di Stato e obbligazioni?
- successivamente alla sottoscrizione, quando i titoli vengono negoziati sul mercato secondario, chi acquista un titolo di Stato o un'obbligazione che gli frutta un tasso d'interesse esorbitante non dovrebbe incorrere nel reato di usura?

Ad avviso di chi scrive, la risposta a entrambi i quesiti dovrebbe essere affermativa.

Sì, la norma anti-usura dovrebbe applicarsi anche ai prestiti di denaro che si realizzano con l'acquisto di titoli di Stato e obbligazioni sul mercato primario o secondario.

Il necessario corollario di quest'impostazione è che andrebbero sottoposte a controllo le transazioni che avvengono sui mercati finanziari. Ipotesi, ovviamente, completamente irrazionale e al di fuori della realtà.

Tuttavia, coerenza vorrebbe che tutti i prestiti di denaro fossero trattati nello stesso modo. Se così non è, la legge può essere facilmente elusa. Delle due l'una: o la legge è "razionale" e "a prova di elusione" o è meglio non averla.

#### 4.2.1 Titoli di Stato

Il 1° novembre 1993 è stato emesso un BTP trentennale con valore nominale di oltre 11 miliardi di euro e tasso cedolare del 9%. I sottoscrittori hanno quindi finanziato il Tesoro italiano a un tasso fisso del 9%.

Il prezzo corrente del titolo – in data 28 marzo 2014 – è pari a 147,85, cui corrisponde un tasso di rendimento lordo del 3,3%. Si presume quindi che questo sia il tasso di riferimento. Applicando la (4), il tasso soglia previsto dalla legge anti-usura risulta pari all'8,1250% ( $= 1,25 \times 3,3\% + 4\%$ ).

La domanda è: il 9% che il Tesoro continua a pagare è un tasso usuraio?

Se il Tesoro potesse rimborsare alla pari questo titolo ed emetterne un altro di uguale durata, alle condizioni di mercato odierne (28 marzo 2014), ridurrebbe le sue passività del 47,73%, con un risparmio di oltre 5 miliardi di euro.

In totale, se il Tesoro non avesse seguito la dissennata politica di emettere tanti titoli a tasso fisso – soprattutto nelle more dell'ingresso nell'euro – il risparmio sarebbe stato enorme.

Oggi, i BTP a tasso fisso quotati alla Borsa Italiana sono 65. Di questi solo 1 quota al di sotto della pari. Se potesse rimborsarli a 100 e sostituirli con emissioni di uguale importo, alle condizioni di mercato correnti, il Tesoro risparmierebbe 114 miliardi di euro.

#### 4.2.2 Titoli obbligazionari con opzioni incorporate

In Italia sono state spesso utilizzate obbligazioni convertibili o *cum warrant*, soprattutto dall'inizio degli anni '80. Chi sottoscrive questi titoli acquista un portafoglio composto da un'obbligazione ordinaria e da un'opzione o un *warrant*. Anche in questi casi – per coerenza con l'impianto normativo della legge anti-usura – si dovrebbe verificare se l'obbligazione ordinaria incorporata nel titolo non prevede un tasso usuraio.

Analoghe verifiche andrebbero condotte – sempre per coerenza – sulla miriade di obbligazioni che incorporano opzioni di varia natura. Trattamento non dissimile andrebbe riservato agli *swaps*, che possono essere assimilati a portafogli di obbligazioni. Naturalmente, queste sono tutte ipotesi fuori dalla realtà, ma coerenza vorrebbe...

#### 4.2.3 Il caso Monte dei Paschi di Siena

Un caso eclatante è quello del Monte dei Paschi di Siena, la più antica banca al mondo, fondata nel 1472: un patrimonio nazionale da tutelare.

Il 26-27 gennaio 2013 Banca d'Italia esprime parere favorevole alla sottoscrizione alla pari, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, di Nuovi Strumenti Finanziari (NFS o "Monti bonds") che Banca Monte dei Paschi di Siena intende emettere per un valore

nominale di € 4,071 miliardi.<sup>14</sup> Successivamente, nel suo intervento all'Assiom Forex del 9 febbraio 2013, il governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, dichiara:

A differenza di quanto avvenuto in molti casi all'estero, il sostegno fornito a MPS, come quello dato negli anni scorsi ad altre banche italiane di dimensioni minori, non è il salvataggio di una banca in crisi. Si tratta di un prestito, computabile nel patrimonio di vigilanza, concesso dallo Stato a un costo particolarmente elevato e crescente nel tempo.

In effetti, di "prestito" si tratta. Il costo è "particolarmente elevato" ed è "crescente nel tempo": la cedola è pari al 9% e può crescere fino al 15%.<sup>15</sup>

Dato l'argomento trattato in questa sede, sorge spontanea la domanda: ma questo non è un tasso usuraio?

### 4.3. Obiettivi perseguiti dalla legge anti-usura e strumenti alternativi

L'obiettivo della legge anti-usura – contrastare l'usanza spregevole di chi vuole trarre profitto dalle difficoltà altrui – è del tutto condivisibile, ma lo strumento adottato per perseguire quest'obiettivo è inappropriato. L'allocazione delle risorse per decreto è una misura straordinaria che non dovrebbe essere adottata in circostanze normali.

Queste considerazioni sono analoghe a quelle, liberiste, espresse dall'avv. Marco Rossi in un suo recente lavoro ([14], p. 752), dove cita Alessandro Manzoni:<sup>16</sup>

Per Manzoni il fatto che il prezzo del pane salisse era sì spiacevole ma anche salutare, in quanto, in base alle leggi del mercato, l'aumento del prezzo di una merce era un elemento segnaletico della sua scarsità, il che avrebbe impedito il suo rapido esaurimento (ma «questa è una di quelle sottigliezze metafisiche, che una moltitudine non ci arriva»).

Anche il credito è scarso, specie di questi tempi. Imporre limiti amministrativi ai tassi d'interesse non fa altro che accentuare la sua scarsità, dati i vincoli imposti alla gestione di banche e altri intermediari finanziari.

L'alternativa è rappresentata da progetti strutturali di largo respiro, volti a facilitare l'accesso al credito.

Si allude all'intervento pubblico, con intermediari finanziari statali, radicati sul territorio, che – senza beneficiare di sussidi pubblici – operino in perfetta concorrenza con gli organismi privati.

Invece di combattere l'usura "a parole", rendendo nulli i contratti i cui tassi d'interesse superano un certo livello, sarebbe meglio combatterla "con i fatti", ampliando l'offerta di credito mediante istituzioni finanziarie a controllo statale.

---

<sup>14</sup> L'intervento di ricapitalizzazione del Monte dei Paschi di Siena viene deciso dal Governo Monti nel luglio 2012 con il Decreto Legge 6 luglio 2012, n. 95, convertito con modifiche dalla Legge 7 agosto 2012, n. 135 a cui fa seguito il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 21 dicembre 2012 con cui vengono definiti criteri, modalità e condizioni dei Monti Bonds.

<sup>15</sup> Secondo quanto previsto dal decreto attuativo del 21 dicembre 2012, la cedola viene "successivamente incrementata dello 0,5% ogni due esercizi fino al raggiungimento del 15% (9,5% in relazione agli esercizi 2014 e 2015, 10% in relazione agli esercizi 2016 e 2017 e così di seguito)".

<sup>16</sup> Si veda M. Rossi, "I contratti derivati e il letto di Procuste della speculazione: tra dike giuridica e hybrid di mercato", *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, pp. 749-793, Anno XXIII, Fasc. 3, 2013.

A mio avviso valgono – per la legge anti-usura – le stesse considerazioni che hanno portato all'abrogazione della legge sull'equo canone (legge 392 / 78), nelle parti che disciplinavano le locazioni di immobili a uso abitativo.

In linea di principio, è meglio calmierare il costo degli affitti aumentando l'offerta di abitazioni con interventi pubblici di edilizia popolare, piuttosto che regolamentarne il livello per via amministrativa.

In linea generale, è evidente l'interesse pubblico a che i mercati funzionino bene e siano strutturati in modo conforme al paradigma della concorrenza perfetta.

Se si ritiene che esistano settori economici con rendite di posizione e prezzi non competitivi, lo Stato dovrebbe intervenire con disposizioni che favoriscano la concorrenza, creando – al limite – soggetti economici a controllo pubblico, invece di emanare rozzi provvedimenti amministrativi.

Non è abdicando al controllo pubblico attraverso le privatizzazioni che si sopperisce alle inefficienze della macchina statale, ma è attraverso l'accurata selezione del personale, sia a livello dirigenziale sia a livello impiegatizio, che si offre un valido servizio al Paese. In sintesi, "il buon esempio è il miglior maestro"; migliorare l'informazione sul merito di credito dei singoli soggetti.

Si allude alla promozione di sistemi informativi nazionali che mirino a valutare il merito di credito. Ad esempio, negli USA, i FICO *credit scores* [elaborati da Fair Isaac Corporation] offrono una metrica per determinare i *credit spreads*.

## 5. Conclusioni

In questo lavoro ho esposto i miei dubbi sull'attuale assetto normativo in tema di usura e ho avanzato una proposta sul trattamento contabile dei derivati.

Nell'ambito delle funzioni attribuite alla amministrazione quella afferente l'attività costruttiva ha assunto una dimensione tale da essere trattata come materia autonoma, oggetto del cosiddetto diritto urbanistico.

Restano senza risposta un paio di fondamentali domande:

- se una banca eroga un mutuo al 9% è certamente una banca usuraia, a termini di legge e in base alle attuali condizioni di mercato; ma se il Tesoro concede un prestito al 9% | 15% al Monte dei Paschi, anche il Tesoro va considerato usuraio?
- e cosa succede se una miriade di soggetti sottoscrive un titolo di Stato o un'obbligazione al 9%? I sottoscrittori del BTP 9% che scade il 1° novembre 2023 sono tutti usurai?

Come ho detto all'inizio, l'argomento trattato in questo lavoro è molto delicato e richiede sensibilità e attenzione. Ognuno di noi ha le sue risposte alle tante domande che la legge-anti usura pone. La mia personale sensazione è che essa rappresenti uno dei tanti "lacci e laccioli" che soffocano la nostra economia e che possono indurre a comportamenti elusivi. È anche con questa chiave di lettura che può essere interpretata la forte espansione dei derivati all'interno degli strumenti contrattuali utilizzati dalle banche.



## PARTE SECONDA





**TRIBUNALE DI LUCCA**

**SENT. N° 1938/2016**

**EST. DOTT. M. NIRO**

**Diritto bancario – mutui e finanziamenti a piano di rimborso predeterminato – ammortamento alla francese – tasso variabile – incompatibilità.**

Nei mutui e nei finanziamenti a piano di ammortamento predeterminato, è da ritenersi incompatibile il piano di ammortamento cd. alla francese (che prevede il rimborso del prestito in un periodo prefissato mediante rate costanti e predeterminate comprensive di una quota progressivamente crescente di capitale) con un tasso d'interesse variabile, posto che per aversi una rata costante e predeterminata è necessario aversi un tasso fisso predeterminato. Ne consegue che la clausola di debenza degli interessi è nulla per indeterminatezza.

**Diritto bancario - mutui e finanziamenti a piano di rimborso predeterminato – ammortamento alla francese – anatocismo – inesistenza**

E' da escludere che l'applicazione del metodo d'ammortamento alla francese possa produrre un fenomeno anatocistico, essendo il maggior importo degli interessi che in questo caso il mutuatario corrisponde (in virtù del più lento rimborso del capitale rispetto ad un ammortamento a quote di capitale costanti) la conseguenza della diversa costruzione matematica del piano d'ammortamento e non già dell'applicazione di interessi composti.

**Diritto bancario – apertura di credito in conto corrente – commissione di massimo scoperto (Cms) – elementi di calcolo – necessità – nullità per indeterminatezza**

E' nulla perché indeterminata e indeterminabile la Commissione di massimo scoperto di cui non siano state pattuite le modalità di calcolo e tutti gli elementi atti a determinarla.

**Diritto bancario – apertura di credito in conto corrente – clausola dei giorni valuta – gioco delle valute – valuta contabile e valuta fittizia – necessità di contabilizzazione secondo la valuta contabile – nullità della valuta fittizia**

Le operazioni bancarie devono essere contabilizzate con riferimento alla data dell'operazione (c.d. valuta effettiva), anziché con riferimento alla c.d. valuta fittizia (anticipata per gli addebiti e posticipata per gli accrediti) applicata dalla banca, come ribadito anche dalla giurisprudenza di merito (Trib. Pescara 22.1.2008).

**Diritto bancario – apertura di credito in conto corrente e conto anticipi salvo buon fine (sbf) – anatocismo secondario derivante dagli addebiti delle competenze del conto sbf sul conto principale – insussistenza**

L'addebito sul conto corrente ordinario degli interessi maturati sul conto anticipi non produce alcun effetto anatocistico *strictu sensu* inteso. E' vero infatti che se gli interessi (maturati sul conto anticipi) e addebitati sul conto corrente ordinario non trovano capienza in disponibilità liquide esistenti su tale conto, ma sono pagati dal correntista utilizzando il fido concesso dalla banca, producono a loro volta interessi, ma tali interessi sono la normale remunerazione della banca per l'impiego del capitale utilizzato dal correntista.

**Ammortamento c.d. alla francese con tasso variabile: nullità – CMS mancata indicazione delle modalità di calcolo: nullità – Clausola sui giorni valuta: nullità – ius variandi, motivazione generica: nullità**

È indeterminato l'oggetto del contratto, e dunque nullo ex art. 1418 c.c., che prevede l'ammortamento a rate costanti, predeterminate e composte da una quota progressivamente crescente di capitale ad un tasso di interesse variabile: la rata costante è infatti incompatibile con il tasso variabile. Il finanziamento dovrà, dunque essere ricalcolato al tasso legale vigente all'atto della stipula del contratto.

Nullità della clausola sulla commissione di massimo scoperto ex artt. 1346, 1418 c.c. determinata dalla mancanza di una pattuizione che contenga le modalità di calcolo nonché la specifica indicazione di tutti gli elementi che concorrono a determinarla.

Nullità della clausola sui giorni valuta. In quanto le operazioni bancarie devono essere contabilizzate con riferimento alla data dell'operazione (c.d. valuta effettiva) anziché alla valuta fittizia (anticipata per gli addebiti e posticipata per gli accrediti) applicata dalla banca (Trib. Di Pescara 22.01.2008).

Ius variandi: nullità per l'assoluta genericità e ripetitività delle motivazioni riportate nelle comunicazioni prodotte dalla banca convenuta, nessuna rilevanza potendo attribuirsi alla mancata contestazione da parte del correntista degli estratti conto periodicamente inviati dalla banca sui rapporti obbligatori inter partes, avendo tale difetto di contestazione un'efficacia meramente contabile (Cass. N. 6514/2007; Cass. 11749/2006).

\*\*\*

CONCLUSIONI degli attori: "Voglia l'Ill.mo Tribunale adito, respinta ogni contraria eccezione, in relazione ai contratti di C/C e S.B.F. 0212825, 0212827, 0212818, 0212820, 0113544 intestati a T.G. SRL, C.C. SRL, R.W.;

-accertare e dichiarare l'invalidità a titolo di nullità parziale dei contratti di apertura di credito mediante affidamento con scopertura e anticipazione s.b.f. in relazione alla clausola di commissione di massimo scoperto, all'applicazione degli interessi per c.d. giorni valuta, alla commissione extra fido, alla capitalizzazione degli interessi derivanti dalle operazioni di anticipazione s.b.f.;

-accertare e dichiarare l'invalidità a titolo di nullità parziale dei contratti di conto corrente in relazione alle relative variazioni delle condizioni contrattuali ex artt. 117 e 118 TUB, dichiarando dovute solo le condizioni più favorevoli al correntista;

-accertare, accolte le suestese istanze, a mezzo Consulente Tecnico all'uopo nominato e dichiarare, per l'effetto, l'esatto dare-avere tra le parti;

-condannare la banca opposta alle spese di lite;

In merito al contratto di mutuo stipulato dalla ditta individuale R.W. in data 10.08.2005 e ai contratti di finanziamento stipulati dalla ditta individuale R.W. in data 21.12.2009 e dalla società T.G. SRL in data 21.12.2009;

-accertare la difformità tra tasso contrattuale e tasso contrattuale effettivo di ammortamento, dichiarare, ai sensi dell'art. 1284 c.c., 1283 c.c. e 1419 c.c., la nullità della clausola dell'interesse ultralegale ed il ricalcolo dell'intero rimborso al tasso legale semplice, senza capitalizzazione alcuna, di volta in volta in vigore, o in subordinata ipotesi al tasso legale vigente all'atto della stipula dei contratti di finanziamento con eliminazione di ogni forma di anatocismo;

-accertare e dichiarare, per l'effetto, l'esatto dare-avere tra le parti in base ai risultati del ricalcolo che potrà essere effettuato in sede di C.T.U. contabile sul contratto di finanziamento;

-conseguentemente, condannare per l'effetto la convenuta alla restituzione delle somme illegittimamente addebitate e/o riscosse, oltre gli interessi legali creditori in favore dell'odierno istante con vittoria di spese diritti ed onorari;

In merito ai contratti di finanziamento import stipulati dalla società T.G. SRL negli anni dal 2007 al 2010 come sopra specificati:

-accertare e dichiarare ai sensi dell'art. 1284 c.c., 1283 c.c. e 1419 c.c., la nullità della clausola dell'interesse ultralegale ed il ricalcolo dell'intero rimborso al tasso legale semplice, senza capitalizzazione alcuna, di volta in volta in vigore, o in subordinata ipotesi al tasso legale vigente all'atto della stipula dei contratti di finanziamento con eliminazione di ogni forma di anatocismo;

-accertare, accolte le suestese istanze, a mezzo Consulente Tecnico all'uopo nominato e dichiarare, per l'effetto, l'esatto dare-avere tra le parti;

-condannare la banca opposta alle spese di lite".

*Conclusioni della convenuta: "Rigettare la domanda attrice con vittoria di spese e di onorari".*

Al termine della discussione orale della causa, all'udienza del 30.09.2016, pronuncia la seguente

## SENTENZA

Di cui viene data immediata lettura ex art. 281-sexies c.p.c.

### Ritenuto in fatto.

Con atto di citazione ritualmente notificato la T.G. SRL, la C.C. SRL ed il Sig. R.W. hanno convenuto in giudizio la Banca Cariprato, chiedendo al tribunale adito di accertare e dichiarare la nullità parziale di alcune clausole dei contratti di apertura di credito in conto corrente e di anticipazione s.b.f. stipulati *inter partes*, nonché di un contratto di mutuo chirografario, di n.2 contratti di finanziamento non ipotecario e di molteplici contratti di finanziamento import stipulati *inter partes*, e di accertare e dichiarare l'esatto dare-avere tra le parti con riferimento ai contratti prodotti in atti, con la condanna della Banca convenuta alla restituzione in favore degli attori delle somme illegittimamente addebitate e/o rimosse relativamente ai contratti di mutuo e di finanziamento, oltre gli interessi legali.

Si è costituita in giudizio la Banca convenuta, contestando integralmente le deduzioni e domande attrici e chiedendone il rigetto.

Con comparsa depositata in data 21.10.2013 si è costituito il nuovo difensore della Banca popolare di Vicenza Soc. Coop. Per Azioni.

Previo il deposito della relazione peritale del C.T.U. ed i chiarimenti resi dal Dott. D.S. all'udienza del 7.10.2015, precisate le conclusioni come in epigrafe, la causa è stata discussa e decisa all'odierna udienza del 30.9.2016.

### Considerato in diritto.

Per la corretta decisione sulle articolate domande proposte dagli attori nell'atto di citazione, è necessario combinare le interpretazioni giuridiche delle clausole dei diversi contratti stipulati *inter partes* e prodotti in atti con le valutazioni formulate nella relazione peritale del 15.5.2015 dal C.T.U. Dott. D.S., nominato al fine di offrire al G.I. le necessarie competenze contabili.

Con riferimento al contratto di mutuo chirografario del 10.8.2005 stipulato dalla Cariprato – Cassa di Risparmio di Prato Spa con il sig. R.W. ed ai contratti di finanziamento del 21.12.2009 stipulati dalla Banca convenuta con il sig. R.W. e la T.G. SRL, il C.T.U. ha rilevato preliminarmente che, non avendo nessuna delle parti allegato e/o prodotto la documentazione comprovante l'avvenuto pagamento delle rate dei prestiti di cui è causa, se ne dovrebbe dedurre *"l'impossibilità di determinare il secondo elemento di comparazione: il tasso effettivo d'ammortamento..."* da raffrontare con il tasso contrattuale

d'ammortamento, con la conseguente impossibilità di ricalcolare l'intero piano di ammortamento al tasso legale semplice ex art. 1284 c.c. eliminando ogni forma di capitalizzazione, come richiesto nella prima parte del quesito.

Senonché, il C.T.U., sulla base di un esame più approfondito dei contratti di cui è causa, ha ritenuto si possa *"concludere per la indeterminatezza delle complesse clausole negoziali che riguardano il calcolo del tasso di interesse applicabile tempo per tempo e il correlato piano di ammortamento del prestito, così da potersi, in ipotesi, ritenere nulle (ex art. 1418 c.c.) tali clausole...e pervenire quindi a rideterminare l'intero piano di ammortamento al tasso legale semplice"* (cfr. pagine n 7-8), corrispondente al tasso legale vigente alle date di stipula dei contratti.

A conferma di quanto sopra, il C.T.U. ha rilevato l'incompatibilità tra la previsione nei contratti di mutuo e di finanziamento prodotti dalle parti, da un lato, di piani di ammortamento che prevedono il rimborso del prestito in un periodo prefissato (60 mesi per il mutuo e 34 mesi per i due finanziamenti) mediante rate costanti e predeterminate comprensive "di una quota progressivamente crescente di capitale" (c.d. metodo "alla francese") e, dall'altro, di un tasso variabile di interesse pattuito contrattualmente, presupponendo una rata costante e predeterminata, comprensiva di una quota di capitale e di interessi, l'applicazione di un tasso fisso e anch'esso predeterminato. Per quanto riguarda invece il – preteso – effetto anatocistico del c.d. metodo "alla francese", il C.T.U. ha escluso che *"l'applicazione del metodo d'ammortamento alla francese possa di per sé produrlo, essendo il maggior importo degli interessi che in questo caso il mutuatario corrisponde (in virtù del più lento rimborso del capitale rispetto ad un ammortamento a quote di capitale costanti) la conseguenza della diversa costruzione matematica del piano non già dell'applicazione di interessi composti"*.

Sulla base di tali premesse metodologiche – ribadite dal C.T.U. anche in risposta alle osservazioni critiche dei C.T. di entrambe le parti che possono ritenersi corrette e condivisibili anche sotto il profilo giuridico, il C.T.U. ha determinato per ciascun contratto il totale degli interessi a carico del mutuatario, concludendo però che *"Non si sono potute accertare le rispettive posizioni dare-avere tra le parti in causa in quanto, come sottolineato ai superiori paragrafi, manca l'allegazione della documentazione comprovante il pagamento degli interessi effettivi da parte sia di R.W. che di T.G. Sr"*.

Pertanto, a fronte dell'impossibilità di ricostruire le rispettive posizioni di dare-avere tra le parti a fronte dei contratti di mutuo e di finanziamento prodotti in atti e gravando sugli attori l'onore probatorio ai sensi dell'art. 2967 c.c., non può essere accolta – perché non provata – la domanda proposta dagli attori e diretta alla condanna della Banca convenuta alla restituzione delle somme illegittimamente addebitate e/o riscosse.

Con riferimento ai contratti di apertura di credito in conto corrente e di anticipazione s.b.f. stipulati *inter partes* e prodotti in atti, la prima censura sollevata dagli attori concerne la nullità delle clausole relative alla commissione di massimo scoperto, dovendosi precisare che tale commissione risulta prevista nei contratti in atti, in quanto ricompresa nella voce *"spese e commissioni"*, anche se la determinatezza o determinabilità *a priori* ex

artt. 1346 e 1418 c.c. di detta commissione può essere ragionevolmente eccepita dal correntista a fronte del c.d. "*ius variandi*" previsto dalle clausole contrattuali in atti (cfr. art. 15 contratti di apertura di credito in c/c ed art. 9 contratti di anticipazione s.b.f.). Peraltro, la nullità delle clausole contrattuali che prevedono la commissione di massimo scoperto è stata eccepita dagli attori anche con riferimento al difetto di una sua giustificazione causale.

Al riguardo, la Suprema Corte, dopo alcune incertezze interpretative, ha chiarito la natura della commissione di massimo scoperto, precisando secondo l'orientamento attualmente prevalente che essa ha una funzione remunerativa dell'obbligo della banca di tenere a disposizione dell'accreditato una determinata somma per un determinato periodo di tempo, indipendentemente dal suo utilizzo – c.d. commissione di affidamento (Cass. n. 870/2006; Cass. n. 4518/2014, secondo la quale la natura e la funzione della commissione di massimo scoperto non si discostano da quelle degli interessi anatocistici, essendo entrambi destinati a remunerare la banca dei finanziamenti erogati) - e che la ratio giustificatrice di tale commissione pare destinata a compensare la banca dall'onore di dover essere sempre in grado di far fronte all'eventualità che il cliente aumenti il proprio scoperto di c/c, cioè di tenere adeguate riserve liquide commisurate ai margini di credito non ancora utilizzato dalla clientela.

Nella pratica bancaria, la commissione di massimo scoperto viene concretamente calcolata sul "picco massimo" di utilizzo del fido in ciascun periodo (trimestrale) di liquidazione degli interessi e costituisce la controprestazione della banca per il rischio crescente assunto in proporzione all'ammontare dell'utilizzo concreto dei fondi da parte del correntista, concorrendo, insieme agli interessi, a determinare in percentuale il costo effettivo del credito, che, una volta liquidato trimestralmente, viene capitalizzato e contribuisce ad aumentare il debito del correntista nel trimestre successivo.

In applicazione di tali criteri interpretativi, nei contratti prodotti in atti la commissione di massimo scoperto può ritenersi nulla per la indeterminatezza o indeterminabilità dell'oggetto ex artt. 1346 e 1418 c.c., non essendo stata oggetto di una specifica pattuizione tra le parti che ne determini le modalità di calcolo e che contenga la specifica indicazione di tutti gli elementi che concorrono a determinarla.

In difetto di tali indicazioni, l'addebito di tale commissione può qualificarsi come una vera e propria imposizione unilaterale della Banca convenuta, che non trova legittimazione in una valida pattuizione consensuale (Trib. Piacenza 12.4.2011).

L'altra censura sollevata dagli attori circa la nullità delle clausole relative ai c.d. "giorni valuta" (peraltro non previste nei contratti in atti) può ritenersi meritevole di accoglimento, avendo la giurisprudenza di merito chiarito che le operazioni bancarie devono essere contabilizzate con riferimento alla data dell'operazione (c.d. valuta effettiva), anziché con riferimento alla c.d. valuta fittizia (anticipata per gli addebiti e posticipata per gli accrediti) applicata dalla banca (Trib. Pescara 22.1.2008).

Gli attori eccepiscono poi la nullità dell'effetto anatocistico che le operazioni di salvo buon fine determinerebbero sul c/c ordinario di corrispondenza stipulato dalla Banca convenuta con la T.G. SRL e la C.C. SRL.

Il C.T.U. ha però ritenuto che *"l'addebito sul conto corrente ordinario degli interessi maturati sul conto anticipi non produca ex se alcun effetto anatocistico strictu sensu inteso"*, precisando: *"E' vero infatti che se gli interessi (maturati sul conto anticipi) e addebitati sul conto corrente ordinario non trovano capienza in disponibilità liquide esistenti su tale conto, ma sono pagati dal correntista utilizzando il fido concesso dalla banca, producono a loro volta interessi, ma tali interessi sono la normale remunerazione della banca per l'impiego del capitale utilizzato dal correntista"*.

In ogni caso, il C.T.U. ha chiarito che *"nel conteggio dare-avere gli interessi maturati tempo per tempo sul conto anticipi rimarranno a debito del correntista, mentre saranno espunti dal conto corrente ordinario (cosicchè pur essendo un impiego di capitale da parte della Banca non produrranno interessi a suo favore)"*; tale criterio di calcolo è stato ragionevolmente esteso dal C.T.U. anche agli altri costi, remunerazioni e competenze.

Infine, l'eccezione sollevata dagli attori circa la nullità del c.d. *"ius variandi"* può ritenersi meritevole di accoglimento.

Pur essendo le clausole che prevedono il c.d. *"ius variandi"* nei contratti prodotti in atti (cfr. art. 15 contratti di apertura di credito in c/c ed art. 9 contratti di anticipazione s.b.f.) state approvate dagli attori con la duplice sottoscrizione ai sensi dell'art. 1341 c.c., tali clausole possono ritenersi nulle per la violazione dell'art. 118 T.U.B., non sussistendo il giustificato motivo richiesto *ex lege*, pena la loro inefficacia, se più sfavorevoli per il correntista, ai sensi dell'art. 118/3° comma T.U.B., a fronte della assoluta genericità e ripetitività delle motivazioni riportate nelle comunicazioni prodotto dalla Banca convenuta (cfr. doc. n. 27-62), nessuna rilevanza potendo attribuirsi alla mancata contestazione da parte del correntista degli estratti conto periodicamente inviati dalla Banca sui rapporti obbligatori *inter partes*, avendo tale difetto di contestazione un'efficacia meramente contabile (Cass. n. 6514/2007; Cass. n. 11749/2006).

Per effetto delle valutazioni giuridiche e contabili sopra specificate, il C.T.U. ha calcolato, con riferimento ai contratti prodotti in atti ed ai periodi documentati dagli estratti conto, l'esatto dare-avere tra le parti che, al netto della commissione di massimo scoperto, dei c.d. giorni valuta, dell'anatocismo relativo alle operazioni di salvo buon fine, dei costi, competenze e remunerazioni, ed in applicazione delle condizioni più favorevoli per il correntista, può essere riassunto secondo il seguente prospetto:

- posizione R.W.: credito a favore del correntista di €4.293,13;
- posizione T.G. SRL: credito a favore della società correntista di €26.092,83;
- posizione C.C. SRL: credito a favore della società correntista di €10.338,51.

Peraltro, nessuna condanna può essere pronunciata a carico della Banca convenuta relativamente alle somme riportate nella relazione peritale del C.T.U., avendo gli attori chiesto l'accertamento dell'esatto dare-avere tra le parti con riferimento ai contratti di



apertura in conto corrente e di anticipazione s.b.f., ma non avendo proposto alcuna domanda di condanna.

A fronte della parziale soccombenza reciproca, si ritiene equo compensare tra le parti per 1/3 le spese legali e le spese di C.T.U., condannando la Banca convenuta al pagamento in favore degli attori dei 2/3 delle spese legali, come liquidate in dispositivo, e delle spese di C.T.U. come liquidate.

### **P.Q.M.**

Definitivamente pronunciando, così provvede:

- 1) Dichiara la nullità parziale delle clausole dei contratti di apertura di credito in conto corrente e di anticipazione s.b.f. stipulati *inter partes* ed indentificati nella premessa dell'atto di citazione come precisato in motivazione;
- 2) Dichiara l'esatto dare-avere tra le parti con riferimento ai contratti sub 1) come precisato in motivazione;
- 3) Dichiara la nullità parziale delle clausole dei contratti di mutuo chirografario e di finanziamento non ipotecario stipulati *inter partes* ed identificati nella premessa dell'atto di citazione come precisato in motivazione;
- 4) Dichiara l'impossibilità di calcolare l'esatto dare-avere tra le parti con riferimento ai contratti sub 3);
- 5) Rigetta la domanda attorea di condanna della Banca convenuta alla restituzione in favore degli attori delle somme illegittimamente addebitate e/o riscosse;
- 6) Compensa tra le parti per 1/3 le spese legali e le spese di C.T.U.;
- 7) Condanna la Banca convenuta al pagamento in favore degli attori dei 2/3 delle spese legali, che liquida in €4836,00 per compensi, €255,00 per spese, oltre rimborso spese forfetarie (15%), IVA e CPA come per legge, e dei 2/3 delle spese di C.T.U. come liquidate.

Lucca, lì 30.9.2016

Il Giudice

Dr. Massimo Niro

**CORTE DI CASSAZIONE**

**3 Febbraio 2017, n. 2950 – Sezione Prima**

**Pres. Nappi – Rel. De Marzo**

**Cassa e rinvia App. Trento, 8 Marzo 2011**

**Contratti bancari – Contratti di finanziamento con mezzi meccanici o elettronici – Azione di inadempimento - Oneri a carico delle parti – Fattispecie.**

*In materia di contratti bancari di finanziamento, con riguardo all'utilizzazione di servizi e strumenti con funzione di pagamento, che si avvalgono di mezzi meccanici o elettronici, il principio generale, secondo il quale il creditore che agisca per la risoluzione contrattuale, per il risarcimento del danno o per l'adempimento deve provare la fonte - negoziale o legale - del suo diritto ed il relativo termine di scadenza mentre il debitore convenuto deve provare l'avenuto adempimento ovvero l'impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile, trova una sua specificazione, nella verifica dell'adozione da parte dell'istituto bancario delle misure idonee a garantire la sicurezza del servizio.*

In tal senso, [Cass. 20 Gennaio 2015, n. 826](#).

**Contratti bancari – Contratti di finanziamento con mezzi meccanici o elettronici – Azione di inadempimento - Responsabilità professionale – Diligenza – Parametro.**

*In materia di contratti bancari di finanziamento con mezzi meccanici o elettronici, ai fini della valutazione della responsabilità contrattuale dell'istituto di credito, la diligenza posta a carico del professionista ha natura tecnica e deve essere valutata tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento, assumendo quindi come parametro la figura dell'accorto banchiere.*  
In tal senso, [Cass. 19 Gennaio 2016, n. 806](#) e [Cass. 12 giugno 2007, n. 13777](#).

**Contratti bancari – Contratti di finanziamento con mezzi meccanici o elettronici – Azione di inadempimento - Responsabilità professionale – Diligenza.**

*La necessità di tutelare la fiducia degli utenti nella sicurezza del sistema consente di ricondurre nell'ambito del rischio professionale del prestatore dei servizi di pagamento, prevedibile ed evitabile attraverso l'adozione di idonee misure atte a verificare la riconducibilità*

*dell'operazione alla volontà del cliente, la possibilità dell'utilizzo dei codici da parte di terzi, in assenza di dolo o di comportamenti gravemente incauti del titolare.*

*(Omissis).*

FATTO. 1. Per quanto ancora rileva, con sentenza depositata in data 8 marzo 2011 la Corte d'appello di Trento: a) ha rigettato l'appello principale proposto da D.A. avverso la decisione di primo grado, che aveva respinto la domanda intesa ad ottenere la condanna di Poste Italiane s.p.a. a risarcire il danno derivante da due operazioni (una di giroconto e l'altra di bonifico), eseguite in assenza di sue disposizioni e di cessione a terzi dei codici personali di accesso al sistema che consentiva le operazioni on line; b) ha dichiarato inammissibile l'appello incidentale tardivo proposto da Poste Italiane s.p.a. avverso il capo della sentenza di primo grado, che l'aveva condannata al pagamento delle spese nei confronti di G.S., chiamato in giudizio, unitamente ad D.B.A., quale beneficiario delle operazioni, e ritualmente costituitosi.

2. La Corte territoriale ha ritenuto: a) che, a tacere dell'assenza di prova certa, quanto all'estraneità del D. rispetto al bonifico disposto in favore del D.B., comunque, secondo l'accertamento del giudice di primo grado, le misure di sicurezza on line di Bancoposta, caratterizzate dall'utilizzo di un sistema di crittografia dei dati di riconoscimento del cliente, erano tali da escludere che l'accesso alle funzioni fosse consentito a chi non era conoscenza delle chiavi di accesso; c) che pertanto le operazioni in questione erano state rese possibili dalla mancata custodia o comunque da un incauto comportamento del correntista, tale da consentire la sottrazione dei codici mediante tecniche fraudolente; d) che l'appello incidentale non poteva essere proposto nel termine previsto dall'art. 334 c.p.p., dal momento che l'impugnazione proposta da Poste Italiane s.p.a. si correlava ad una domanda di garanzia impropria, autonoma, per soggetti e titolo, rispetto a quella formulata dall'attore in via principale.

3. Avverso tale sentenza, il D. propone ricorso per cassazione affidato a due motivi. Resistono con controricorso Poste Italiane s.p.a. e il G.; il D.B. non ha svolto attività difensiva. Nell'interesse del D. e di Poste Italiane s.p.a. sono state depositate memorie ai sensi dell'art. 378 c.p.c..

DIRITTO. 4. Con il primo motivo si lamentano violazione o falsa applicazione degli artt. 1218 e 2697 c.c., nonché vizi motivazionali, per avere la Corte territoriale omesso di applicare le regole in tema di ripartizione dell'onere probatorio. Nel caso di specie, era stata rigettata la domanda con la quale l'attore aveva denunciato un inadempimento contrattuale della controparte, nonostante la mancanza di dimostrazione che le operazioni contestate fossero state eseguite attraverso i codici di accesso del ricorrente.

5. Con il secondo motivo si lamentano violazione o falsa applicazione degli artt. 1218, 2697, 1710, 1768, 1856 e 2050 c.c., nonché vizi motivazionali, per avere la Corte territoriale ritenuto, in assenza di prova da parte di Poste Italiane s.p.a., l'idoneità del sistema di sicurezza adottato, nonostante l'attore avesse documentato le numerose frodi informatiche subite dai clienti di Bancoposta.

6. I due motivi, esaminabili congiuntamente per la loro stretta connessione logica, sono fondati.

E' indiscusso che, nel nostro ordinamento, il creditore che agisca per la risoluzione contrattuale, per il risarcimento del danno o per l'adempimento deve provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto ed il relativo termine di scadenza, limitandosi poi ad allegare la circostanza dell'inadempimento della controparte, mentre al debitore convenuto spetta la prova del fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento (v., ad es., Cass. 20 gennaio 2015, n. 826) ovvero dell'impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile. Tale generale principio ha trovato una sua specificazione, con riguardo all'utilizzazione di servizi e strumenti con funzione di pagamento, che si avvalgono di mezzi meccanici o elettronici, in quanto si è ritenuto che "non può essere omessa (...) la verifica dell'adozione da parte dell'istituto bancario delle misure idonee a garantire la sicurezza del servizio (...); infatti, la diligenza posta a carico del professionista ha natura tecnica e deve essere valutata tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento ed assumendo quindi come parametro la figura dell'accorto banchiere" (Cass. 12 giugno 2007, n. 13777; v. anche Cass. 19 gennaio 2016, n. 806).

In tale cornice di riferimento, si osserva: a) per un verso, che la sentenza impugnata erroneamente attribuisce rilievo, per una delle due operazioni delle quali si discute, all'assenza di prova certa dell'estraneità del ricorrente, laddove era piuttosto necessario accertare in positivo la riconducibilità dell'operazione a quest'ultimo; b) per altro verso, che la possibilità della sottrazione dei codici del correntista, attraverso tecniche fraudolente, rientra nell'area del rischio di impresa, destinato ad essere fronteggiato attraverso l'adozione di misure che consentano di verificare, prima di dare corso all'operazione, se essa sia effettivamente attribuibile al cliente; c) che, pertanto, ai fini del rigetto della domanda risarcitoria, non era sufficiente dare rilievo al - peraltro presuntivamente affermato - incauto comportamento del D., che avrebbe consentito la sottrazione dei codici.

Va aggiunto che, sebbene alla vicenda non sia applicabile *ratione temporis* (le operazioni delle quali si discute risalgono infatti al settembre 2005) la direttiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo e del consiglio del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, cui è stata data attuazione con il D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 (v., in particolare, art. 10 e ss.), il punto di equilibrio diviso da tale disciplina risulta essere sostanzialmente in linea con le regole generali relative alla ripartizione della prova in tema di inadempimento contrattuale e di verifica della diligenza dell'agente professionale.

Infatti, l'impossibilità della prestazione derivante da causa non imputabile al soggetto obbligato (art. 1218 c.c.) richiede la dimostrazione di eventi che si collochino al di là dello sforzo diligente richiesto al debitore.

Ne discende che, anche al fine di garantire la fiducia degli utenti nella sicurezza del sistema (ciò che rappresenta interesse degli stessi operatori), appare del tutto ragionevole ricondurre nell'area del rischio professionale del prestatore di servizi di pagamento, prevedibile ed evitabile con appropriate misure destinate a verificare la riconducibilità delle

operazioni alla volontà del cliente, la possibilità di una utilizzazione dei codici da parte di terzi, non attribuibile al dolo del titolare o a comportamenti talmente incauti da non poter essere fronteggiati in anticipo.

7. In conclusione, il ricorso principale va accolto, con conseguente cassazione della sentenza e rinvio, anche per la regolamentazione delle spese, alla Corte d'appello di Trento in diversa composizione. (*Omissis*).

## L'HOME BANKING E I PROFILI DI RESPONSABILITÀ DELLA BANCA VIRTUALE E DEL PRESTATORE DI SERVIZI DI PAGAMENTO.

ELISABETTA ROMANI\*

SOMMARIO: 1. Il caso deciso. – 2. *L'home banking*. – 3. La natura del contratto di *home banking*. – 4. *L'home banking* e i reati informatici. – 5. La responsabilità della banca virtuale e del prestatore di servizi di pagamento.

*La pronuncia n. 2950/2017 della Suprema Corte offre l'occasione per affrontare nuovamente il tema dell'home banking, ponendo in special modo l'attenzione sui profili di responsabilità in cui incorrono la c.d. banca virtuale e il prestatore dei servizi di pagamento ogni qual volta non ottemperino all'obbligo di predisporre adeguati sistemi di sicurezza volti ad impedire a terzi di porre in essere operazioni a danno dei correntisti.*

### 1. Il caso deciso

Con la pronuncia in commento, la Suprema Corte è nuovamente intervenuta sul tema dell'*home banking* occupandosi in particolare dei profili di responsabilità che sorgono in capo al prestatore di servizi di pagamento *on line*, sia questo un istituto di credito ovvero, come nel caso di specie, un prestatore di servizi di pagamento.

D.A. impugnava innanzi alla Corte d'Appello di Trento la sentenza di primo grado, con la quale era stata respinta la sua domanda volta ad ottenere la condanna di Poste Italiane s.p.a. al risarcimento del danno subito per aver quest'ultima autorizzato due operazioni – rispettivamente di giroconto e di bonifico – senza aver verificato il previo consenso del titolare del conto e per aver ceduto a terzi i codici personali che consentivano l'accesso alla piattaforma telematica "Bancoposta".

La Corte di Appello di Trento, oltre a dichiarare inammissibile l'appello incidentale proposto da Poste Italiane in quanto tardivo, aveva respinto la domanda di condanna sulla base di due ordini di motivi tra loro consequenziali: secondo quanto accertato dal giudice di primo grado, le misure di sicurezza predisposte da Poste Italiane erano state tali da escludere di per sé che terzi, non in possesso delle necessarie chiavi di accesso, potessero utilizzare il sistema Bancoposta. Da ciò pertanto la considerazione che le operazioni in oggetto potevano essere state concluse soltanto a causa della mancata o incauta custodia del correntista delle proprie credenziali, che avrebbe dovuto evitare che soggetti terzi venissero a conoscenza delle proprie credenziali.

Soccombente in secondo grado, il correntista proponeva ricorso per cassazione avverso la sentenza della Corte di Appello, deducendo i seguenti motivi: (i) con il primo motivo lamentava la violazione e la falsa applicazione degli artt. 1218 e 2697 c.c., nonché i vizi motivazionali, sul presupposto che la Corte d'Appello non avesse applicato le regole in tema di ripartizione dell'onere della prova; (ii) con il secondo eccepeva, invece, la violazione o la falsa applicazione degli artt. 1218, 2697, 1710, 1768, 1856 e 2050 c.c., nonché i vizi di motivazione, nella parte in cui il Giudice del gravame aveva ritenuto *ipso facto* che il sistema di Bancoposta fosse idoneo ad evitare ingerenze esterne, nonostante il ricorrente avesse dettagliatamente provato diverse frodi informatiche subite dagli utenti.

Nell'accogliere il ricorso principale, la Suprema Corte ha ribadito il principio generale in virtù del quale, in materia di contratti bancari di finanziamento conclusi con mezzi meccanici o elettronici, ai fini della valutazione della responsabilità contrattuale dell'istituto di credito, la diligenza posta a carico del professionista ha natura tecnica e deve essere valutata tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento assumendo quindi come parametro la figura dell'accorto banchiere ex art. 1176, co. 2 c.c..

Peraltro, la Corte ha precisato che la possibilità della sottrazione dei codici del correntista è un rischio che non può gravare sul cliente stesso, rientrando piuttosto nel c.d. rischio di impresa, di talché il prestatore di servizi è tenuto ad adottare tutte le misure necessarie per assicurare un controllo *ex ante* della riferibilità delle operazioni al titolare del conto. Pertanto, anche al fine di garantire una maggiore fiducia degli utenti nei sistemi telematici, la Corte di Cassazione ritiene di accogliere l'orientamento secondo cui la possibilità che terzi usino fraudolentemente i codici di accesso del correntista rientri nel rischio professionale del prestatore di servizi di pagamento, salvo ovviamente le ipotesi in cui si configuri il dolo del titolare ovvero comportamenti talmente incauti<sup>81</sup> da non consentire di predisporre adeguati strumenti di protezione.

## 2. L'home banking

Lo sviluppo della telematica ha influito sensibilmente sui rapporti tra clienti e banche, consentendo ai primi di usufruire con maggiore facilità di molteplici servizi senza doversi spostare dalla propria abitazione o, comunque, senza doversi recare nei locali del proprio istituto di credito, sicché sono sempre più numerosi i clienti che fanno ricorso a tali modalità

---

\* Avvocato del Foro di Roma.

<sup>81</sup> Sul punto, la Suprema Corte di Cassazione sembra riprendere l'*iter* argomentativo elaborato in ambito penalistico con riguardo ai processi inerenti gli infortuni sul lavoro. In particolare, la Corte ha affermato che la responsabilità del datore di lavoro deve essere esclusa nelle ipotesi in cui l'infortunio sia dipeso da una condotta del lavoratore abnorme, eccezionale ed esorbitante dalle normali regole cautelari in materia di sicurezza sul lavoro, sul presupposto che una condotta di tal fatta sia una causa sopravvenuta atipica che interrompa il nesso causale ex art. 41 c.p..

In tal senso si rimanda, per una completa disamina della questione, a BLAIOTTA [R.], *La causalità giuridica alla luce della teoria del rischio*, in *Cass. pen.*, 2007, 1, 365 e alle seguenti pronunce giurisprudenziali: *Cass. pen.*, Sez. IV, sent. 10 novembre 1999 n. 183633; *Cass. pen.*, Sez. IV, sent. 25 settembre 1995 n. 10733 e *Cass. pen.*, Sez. IV, sent. 3 giugno 1999 n. 214997.

informatiche. Per descrivere tale modulo operativo si parla di "banca virtuale"<sup>82</sup>, nata in una prima fase per offrire in particolare servizi informativi sui propri conti correnti ed in una seconda per consentire ai clienti anche la possibilità di operare direttamente per il tramite di canali telematici<sup>83</sup>, c.d. *home banking*<sup>84</sup>, effettuando bonifici o pagamenti di utenze, aprendo conti e negoziando in strumenti finanziari (*trading on line*) direttamente dal proprio computer.

Proprio al fine di valorizzare questa duplice funzione svolta dal servizio di *home banking*, si è soliti distinguere il c.d. *home banking* consultivo, che permette esclusivamente di assumere informazioni relative al proprio conto corrente, dal c.d. *home banking* dispositivo, volto ad impartire ordini ed eseguire operazioni bancarie o finanziarie<sup>85</sup>.

Il sistema di *home banking* deve essere tenuto distinto dal c.d. *corporate banking*, servizio bancario che viene offerto unicamente alle imprese, consentendogli di operare su una pluralità di conti, ancorché presenti in diverse banche, da un unico portale facente capo all'istituto di credito che eroga il servizio e che si pone come interfaccia dell'intero sistema bancario<sup>86</sup>.

Come risulta da uno studio dell'ABI<sup>87</sup>, oggi oltre la metà dei correntisti italiani usa il *web* per operare con la propria banca e due operazioni su tre vengono effettuate *online*. Questo sviluppo, che peraltro in Italia è stato meno rapido rispetto a quanto è avvenuto in altri paesi, è dovuto ad una molteplicità di fattori: alla semplificazione dei rapporti tra clienti e banche, alla maggiore rapidità delle operazioni e alla riduzione dei costi delle operazioni, in conseguenza delle minori esigenze organizzative da parte degli istituti di credito che hanno avuto la possibilità di ridurre i tradizionali sportelli bancari.

A questi significativi aspetti positivi si affianca l'esigenza di assicurare alle operazioni bancarie *on line* il necessario livello di sicurezza, da cui conseguono a carico della banca

<sup>82</sup> Per una disamina della c.d. banca virtuale si rimanda a BAJETTA [L.], *La banca virtuale. I riflessi della "caduta del muro"*, in *Bancaria*, 1996, 9, 69, la quale ha sottolineato che con il termine banca virtuale si intende un nuovo modo di svolgere l'attività bancaria in cui "attraverso l'uso di tecnologie avanzate, un soggetto riceve gli effetti di una attività di tipo bancario in assenza degli elementi tipicamente costitutivi della banca stessa". Si veda anche SALVATICI [A.], *La banca virtuale*, in *Banche e banchieri*, 1996, 2, 190.

<sup>83</sup> È utile ricordare che l'*home banking* deve essere ricompreso nell'ambito della più ampia categoria del *remote banking*, che comprende diverse modalità attraverso le quali si può usufruire dei servizi bancari, tra le quali si ricorda, oltre al *corporate banking*, il *phone banking*, che offre soltanto servizi informativi sempre a distanza ma telefonicamente, non consentendo al cliente di operare.

<sup>84</sup> In materia di *home banking*, si richiamano CAMPO DALL'ORTO [S.], GIORGINO [M.], *Banche: oltre l'e-trade fino all'e-business*, in *Internet banking: tecnologia, economia e diritto*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro, Edibank, 2000, 319, i quali hanno definito il fenomeno dell'*internet banking* quale "l'insieme delle applicazioni web based che consentono agli utenti la possibilità di accedere ai dati sul proprio conto corrente, eseguire transazioni o gestire personalmente le proprie finanze".

<sup>85</sup> In proposito, MASI [A.], *La responsabilità penale dell'home banking*, in *Riv. polizia*, 2002, 187 ha sottolineato che "la natura mista di veicolo informativo e dispositivo come mandato sul rapporto di conto corrente bancario evidenzia la natura eminentemente «fiduciaria» dell'home banking, la cui efficacia in termini di «fedeltà» rappresenta l'oggetto preminente della tutela civile e penale che lo deve riguardare".

<sup>86</sup> Sul punto si veda BUFFA [F.], *Forme di pagamento elettronico e strumenti finanziari informatici*, in *Diritto delle nuove tecnologie informatiche e dell'Internet*, a cura di G. Cassano, Milano, 2002, 706.

<sup>87</sup> Indagine realizzata da ABI con GfK, per la decima edizione del convegno Dimensione Cliente (7/8 aprile 2016 - Roma).



particolari doveri di protezione e nuove questioni giuridiche che stanno interessando gli operatori del diritto, intorno alle quali si va formando una giurisprudenza della magistratura togata e dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF)<sup>88</sup>.

*In subiecta materia*, un tema di particolare rilevanza si rinviene nella responsabilità dell'istituto bancario per danno ai correntisti derivante da frode informatica, quale, ad esempio, l'abusiva utilizzazione delle credenziali informatiche del correntista nell'ambito del servizio di *home banking*<sup>89</sup>.

### 3. La natura del contratto di home banking

Prima di proseguire nella presente trattazione, appare opportuna una sia pur breve riflessione sulla natura del contratto di *home banking*, avendo in special modo riguardo alla sua eventuale autonomia rispetto al contratto di conto corrente.

A parere di parte della dottrina<sup>90</sup> per usufruire dell'*home banking* non è più necessario aver previamente concluso con l'istituto bancario un contratto di conto corrente, essendo sufficiente per operare in rete il rilascio di una carta a ciò abilitata. Ne conseguirebbe che tale modello operativo, considerato sino ad ora come un servizio ulteriore e accessorio al contratto principale di conto corrente, assurgerebbe oggi ad oggetto principale del contratto con una sua autonoma disciplina.

La problematica sulla autonomia funzionale del contratto di *home banking* rispetto a quello di conto corrente rileva soprattutto per quanto attiene ai riflessi che possono prodursi sul primo a seguito delle vicende che possono interessare il contratto principale: se si ritiene l'*home banking* funzionalmente autonomo, il recesso dal contratto di conto corrente non avrebbe alcuna conseguenza; invece, laddove la risposta fosse di segno opposto, il venir meno del rapporto principale determinerebbe un analogo effetto sul contratto di *home banking*, inteso quale mera modalità di esecuzione del primo.

### 4. L'home banking e i reati informatici

Si è detto delle ragioni di successo del ricorso ad Internet anche per le operazioni bancarie e si è fatto cenno alle problematiche relative agli eventuali danni subiti dai clienti a causa di reati compiuti sulla rete, quali il furto di identità telematica (*phising*) o delle credenziali di accesso ai servizi *on line*, attraverso la diffusione di virus informatici (*trojan banking*).

---

<sup>88</sup> L'ABF è stato costituito, alla luce dell'art. 128-bis del TUB, che ha previsto un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra intermediari finanziari e clientela, con deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio del 29 luglio 2008. Tale organismo è articolato sul territorio in tre collegi (Milano, Roma, Napoli) e in un Collegio di coordinamento.

<sup>89</sup> In merito al reato di frode informatica e all'accesso abusivo ad un sistema informatico o telematico si rimanda a Trib. Trento, sent. 18 aprile 2013.

<sup>90</sup> LUCIA [N.], *Home banking e operazioni non autorizzate*, in *L'attuazione delle obbligazioni in Internet*, a cura di V. Donato e G. Romani, Napoli, 2014, 227.

In detto ambito, tali condotte criminose sono particolarmente diffuse, atteso che, a differenza dei contratti finanziari che vengono stipulati direttamente con l'intermediario, le operazioni concluse *on line* dal cliente non richiedono l'uso della firma digitale<sup>91</sup>, essendo sufficiente inserire i codici di sicurezza che sono stati previamente forniti dall'istituto di credito. Al riguardo, è evidente la maggiore facilità con la quale un terzo non autorizzato può illecitamente venire a conoscenza di detti codici di accesso rispetto alla firma digitale, la quale assicura un sistema più sicuro e permette di individuare con maggiore certezza l'effettiva paternità dell'operazione.

Tra l'altro, nei contratti di *home banking* spesso la custodia dei codici di accesso è demandata al cliente, con la conseguenza che quest'ultimo sarà responsabile del loro uso indebito, ancorché sia dovuto a smarrimento o a furto<sup>92</sup>.

Sulla problematica relativa all'esecuzione di prelievi non autorizzati su conto corrente *on line*<sup>93</sup> e alla conseguente eventuale responsabilità dell'istituto bancario si rinviengono decisioni giurisprudenziali che consentono una prima ricostruzione dello "stato dell'arte".

Il ricorso alla rete anche per i servizi bancari richiede nondimeno che sia garantita la sicurezza del sistema ovvero delle transazioni che si pongono in essere; tale garanzia impone obblighi alle banche, cui è imposto di adottare tutte quelle misure di sicurezza idonee ad impedire l'accesso ai sistemi informatici da parte di terzi e, nel contempo, chiede al cliente di fare uso della diligenza nella conservazione dei codici di sicurezza, *password* e codice di accesso che gli vengono attribuiti al momento della stipula del contratto.

Dalla lettura delle decisioni dei giudici di merito si rileva come la giurisprudenza sia pervenuta ad analoghe conclusioni, affermando la responsabilità delle banche per non aver adottato, tenuto conto dell'evolversi della tecnologia, misure di sicurezza idonee ed efficaci ad evitare l'accesso fraudolento sui conti correnti dei clienti, pur attraverso percorsi logico-giuridici diversi<sup>94</sup>.

Mentre nella tradizionale attività bancaria da sportello, la banca, quale intermediario nell'operazione, procede direttamente alla identificazione del soggetto che l'operazione pone in essere, accertandone la titolarità, nell'*home banking* deve porre in essere, prima che si dia l'ordine dell'operazione, tutti gli accorgimenti che rendano certa la titolarità di colui che dispone l'ordine. Ove tale sistema di sicurezza non sia adeguatamente assicurato, si ravvisa una responsabilità per inadempimento da parte della banca-intermediario.

---

<sup>91</sup> In merito alla firma digitale, si vedano IZZI [B.], *La firma elettronica negli strumenti di circolazione della ricchezza*, in *Riv. not.*, 2004, 900, PANTANO [V.], *La firma digitale: aspetti normativi e tecnici*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2000, 3, 869 ss. e PICCOLANTONIO [D.], *La firma elettronica nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, 667 ss.

<sup>92</sup> Così, SAMMARCO [P.], *Brevi profili giuridici sull'home banking*, in *Informatica e documenti*, 1998, 3, 60.

<sup>93</sup> A tal riguardo si veda SALOMONI [A.], *Responsabilità dell'operatore bancario nei confronti del cliente in caso di addebito non autorizzato su conto corrente on line*, in *Nuova. giur. civ. comm.*, 2015, 2, 141.

<sup>94</sup> *Ex multis*, si rimanda a Trib. Asti, sent. 3 settembre 2012 e Trib. Cassino, Sez. I, 31 marzo 2016, secondo cui "laddove la banca non offra un sufficiente grado di protezione del servizio offerto, la stessa potrà risultare responsabile anche genericamente ex art. 1218 c.c. dinanzi ad operazioni da caratteristiche insolite".

## 5. La responsabilità della banca virtuale e del prestatore di servizi di pagamento

Si pone, a questo punto, la questione di quale sia il grado di diligenza richiesto alla banca o al prestatore di servizi di pagamento affinché l'eventuale ingresso abusivo nella rete, con conseguente ingiusto depauperamento del conto del cliente, non sia agli stessi imputati. Ciò in quanto, se l'inadempimento dell'intermediario, con conseguente attribuzione di responsabilità, non fosse riconducibile a suoi comportamenti, ci troveremmo in un'ipotesi di responsabilità oggettiva.

Del resto, come sottolineato anche nella pronuncia in commento, è nello stesso interesse di un regolare sviluppo del mercato "codificare" i migliori strumenti e le più idonee procedure (*best practice*) che, in relazione ai progressi tecnologici, consentano di rendere maggiormente sicuro l'utilizzo dei servizi *on line* e permettano agli istituti bancari e ai prestatori di servizi di conoscere *ex ante* e in modo certo lo standard di tutela che devono assicurare.

È da osservare che i contratti relativi ai servizi bancari *on line*, in linea di principio, non recano indicazioni in merito al riparto di responsabilità in caso di furto di identità telematica, con conseguente necessità per le parti interessate di adire l'autorità giudiziaria o, laddove sia previsto nel regolamento contrattuale, l'arbitrato. Il richiamo in sede contrattuale a queste *best practice* potrebbe, se non evitare contenziosi, quanto meno rendere meno conflittuale il rapporto cliente/intermediario.

Gli strumenti di pagamento *on line* sono da ricondurre al novero dei servizi di pagamento, per i quali l'art. 8, comma 1, lett. a) del d.lgs. n. 11/2000<sup>95</sup> dispone a carico del prestatore di servizi di pagamento l'obbligo di assicurare che i dispositivi personalizzati, attraverso i quali è consentito l'utilizzo di uno strumento di pagamento, non siano accessibili a soggetti diversi dall'utilizzatore legittimato all'uso, fatti salvi gli obblighi posti a carico di quest'ultimo dal successivo art. 7. In particolare, sono previsti anche in capo al cliente obblighi di diligenza e di comunicazione nel caso di smarrimento o furto dello strumento.

Nella nuova direttiva (UE) 2015/2366<sup>96</sup> sui servizi di pagamento interno, che abroga la precedente direttiva 2007/64/CE e cui gli Stati dovranno dare attuazione entro il 13 gennaio 2018, nelle premesse si sottolinea come negli ultimi anni i rischi di sicurezza relativi ai pagamenti elettronici siano aumentati in ragione della crescente complessità tecnica di tale modalità di pagamento, del loro continuo aumento e dell'avvento di nuovi tipi di strumenti di pagamento.

Fermo restando che la sicurezza dei servizi di pagamento è una condizione fondamentale per il buon funzionamento del relativo mercato, è opportuno che gli utenti godano di un'adeguata protezione contro tali rischi e, per tale ragione, la nuova direttiva rafforza la tutela dei servizi di pagamento, sostenendo l'innovazione e la necessità di investire su sicurezza, protezione dei dati e autenticazione.

---

<sup>95</sup> Il d.lgs. n. 11/2010 ha dato attuazione alla direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e ha abrogato la direttiva 97/5/CE.

<sup>96</sup> La direttiva 2015/2366 (UE) sui servizi di pagamento nel mercato interno (c.d. PSD2).

Tenuto conto della difficoltà di garantire un elevato grado di sicurezza delle operazioni di *home banking*, prevedendo strumenti di difesa idonei a non consentire accessi fraudolenti, si è posta la necessità di ripartire equamente, tra intermediario e cliente, i rischi che tali attività comportano. Con questa finalità l'art. 6 del d.lgs. n. 11/2010<sup>97</sup> ha previsto il diritto dell'istituto di credito di bloccare l'utilizzo di uno strumento di pagamento al ricorrere di circostanze che possano far temere un suo utilizzo improprio, con riferimento alla sicurezza dello strumento medesimo.

In tale quadro normativo, i maggiori profili di responsabilità gravano a carico dell'intermediario/prestatore dei servizi di pagamento, il quale, oltre a dover apprestare idonee misure per impedire accessi abusivi, in caso di contenzioso deve provare, a seguito dell'inversione dell'onere della prova, che l'operazione di pagamento sia stata autenticata, correttamente registrata e contabilizzata e che non sia dovuta al malfunzionamento delle procedure necessarie per la sua esecuzione o ad altri inconvenienti (art. 10 del d.lgs. cit.).

Inoltre, qualora il cliente affermi di non aver autorizzato una determinata operazione di pagamento, l'uso dello strumento stesso di per sé non è sufficiente a dimostrare che l'operazione sia stata autorizzata dal cliente medesimo, né che questi abbia agito in modo fraudolento ovvero che non abbia diligentemente custodito le proprie credenziali o, infine, che non abbia tempestivamente avvertito l'istituto di credito dello smarrimento, del furto, dell'appropriazione indebita o dell'uso non autorizzato dello strumento.

Pertanto, la responsabilità del cliente sussiste in caso di comportamento fraudolento ovvero per mancato rispetto, doloso o gravemente colposo, nella custodia e nell'utilizzo dello strumento di pagamento, la cui prova graverà in capo alla banca che presta il servizio di pagamento.

Atteso che tale sistema dà luogo ad un regime di speciale protezione nei confronti degli utilizzatori, l'evidente squilibrio che le predette disposizioni determinano nel rapporto fra prestatore e utilizzatore di tale servizio trova una sua giustificazione nel principio del "rischio di impresa"<sup>98</sup>, secondo cui quest'ultimo viene posto a carico dell'intermediario in considerazione della sua maggiore capacità economica di sostenere il rischio connesso all'impiego degli strumenti informatici, potendo redistribuire i relativi costi sull'intero pubblico dell'utenza<sup>99</sup>. Tale ricostruzione è accolta dalla stessa pronuncia in oggetto, la

---

<sup>97</sup> In merito al d.lgs. n. 11/2010, si rimanda a CAGGIANO [I.A.], *Pagamenti non autorizzati tra responsabilità e restituzioni. Una rilettura del d.lgs. 11/2010 e lo scenario delle nuove tecnologie*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 2, 10459 mentre, con particolare riferimento al servizio di *home banking*, si veda ASTONE PRINCIPI [A.], *Conto corrente bancario*, in *La prova e il quantum nel risarcimento del danno*, a cura di P. Cendon, Torino, 2014, 1496 e ss..

<sup>98</sup> In tal senso, si è pronunciato l'ABF Roma nella decisione n. 1111/2010, affermando che secondo il principio del rischio di impresa "è razionale far gravare i rischi statisticamente prevedibili legati ad attività oggettivamente «pericolose», che interessano un'ampia moltitudine di consumatori o utenti, sull'impresa, in quanto quest'ultima è in grado, attraverso la determinazione dei prezzi di vendita dei beni o di fornitura del servizio, di ribaltare sulla massa dei consumatori e degli utenti il costo dell'assicurazione di detti rischi. Si tende, in altri termini, a "spalmare" sulla moltitudine degli utilizzatori il rischio dell'impiego fraudolento di carte di credito e strumenti di pagamento, si da evitare che esso gravi esclusivamente e direttamente sul singolo pagatore".

<sup>99</sup> In senso conforme si è pronunciato il Collegio di Coordinamento nella decisione n. 3498/2012, facendo proprio l'orientamento più volte espresse dall'ABF di Roma (Collegio Roma, dec. nn.

quale ha affermato espressamente che *"appare del tutto ragionevole ricondurre nell'area del rischio professionale del prestatore di servizi di pagamento, prevedibile ed evitabile con appropriate misure destinate a verificare la riconducibilità delle operazioni alla volontà del cliente, la possibilità di una utilizzazione dei codici da parte di terzi, non attribuibile al dolo del titolare o a comportamenti talmente incauti da non poter essere fronteggiati in anticipo"*.

Nonostante il cliente operi direttamente *on line*, un orientamento giurisprudenziale<sup>100</sup> ritiene che la banca, posto che l'*home banking* afferisce al contratto di conto corrente bancario, agisca secondo le regole del mandato (art. 1856 c.c.), in considerazione dell'espresso richiamo formulato al riguardo dall'art. 1856 c.c. in tema di esecuzione di incarichi bancari. Quindi, trattandosi di attività professionale, la diligenza cui l'intermediario è tenuto deve essere valutata con particolare rigore e deve essere qualificata dal maggior grado di prudenza e di attenzione che la connotazione professionale dell'agente consente e richiede<sup>101</sup>.

Si osserva che, pur pervenendo alla medesima affermazione di responsabilità dell'intermediario, altro giudice di merito<sup>102</sup> segue un differente procedimento logico-giuridico, ritenendo che la responsabilità della banca, nel caso di danni cagionati dal trattamento dei dati personali, sia da ricondurre, ai sensi dell'art. 15 del d.lgs. n. 196/2003, al regime delle attività pericolose mediante l'espresso richiamo all'art. 2050 c.c..

In particolare si contesta alla banca, titolare del trattamento dei dati personali, di non aver impedito a terzi di introdursi illecitamente nel sistema, cagionando un danno ai correntisti. A tal fine si richiama l'art. 31 del d.lgs. n. 196/2003, a mente del quale i dati personali oggetto di trattamento devono essere custoditi secondo le conoscenze tecniche al momento conosciute, così da ridurre al minimo i rischi di accesso non autorizzato.

Sul punto si è espressa anche la Corte di Cassazione<sup>103</sup>, secondo la quale l'attività bancaria non può essere considerata, di per sé o in relazione alla natura dei mezzi

2264/2012, 2660/2012, 1910/2012). In proposito, si osservi che detto Collegio decide i ricorsi che riguardano questioni di particolare importanza o che hanno generato - o possono generare - orientamenti differenti tra i tre Collegi territoriali.

<sup>100</sup> Si veda Trib. Verona, Sez. IV, sent. 2 ottobre 2012, il quale configura la fattispecie in chiave esclusivamente negoziale della responsabilità, con riguardo in particolare alla disciplina del mandato ex art. 1856 c.c.. Il giudizio era stato promosso da una società che aveva citato una banca di cui era correntista e con cui aveva attivato un servizio di *home banking*, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni per una serie di bonifici addebitati sul suo conto che asseriva di non aver mai disposto. Per il richiamo al rispetto dei doveri di correttezza e di buona fede che gravano sul mandatario, si veda altresì Cass., Sez. I, sent. 31 marzo 2010, n. 7956.

<sup>101</sup> Sulla responsabilità della banca, si è espressa anche Cass., Sez. I, sent. 12 giugno 2007, n. 13777, secondo la quale l'istituto di credito *"deve adempiere tutte le obbligazioni assunte nei confronti dei propri clienti con la diligenza particolarmente qualificata dell'accorto banchiere, non solo con riguardo all'attività di esecuzione di contratti bancari in senso stretto, ma anche in relazione ad ogni tipo di atto o di operazione oggettivamente espliciti"*. In senso conforme, si vedano Trib. Firenze, sent. 20 maggio 2014 e Trib. Verona, Sez. IV, sent. 2 ottobre 2012.

<sup>102</sup> Cfr. Trib. Palermo, Sez. III, sent. 12 gennaio 2010 che si è occupato di una analoga fattispecie afferente due correntisti che contestavano l'addebito di una operazione bancaria *on line* da loro mai autorizzata, adducendo l'illiceità del prelievo.

<sup>103</sup> Si fa riferimento a Cass., Sez. III, sent. 11 febbraio 2009 n. 3350. Inoltre, in senso contrario al ricondurre la responsabilità della banca nella responsabilità oggettiva da esercizio di attività pericolosa

adoperati, come una attività ontologicamente pericolosa ex art. 2050 c.c., non potendosi tuttavia escludere che in futuro, a seguito del moltiplicarsi degli illeciti, sia necessario pervenire all'adozione di una disciplina *ad hoc* in materia di imputazione della responsabilità a tutela degli utenti dei servizi bancari.

Tra l'altro, laddove si accogliesse la tesi secondo cui l'attività bancaria rientra nell'ambito di operatività dell'art. 2050 c.c., si verrebbe ad una ipotesi di responsabilità oggettiva, stabilendo una presunzione di responsabilità a carico di chi effettua il trattamento dei dati personali, ponendo a suo carico l'onere della prova di aver adottato tutte le precauzioni necessarie ad evitare il danno.

Appare più convincente la giurisprudenza<sup>104</sup> che, in un caso di *phishing*, nel quale i correntisti erano stati vittime di un messaggio di posta elettronica ingannevole, apparentemente proveniente dalla stessa banca con cui intrattenevano il conto, ha affermato la natura contrattuale della responsabilità della banca, sul presupposto che la procedura posta in essere dall'intermediario non fosse improntata alla diligenza professionale ex art. 1176, comma 2 c.c.<sup>105</sup>, non essendo stato adottato nel servizio di *home banking* il sistema di autenticazione che all'epoca dei fatti era considerato il più sicuro.

Ne consegue che le regole di diligenza tecnica previste dall'art. 1176, comma 2, c.c. e richiamate anche dalla sentenza della Suprema Corte n. 2950/2017 consentono di configurare un'ipotesi di responsabilità per colpa grave in caso di inadempimento per omessa o insufficiente organizzazione degli strumenti idonei a prevenire le frodi informatiche.

Si osserva, dunque, che indipendentemente dal titolo si va consolidando una giurisprudenza di merito che valuta con rigore la posizione delle banche che violano gli obblighi inerenti alla predisposizione e all'aggiornamento di dispositivi di sicurezza idonei a evitare intrusioni nei sistemi operativi nell'*home banking*<sup>106</sup>. In altri termini, la responsabilità della banca non è più concentrata nella fase della identificazione del cliente-utente<sup>107</sup> ma

---

di cui all'art. 2050 c.c. si veda MAFFEIS [D.], *Ordini di pagamento e di investimento on line nella giurisprudenza di merito e nella fonte persuasiva dinamica dell'ABF*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 5, 1276, il quale ha affermato che la banca deve, *in primis*, "provare di aver diligentemente e professionalmente osservato tutte le regole di condotta", ponendosi soltanto in un secondo momento l'eventuale problema dell'ignoto tecnologico.

<sup>104</sup> In particolare, il Trib. Milano, Sez. VI, 4 dicembre 2014 ha affermato che la banca era il contraente qualificato che "era tenuto ad adeguarsi all'evoluzione dei nuovi sistemi di sicurezza informatici, altrettanto noti, idonei a contrastare il fenomeno; non poteva invece ascrivere a mancata diligenza del cliente il fatto di non essere stato al corrente di tali modalità di frode, e conseguentemente di non essersi accorto che possibili mail di apparente provenienza di [...] S.p.A. fossero in realtà frutto di pirateria informatica e celassero l'intento truffaldino di carpire dati riservati.". Per un commento sulla sentenza si rimanda a FRAU [R.], *Home banking, captazione di credenziali di accesso dei clienti tramite phishing e responsabilità della banca*, in *Resp. civ. e prev.*, 2015, 3, 911.

<sup>105</sup> In merito alla diligenza professionale dell'accorto banchiere si veda MARASÀ [F.A.], *Utilizzo fraudolento di carta bancomat e diligenza professionale della banca*, in questa *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 4, 396.

<sup>106</sup> Nello stesso senso, Trib. Firenze, sent. 20 maggio 2014 e Trib. Nocera Inferiore, sent. 18 febbraio 2011.

<sup>107</sup> Tale spostamento del piano di responsabilità dell'intermediario, rispetto al tradizionale rapporto banca-cliente, era già stato evidenziato da TARANTINO [G.], *Indebito prelievo su conto corrente on-line e responsabilità dell'intermediario: una valutazione sotto il profilo dell'efficienza economica del contratto*, in

è immanente all'intero rapporto contrattuale, dovendo adottare tutte le misure di sicurezza idonee, secondo il noto criterio penalistico della migliore scienza ed esperienza di quel dato momento storico, ad assicurare una adeguata protezione della propria clientela.

---

*Nuova Giur. Civ.*, 2010, 12, 1185, il quale tuttavia aveva parlato soltanto di una anticipazione della responsabilità in un momento antecedente alla operazione stessa.





**TRIBUNALE DI LECCO**

**SEZIONE SECONDA**

**SENTENZA N. 664/2016**

\*\*\*

**CONCLUSIONI**

Le parti hanno concluso come da fogli allegati al verbale d'udienza del 25.5.2016, che qui si intendono richiamate.

**SVOLGIMENTO DEL PROCESSO**

In data 2 aprile 2015 la sig.ra G.M. notificava, a mezzo di posta elettronica certificata, alla BHW BAUSPARKASSE A.G atto di citazione con il quale chiedeva (nella sintesi che ne fa la stessa attrice in conclusionale) di accertare tutte le spese, gli oneri e le commissioni sostenute all'atto di stipula del contratto di mutuo, voci che devono essere ricomprese nel calcolo del tasso effettivo sostenuto dalla parte mutuataria; di ricalcolare il TAEG del contratto anche tenendo in considerazione la penale stipulata in caso di estinzione anticipata del contratto di mutuo, verificando l'originario superamento del tasso soglia/usura al momento della stipulazione; di accertare e dichiarare l'usurarietà del solo tasso di mora pattuito nel contratto alla stipula, nonché il tasso di mora poi variato come indicato dal documento di sintesi n. 7 del 31.12.2010; di accertare e dichiarare la pattuizione e l'applicazione di tassi superiori alla media prevista per operazioni similari (prestiti a medio lungo termine) e al TEGM (per mutui a tasso fisso) in tutti i periodi in cui si è articolato il rapporto di mutuo; di dichiarare conseguentemente gratuito lo stesso contratto di mutuo per pattuizione di tassi usurari ex art. 1815, 2° comma c.c., secondo la formula "nessun interesse è dovuto"; di accertare la sussistenza di tassi di interessi usurari all'interno del contratto di mutuo stipulato in data 13.02.2008 e, di conseguenza, la condanna alla compensazione delle somme indebitamente percepite dalla Banca con conseguente rideterminazione delle rate del mutuo ancora in essere.

Si costituiva in giudizio la BHW BAUSPARKASSE A.G con memoria del 15 settembre 2015, chiedendo il rigetto di ogni domanda.

All'udienza di prima comparizione del 30.09.2015, il Giudice concedeva alle parti i termini per il deposito delle memorie ex art. 183, comma VI, c.p.c., all'esito delle quali, ritenendo la causa matura per la decisione, senza necessità di istruttoria, rinviava all'udienza del 25 maggio 2016 per la precisazione delle conclusioni.

Le parti precisavano le conclusioni come da fogli allegati al verbale, che qui si intendono richiamati.

## MOTIVI DELLA DECISIONE

### INDIVIDUAZIONE DEL DIES A QUO TERMINE DAL QUALE FAR DECORRERE LA VALIDITA' DEL MUTUO IN ESAME AI FINI DEL CONFRONTO CON IL TASSO SOGLIA

La prima questione da risolvere nasce dalla richiesta dell'attrice di considerare che la data a cui far riferimento per la stipula del contratto di mutuo fondiario n. 32026304 sarebbe il 18.11.99 e non il 26.1.2000, considerato che nella prima data l'attrice avrebbe inoltrato la richiesta di mutuo, che sarebbe poi stato stipulato nella seconda data.

A giustificazione della domanda l'attrice cita l'art. 1 della legge 24/2001, secondo la quale *"Ai fini dell'applicazione dell'articolo 644 del codice penale e dell'articolo 1815, secondo comma, del codice civile, si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, indipendentemente dal momento del loro pagamento"*.

La domanda è infondata, perché l'attrice non ha dato alcuna prova che gli interessi siano stati promessi alla data della richiesta, nella quale è evidentemente solo iniziata una trattativa culminata con la convenzione del 26 gennaio 2000, data alla quale occorre far riferimento per determinare l'applicazione della legge 24/2001.

## II

### NATURA DEL CONTRATTO INTER PARTES E SOGLIE DI USURA

La seconda questione da esaminare in vi preliminare concerne l'inquadramento giuridico del contratto *inter partes*.

Sostiene infatti l'attrice che erra la banca nel considerare il contratto *de quo* come un finanziamento rientrante nella categoria dei "crediti personali ed altri finanziamenti alle famiglie e alle imprese", categoria in cui rientrano crediti non assistiti da garanzie reali. L'attrice osserva che la banca aveva preteso un'iscrizione ipotecaria su un immobile di proprietà dell'attrice, che era infatti avvenuta prima dell'erogazione della somma. E pertanto, conclude l'attrice, sulla scorta di quanto sopra rappresentato il contratto di mutuo oggetto di contestazione n. 3 202 6304 rientrerebbe nella categoria dei mutui a tasso fisso (e su tale categoria andrebbero confrontati i tassi applicati sin dall'origine del rapporto ed in corso di rapporto).

Il rilievo di parte attrice, pur suggestivo, è infondato se si consideri che nella particolare forma di finanziamento di cui è causa (c.d. "risparmio edilizio"), esiste una prima fase, in cui il cliente si impegna ad effettuare versamenti mensili con l'obiettivo di accumulare un risparmio per l'acquisto della casa.

Se poi il cliente (come nel caso di specie) desidera un pre-finanziamento immediato, gli viene offerto un "mutuo immediato senza ammortamento" e quando il mutuo ipotecario

(c.d. "mutuo di assegnazione") viene concesso l'importo accumulato con il risparmio edilizio va ad abbattere il debito residuo.

Gli interessi (sia attivi, sulle somme versate) sia passivi (sul successivo mutuo) vengono pattuiti in questa prima fase, nella quale non c'è alcun ammortamento e non quando si passa alla seconda fase, e cioè quando il mutuo c.d di assegnazione viene pattuito, oviamente dopo la prestazione dell'ipoteca, atto che non vale quindi a trasformare la complessa fattispecie descritta in un (semplice) mutuo alla francese (cfr contratto prodotto sub.2, e in particolare l'art.3).

Ritiene quindi il Tribunale che il c.d. mutuo immediato (prefinanziamento – prima fase del rapporto) ricada correttamente nella categoria dei crediti personali alle famiglie (o alle imprese) e non nei mutui ipotecari, nel quale confluisce solo se, al momento della stipula di quest'ultimo (che è solo eventuale), vi è un importo residuo non coperto dagli accumuli nel frattempo intervenuti.

Ciò premesso, è pacifico che il tasso di soglia usura alla data del 26 gennaio 2000 (data rilevante come da precedente paragrafo) per i "crediti personali e altri finanziamenti" alle famiglie era del 15,93%, e cioè il tasso medio più il 50% (doc.23 della Banca, non contestato dall'attrice), mentre il tasso "promesso" nel contratto di specie era del 6,5% TAN (6,74%TAEG), pertanto ben al di sotto del tasso di usura e anche dei tassi medi rilevati nel periodo (10,62% , che va aumentato del 50% ai fini della determinazione del tasso-soglia). Quanto al mutuo edilizio vero e proprio ("mutuo di assegnazione") il tasso promesso (TAN) era del 5%, quindi inferiore al tasso soglia (8,01%, mentre i tassi medi ammontavano al 5,34%.

E' appena il caso di notare che anche qualora si dovesse considerare il pre-finanziamento come mutuo edilizio, il tasso applicato sarebbe inferiore al tasso - soglia.

### III

#### ASSERITA NULLITA' DI APPLICAZIONE DEI TASSI DI MORA

Parte attrice osserva che dall'analisi del documento di sintesi del 31.12.2010 si riscontra un tasso di mora del 7,90% (in effetti sarebbe 7,95 % come correttamente rileva la banca, che neppure ha maggiorato l'importo del 2.1% come da discussa prassi: cfr comparsa conclusionale, pag.3), mentre il tasso soglia previsto per operazioni similari nel trimestre di emissione del documento era del 6,765%.

In realtà, come puntualizzato dalla difesa della convenuta, il tasso-soglia alla data della stipula del contratto era dell'8,01% e quindi superiore al tasso applicabile.

In ogni caso, tuttavia vi sono due ulteriori considerazioni che fanno ritenere infondata la domanda.

In primo luogo occorre ricordare che, se è vero che il tasso di interesse usurario è dato dalla somma di tutta una serie di spese, commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo promessi (ad eccezione di imposte e tasse), oltre agli interessi corrispettivi e di mora, ogni voce di costo ha una sua autonoma giustificazione e nel caso di specie in ogni caso la

eventuale usurarietà del tasso di interessi moratori rimarrebbe esclusa in conseguenza della pattuizione della c.d. "clausola di salvaguardia" nel mutuo di cui trattasi in discorso (ritenuta legittima dalla giurisprudenza: si veda ad es. Tribunale, Napoli, sez. V bis, sentenza 04/06/2014) : all'art. 16 si prevede, infatti, testualmente, che la misura di tali interessi (e in essi , in mancanza di specificazione, vanno ricomprese tutte le voci di cui sopra) non potrà mai essere superiore al limite fissato dalle leggi vigenti, dovendosi dunque intendere, in caso di teorico superamento di detto limite, che la misura sia pari al limite medesimo. In secondo luogo, e decisamente, luogo la sig.ra M.G. non allega di aver pagato tassi di mora. Manca quindi alcun interesse giuridicamente rilevante all'accoglimento della domanda, che è rimasta allo stato di addebito eventuale.

#### **IV**

##### **ALTRI RILIEVI DELL'ATTRICE**

Gli altri rilievi dell'attrice sono affetti da tale genericità da render nulla la domanda. Il Tribunale si riferisce in particolare alla penale del 4% che secondo l'attrice (manca alcuna prova al riguardo), sarebbe stata indicata dalla banca nel calcolo del TAEG (Tasso Annuale Effettivo Globale) e che quest'ultimo non sarebbe stato indicato correttamente.

La genericità delle allegazioni non ne consente una disamina adeguata e a tale mancanza non può supplire la CTU che non è un mezzo di prova e che in questo caso andrebbe ben al di là della c.d. CTU "percipiente" anche nella più ampia e generosa delle definizioni.

Quanto infine alla c.d. usura soggettiva, parte attrice non ha fornito alcuna prova della stessa, e cioè che (ex terzo comma dell'art. 644 cp) gli interessi, anche se inferiori alle soglie, sarebbero comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di danaro, e che la stessa si trovasse in condizioni di difficoltà economica e finanziaria quando gli stessi erano stati pattuiti.

Ancorché la giurisprudenza non richieda più la prova di un vero stato di bisogno (come prima della riforma del 1996), occorre comunque che siano provate le difficoltà economiche siano di una certa intensità, prova che non è stata data e neppure offerta.

Le spese seguono la soccombenza e son liquidate come in dispositivo con i valori medi di cui al DM 55 / 2014, salvo che per la fase istruttoria, per la quale il Tribunale ha applicato i minimi.

##### **P.Q.M.**

Il Tribunale di Milano, in persona del GOT, dott. G. D. G., definitivamente pronunciando, rigetta ogni domanda e condanna parte attrice a rifondere a parte convenuta le spese di causa che liquida in € 11.810 oltre 15% spese forfettarie, IVA e CPA dovute per legge.

Lecco, 15 ottobre 2016

Dott. Gianfranco Di Garbo

## Commento alla sentenza emessa dal Tribunale di Lecco n. 664/2016 del 19/10/2016 R.G. 940/2015

Di Tiziana de Angelis<sup>1</sup>

Il Tribunale di Lecco, con la sentenza in commento, al fine di decidere sulla domanda formulata per l'accertamento dell'usura e del rispetto della normativa sulla trasparenza bancaria del denominato "*Contratto di Risparmio Edilizio*", si è pronunciato sulla qualifica giuridica di tale negozio, ritenuto, dalla parte attrice, un semplice mutuo fondiario con ammortamento (c.d. alla francese), senza distinzione tra la prima e la seconda fase di svolgimento delle obbligazioni pattizie, ovvero tra i diversi contratti sottoscritti, ancorché sottoposti a condizione.

Ed infatti, il "*contratto di risparmio edilizio*" è un negozio giuridico di derivazione tedesca,<sup>2</sup> che consta di due fasi, le quali a loro volta generano ben tre contratti distinti, contratto di deposito di danaro (1834 c.c.), contratto di finanziamento senza ammortamento e contratto di mutuo fondiario con ammortamento (1813 c.c. e ss.), sia pure collegati tra loro, nel tempo e nelle aspettative e/o nella verifica delle condizioni (1353 c.c.) concordate tra le parti.

Con il contratto di risparmio edilizio c.d. "*puro*" il cliente si impegna ad effettuare versamenti mensili per un periodo di tempo pattuito<sup>3</sup>, con l'obiettivo di accumulare risparmi per l'acquisto della propria unità abitativa. Tali importi producono interessi attivi e confluiscono in un conto intestato al cliente, che lo stesso si obbliga a non utilizzare, se non al termine della fase di accumulo, per accedere alla fase di assegnazione, oppure in caso di risoluzione e/o in caso di rinuncia al mutuo edilizio di assegnazione. In questo ultimo caso il cliente ottiene la remunerazione attiva degli interessi in misura maggiore, retroattivamente, secondo modalità e tempi stabiliti nel contratto.

Con la sottoscrizione del contratto di risparmio edilizio, il cliente pattuisce con l'istituto di credito il tasso al quale otterrà il mutuo c.d. di assegnazione, al termine dell'accumulo, cioè si assicura anzitempo un tasso fisso e, mediamente più basso rispetto ai tassi medi praticati sul mercato, per il mutuo che andrà ad utilizzare per l'acquisto della propria abitazione al verificarsi della condizione, ovvero, all'esito dell'accumulo necessario per

---

<sup>1</sup> Avvocato del foro di Roma, Studio legale Avv. Carmen Tiziana De Angelis

<sup>2</sup> Legge sulle Casse di Risparmio Edilizio del 16 novembre 1972 (gazzetta Ufficiale Federale I pag. 2097) nella versione della pubblicazione del 15 febbraio 1991 (gazzetta Ufficiale Federale I pag. 454) ultima modifica con legge sulle azioni senza valore nominale del 25 marzo 1998 (gazzetta Ufficiale I pag. 590)

<sup>3</sup> Alla sottoscrizione del contratto, il risparmiatore sceglie il tasso del mutuo di assegnazione e i fattori ad esso legati, unitamente alla durata e all'importo; più alto sarà il tasso maggiore sarà la valutazione dei fattori e viceversa.

ottenere l'assegnazione.<sup>4</sup>

Laddove il sottoscrittore del contratto di risparmio necessita dell'erogazione anticipata delle somme che avrebbe ricevuto solo con l'assegnazione del mutuo, può richiedere un "finanziamento immediato" senza ammortamento, pagando solo gli interessi corrispettivi per tutta la durata necessaria ad ottenere l'assegnazione.

In questo caso, il contratto di risparmio non è più "puro", ma è collegato appunto al finanziamento immediato, la cui estinzione si ottiene proprio con l'assegnazione del mutuo.

Nella prima fase, pertanto, nel caso del contratto di risparmio "puro", si accumulano somme allo scopo di ottenere l'assegnazione del mutuo<sup>5</sup>; nel caso del contratto di risparmio collegato al finanziamento, parimenti, nella prima fase si accumulano i risparmi per ottenere l'assegnazione del mutuo e, in aggiunta, si pagano gli interessi corrispettivi per la remunerazione delle somme erogate in anticipo, a titolo di prefinanziamento (c.d. mutuo immediato).

Al verificarsi della condizione, ovvero all'esito dell'esatto accumulo delle somme contrattualmente stabilite, si ottiene l'erogazione del mutuo di assegnazione, di talché, nel caso di contratto di risparmio puro, le somme erogate andranno utilizzate per l'acquisto dell'abitazione; diversamente, nell'ipotesi di contratto di risparmio collegato al finanziamento, l'erogazione andrà ad estinguere il finanziamento; in entrambe le ipotesi, la differenza tra quanto erogato e quanto accumulato (con il contratto di risparmio edilizio) sarà restituita con il pagamento dei ratei, formati da quota capitale e interessi, secondo il piano di ammortamento c.d. alla francese, durante lo svolgimento della seconda fase.

Nel caso deciso dalla sentenza in commento, l'attore aveva sostenuto che il contratto, a prescindere dal diverso *nomen iuris* attribuito dalla Banca alle singole fasi ed allo svolgimento dello stesso, ovvero dalle previsioni pattizie, dovesse in realtà qualificarsi come un unico contratto di mutuo edilizio con ammortamento, sin dall'erogazione del finanziamento immediato e, conseguentemente, che il tasso di interesse a cui il prestito era stato concesso *dovesse confrontarsi con la categoria di censimento della soglia usura prevista per i mutui*, oltre a pretendere un TAEG/ISC unitario e non, come indicato dalla Banca, distinto per i singoli contratti.

Il Giudice di Lecco ha, invero, riconosciuto in modo assolutamente inequivocabile che *"nella particolare forma di finanziamento di cui è causa (c.d. "risparmio edilizio"), esiste una prima fase, in cui il cliente si impegna ad effettuare versamenti mensili con l'obiettivo di accumulare il risparmio per l'acquisto della casa. Se poi il cliente (come nel caso di specie)*

---

<sup>4</sup> Quando la resa del risparmio (ammontare del risparmio e periodo di risparmio) si trova in congruo rapporto con la resa del mutuo (importo, durata e tasso del mutuo) il contratto viene assegnato [Resa del Risparmio x Fattore di Valutazione / Resa del Mutuo]. Le assegnazioni hanno cadenza trimestrale entro la fine di ciascun trimestre solare del 30/09 - 31/12 - 31/03 e 30/06 di ogni anno

<sup>5</sup> Fermo restando che in caso di rinuncia al mutuo di assegnazione all'esito dell'accumulo è possibile ottenere gli interessi retroattivi maggiorati, secondo i tempi e le modalità pattizamente stabilite.

*desidera un pre-finanziamento immediato, gli viene concesso in “mutuo immediato senza ammortamento” e quando il mutuo ipotecario (c.d. “mutuo di assegnazione”) viene concesso l'importo accumulato con il risparmio edilizio va ad abbattere il debito residuo.*

*Gli interessi (sia attivi, sulle somme versate) sia passivi (sul successivo mutuo) vengono pattuiti in questa prima fase, nella quale non c'è alcun ammortamento e non quando si passa alla seconda fase, e cioè quando il mutuo c.d. di assegnazione viene eseguito, ovviamente dopo la prestazione di ipoteca, **atto che non vale quindi a trasformare la complessa fattispecie descritta in un (semplice) mutuo alla francese.***

*Ritiene quindi il Tribunale che il c.d. mutuo immediato (prefinanziamento – prima fase del rapporto) ricada correttamente nella categoria dei crediti personali alle famiglie (o alle imprese) e non nei mutui ipotecari, nel quale confluisce solo se, al momento della stipula di quest'ultimo (che è solo eventuale), vi è un importo residuo non coperto dagli accumuli nel frattempo intervenuti”.*

È di tutta evidenza, pertanto, che l'ammortamento è escluso nella prima fase e il risparmio è assolutamente distinto dal finanziamento immediato, ancorché il cliente può ottenerlo solo se titolare di un contratto di risparmio.

Tale collegamento non comporta la trasformazione delle singole e distinte obbligazioni in un unico contratto di mutuo con ammortamento, tanto più che il finanziamento immediato è destinato ad estinguersi con l'assegnazione del mutuo, mentre l'abbattimento del capitale con le somme accumulate viene eseguito sul mutuo di assegnazione e non sul finanziamento immediato.

Vale la pena di evidenziare, infatti, che, tecnicamente, al momento dell'assegnazione del mutuo, ovvero al verificarsi della condizione, le somme accumulate vanno ad abbattere immediatamente il capitale erogato con il mutuo di assegnazione, di talché l'ammortamento quota capitale ed interessi si avrà solo per la somma residua, quella appunto non coperta dagli accumuli, sia nel caso del contratto di risparmio edilizio puro che nel caso del contratto di risparmio edilizio collegato al finanziamento immediato.

Del medesimo avviso è il Giudice Thomas Weissteiner, del Tribunale di Bolzano, che con la sentenza n. 529/2017 pubblicata in data 28/04/2017 ha parimenti sostenuto che *“alla luce del funzionamento del collegamento negoziale, l'iscrizione ipotecaria ... omissis ... non consente di far rientrare questo prefinanziamento senza ammortamento nella categoria dei contratti di “mutuo a tasso fisso”, perché in questa prima fase del rapporto a fronte dell'obbligo del cliente di effettuare versamenti mensili con l'obiettivo di accumulare un risparmio finalizzato all'acquisto della casa, vi è l'obbligo della banca a concedere al termine della fase di accumulo, un vero e proprio mutuo con piano di ammortamento e a tasso fisso. ... omissis ... l'atto di assenso all'iscrizione ipotecaria non è idoneo a trasformare la complessa vicenda contrattuale già in questa prima fase, in un semplice contratto di mutuo (alla francese come pare ritenere l'attrice), con la conclusione che il mutuo cosiddetto immediato (prefinanziamento – prima fase)*

*ricade nella categoria dei crediti personali alle famiglie e non nei mutui ipotecari, nel quale confluisce solo se al momento della stipula del mutuo di assegnazione vi è un importo residuo non coperto dagli accumuli nel frattempo intervenuti.” (conforme sentenza n. 508/2016 del 20/09/2016, Trib. Campobasso GI Dr.ssa Previati).*

Dall'inquadramento dell'Istituto come descritto dalla giurisprudenza di merito in commento, discendono alcuni corollari.

Il primo attiene all'applicabilità del diritto tedesco, limitatamente alla disciplina sulla vigilanza delle assegnazioni<sup>6</sup> e non già sulla qualifica e/o regolamentazione del negozio, che come si è visto è esattamente configurabile, con quanto previsto e disciplinato dal codice civile italiano, distintamente per il deposito (finalizzato al risparmio), per il finanziamento senza ammortamento (prefinanziamento remunerato con ratei formati da soli interessi, garantito da ipoteca, con restituzione del capitale in un'unica soluzione) e per il mutuo con ammortamento (rimborso del prestito con ratei formati da quota interessi e capitale, garantito da ipoteca).

Il secondo corollario è che essendo il contratto di risparmio, distinto dal mutuo immediato (prefinanziamento) e dal mutuo di assegnazione, le spese previste per il “diritto di stipula”, non essendo collegate all'erogazione del credito, sia del finanziamento che del mutuo immediato, non potranno mai andare a sommarsi alle voci di costo che compongono il TAEG dei differenti contratti, rappresentando, invero, il prezzo del diritto di opzione esercitato dal cliente verso la banca, obbligata a darvi seguito, al verificarsi delle condizioni.

Il terzo corollario attiene alla esatta verifica, ai fini del confronto del rispetto del tasso soglia, della categoria di riferimento, distintamente per il finanziamento immediato senza ammortamento e per il mutuo di assegnazione.

Al primo, infatti, non potrà che essere applicata la categoria di riferimento dei “*crediti personali e altri finanziamenti alle famiglie effettuati dalle banche*”<sup>7</sup> mentre al secondo, quella dei “*mutui a tasso fisso*”<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Cfr. § 3 Vigilanza, Legge sulle casse di risparmio edilizio del 16 novembre 1972 (gazzetta Ufficiale Federale I pag. 2097) nella versione della pubblicazione del 15 febbraio 1991 (gazzetta Ufficiale Federale I pag. 454) ultima modifica con legge sulle azioni senza valore nominale del 25 marzo 1998 (gazzetta Ufficiale I pag. 590).

<sup>7</sup> Cfr. circolare Banca d'Italia e successivi aggiornamenti (30/09/1996 - 26/07/2016) contenente le istruzioni per la rilevazione dei tassi globali effettivi medi ai sensi della legge sull'usura nonché la circolare n. 139 centrale dei rischi istruzioni per gli intermediari creditizi del 11/02/1991 e successive modificazioni (16° aggiornamento giugno 2017)

<sup>8</sup> Cfr. circolare del 30/09/1996 denominata *istruzioni per la rilevazione del tasso effettivo globale medio ai sensi della legge sull'usura* e successivi aggiornamenti.

Nei Decreti Ministeriali emanati trimestralmente e recanti le rilevazioni dei tassi medi e dei tassi soglia, la voce denominata “*crediti personali ed altri finanziamenti alle famiglie effettuati dalle Banche*” raggruppa la categoria 3 “*credito personale*” e la categoria 8 “*altri finanziamenti a medio/ lungo termine*”



---

della citata circolare. Diversamente, la categoria 7 "mutui" raggruppa "i finanziamenti oltre il breve termine che [...] (c) prevedano il rimborso tramite il pagamento di rate comprensive di capitale ed interessi.

Più esattamente, i requisiti che il finanziamento deve possedere per essere inquadrato nella categoria dei "mutui" ai sensi della circolare in esame, sono tre:

- 1) essere assistito, anche parzialmente, da garanzia reale
- 2) non avere la forma tecnica del conto corrente o del prestito personale
- 3) prevedere il rimborso tramite il pagamento di rate comprensive di capitale e interessi

Deve precisarsi, infatti, che non è la presenza della garanzia reale a qualificare come "mutuo" un finanziamento. È vero, invece, che ogni finanziamento effettuato dalle banche, a qualsiasi titolo, si definisce "mutuo" secondo quanto disciplinato dall'art. 1813 c.c. che offre la seguente definizione:

*"Il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità".*

Dispone, inoltre, il codice civile che il mutuo si presume oneroso, all'art. 1815 *"salvo diversa volontà delle parti, il mutuatario deve corrispondere gli interessi al mutuante (...)"*; infine, secondo quanto disposto all'art. 1819 c.c., risulta evidente che ai fini della definizione del contratto quale mutuo è altresì irrilevante la modalità di rimborso della somma data a prestito: *"SE è stata convenuta la restituzione rateale delle cose mutate e il mutuatario non adempie l'obbligo del pagamento anche d una sola rata, il mutuante può chiedere, secondo le circostanze, l'immediata restituzione dell'intero"*; se ne deduce, pertanto, che si definiscono mutui, sia i prestiti con rimborso rateale, che quelli con estinzione in un'unica soluzione, come il mutuo immediato per cui si discute.

Neppure lo scopo di destinazione del prestito all'acquisto dell'abitazione, può essere requisito idonei a distinguere quello che nel linguaggio comune viene definito *mutuo*, ossia il prestito rateale per l'acquisto della abitazione, dagli altri tipi di finanziamento: infatti, il testo unico bancario, all'art. 38, nel dare la nozione di credito fondiario, si limita a disporre che *"Il credito fondiario ha per oggetto la concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado su immobili"*.

• **alma**<sup>®</sup>  
**IURA**  
A VIA PER VIA

Alma Iura srl – Centro per la formazione e gli studi giuridici bancari e finanziari  
Vicolo San Bernardino, 5A - Verona – Tel. 045/80.33.707 e 045/80.07.014 – Fax  
045/80.26.328  
redazione@almaiura.it – [www.almaiura.it](http://www.almaiura.it)