

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE/GIUGNO

2016

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

## I derivati “impliciti”: virtù e vizi della scomposizione

**Sommario\***: 1. I termini del dibattito e il perimetro di indagine; 2. Lo IAS 39 e la sua limitata funzione di rappresentazione contabile; 3. Limiti alla scindibilità giuridica delle componenti di un negozio; 4. Le disposizioni di vigilanza in tema di trasparenza dei prodotti complessi e la finalità di regolamentazione del fenomeno opposto alla scomposizione; 5. I requisiti strutturali imprescindibili dello strumento derivativo: differenzialità e astrazione pura – Distinguo fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria e fra derivato autonomo e componente derivativa; 6. Casistiche di potenziale incorporazione derivativa: a) l’indicizzazione; 7. [Segue]: b) mutuo con clausola floor; 8. [Segue]: c) finanziamento con clausola “rischio cambio”; 9. L’astrazione pura quale criterio guida e il rinvenimento di un obbligo di MTM quale elemento discretivo; 10. La componente derivativa non scindibile e l’impatto sulla trasparenza del prodotto creditizio; 11. Presunte componenti derivate in contratti non creditizi; 12. Contributi conclusivi al dibattito.

### 1. I termini del dibattito e il perimetro di indagine

Il crescente dibattito sui cosiddetti derivati “impliciti” rievoca, idealmente, il vezzo logico del Don Ferrante manzoniano. Ricorderemo come l’erudito astrologo ciecamente devoto ad Aristotele, non vedendo nel mondo che “sostanze” e “accidenti”, concluse che la peste non apparteneva né all’una né all’altra categoria ontologica e dunque non poteva esistere alcuna possibilità di contagio.

In effetti, il confronto concettuale fra i sostenitori e i negatori della riconoscibilità di un derivato implicito all’interno di un contratto (per lo più – ma non solo – un contratto creditizio) pare materializzarsi in due correnti di pensiero a modo loro estremizzanti: chi neghi la rintracciabilità del derivato implicito nell’altrui negozio ritiene che l’apparente strumento derivativo in realtà non sia che un *adiectum* ancillare alla ben diversa funzionalità del contratto che lo ospiti; viceversa, chi la affermi tende a riconoscere un’autonomia specifica allo strumento che si innesterebbe come un elemento a sé stante, portatore di un effetto finanziario altrettanto isolabile e incoerente con la funzione naturale del contratto ospitante. Nell’un caso insomma

---

\* Per gentile concessione dell’editore – il lavoro è destinato alla pubblicazione su *Giurimetrica*, numero di settembre 2016.

*l'adiectum* diviene un “accidente”, nell'altro “sostanza”. Giuridicamente ciò significa che il derivato assumerebbe o meno, a seconda dei casi, un'autonomia causale in seno al negozio di base: tanto pronunciata da permettere l'enucleazione di un (diverso) negozio ch'essa esprimerebbe.

La posizione “sostanzialistica” è normalmente sposata dai tecnici. Per i professionisti della meccanica finanziaria, abituati per mestiere a smontare e a rimontare lo strumento (far l'*unbundling*, come oggi piace dire), è comprensibilmente difficile resistere alla tentazione di decomporre un'unità negoziale e di rinvenirvi disparati ingredienti meccanicamente isolabili. Per i giuristi invece la scelta fra sostanza e accidente appare spesso ondivaga e, in taluni casi, non scevra da aporie.

Per evitare di rendersi preda dei preconcetti, si dovrebbe cercare di capire non solo se la sostanza e l'accidente siano effettivamente riscontrabili o no nelle fattispecie di “inclusione derivativa”, ma anche affrontare il problema in termini correttamente ricondotti al loro naturale alveo di giudizio. L'una posizione quanto l'altra possono, infatti, contenere fondamenti di vero, ma la prospettiva che a noi interessa, ossia il rimbalzo giuridico del ragionamento tecnico, impone di accedere ad un'analisi più serenamente, ancorché più faticosamente, ancorata alla peculiare conformazione e funzionalità negoziale delle singole fattispecie nonché agli elementi strutturali che connotano, tecnicamente e giuridicamente, la tipologia derivativa <sup>(1)</sup>.

Tentiamo quindi di tracciare un perimetro d'indagine.

Un derivato può – *in astratto* – risultare (o apparire) “implicito” o “incorporato” all'interno (a) di altro strumento derivato, (b) di altro strumento finanziario non derivato, (c) di un contratto di natura bancaria o creditizia o, infine, (d) di un contratto di tutt'altra natura (locazione non finanziaria, per citare l'esempio più intuitivo e ricorrente).

Implicito e incorporato non sono perfetti sinonimi. Implicito è un

---

<sup>1</sup> Apprezzabilissimo in tal senso l'attento e sensato richiamo operato da un brillante autore tecnico (GALLONE, *Il tasso minimo e i “derivati incorporati”, o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l'opzione plain vanilla*, in *Giurimetria*, 1/2016, 11): “un tecnico di finanza derivata, non aiutato dal giurista e dall'esperto IAS, rischia di ragionare a vuoto”. L'avvertimento vale naturalmente anche in senso inverso.

aggettivo ambiguo, sovraccitante per l'interprete: sta a indicare che il derivato è nascosto fra le pieghe del negozio e fra le righe del contratto, c'è ma non si vede, come in un gioco di prestigio. Il derivato implicito sarebbe, quindi, un clandestino travisato che lo scopritore stana, con scaltra maestria, negli anfratti contrattuali in cui l'abile redattore (ma non così abile come chi riesca a sbugiardarlo) lo abbia callidamente occultato. Al contrario, l'incorporazione è un metodo decisamente più trasparente e "politicamente corretto": essa "si manifesta", più o meno scientemente. Se un titolo dichiara di incorporare (o non fa nulla per nascondere la presenza in sé di) un derivato, esso vuole addizionarsi scopertamente al negozio di base (altra cosa è se tale velleità additiva possa ritenersi soddisfatta)<sup>(2)</sup>. Il distinguo non va, a sua volta, esasperato bensì impiegato, essenzialmente, come una prima linea di orientamento bisognosa di ulteriore verifica. Può approssimativamente sostenersi che il derivato incorporato sia normalmente più immediatamente visibile, dunque più "scindibile" dal contesto di riferimento ancorché l'operazione di "scissione tecnica" non sempre sia tale da potersi tradurre in una "escissione giuridica" del componente. Tornando al punto, la presenza di un derivato all'interno di altro strumento derivato (caso (a) di cui sopra) fuoriesce dai confini della nostra indagine. Da tempo è nota, e diffusamente praticata, la fattispecie del c.d. derivato complesso, ossia del derivato frutto di combinazione fra due componenti basilari, come nel caso della *swaption* o della *future option*, dove si assiste ad un connubio fra componenti che la volontà delle parti fonde, plasmando un nuovo e a sua volta autonomo (oltre che unitario ed inscindibile) titolo negoziale. Analogamente, nessun rilievo può assumere la presenza implicita o l'incorporazione di un derivato in altro strumento finanziario non derivativo (caso (b) come accade, ad esempio, nel *reverse convertible*). Anche in questo caso assistiamo ad una fusione, in un unico ed unitario negozio di elementi finanziari derivativi e non funzionalmente correlati. L'esclusione dall'indagine di tali combinazioni si spiega anche alla luce della loro sostanziale inutilità. Affermare che in una *swaption* coesistano uno swap e un'opzione può

---

<sup>2</sup> Privo di un autentico retroterra sistematico, il linguaggio finanziario anglosassone ricorre all'aggettivo *embedded*, che poi vuol dire "conficcato", "incastonato": locuzione più ruvida che potrebbe equivalere ad entrambe le nostre più sottili formule.

incidere sul livello della qualità informativa, trattandosi indubbiamente di uno strumento combinato più complesso di un derivato elementare, ma non anche sulla sua sottoposizione alla disciplina dettata dal t.u.f. cui indifferentemente soggiacciono tanto lo strumento finanziario semplice quanto quello includente una componente derivativa. Nondimeno, il processo logico che conduce a questa sostanziale indifferenza nella ricerca non è, come si noterà, del tutto privo di significato. Ricadono invece nel discorrere le casistiche sub (c) e (d). In particolare, nel contratto con funzione creditizia (caso (c)), riconoscere la presenza di una componente derivativa e, riuscendovi attraverso un convincente procedimento di ermeneutica tecnica e giuridica, attribuire alla stessa un'autonomia sostanziale può comportare l'assoggettamento di quella componente vuoi alla disciplina del prodotto bancario vuoi a quella degli investimenti. Non diversamente le cose stanno nel caso di un prodotto del tutto alieno alle aree del diritto bancario e finanziario: anzi, in questo caso, l'indagine è ancor più essenziale onde comprendere se, e in quale misura, la componente derivativa eventualmente "affrancata" apra o meno uno spettro di inquietanti problemi a motivo del fatto che il contratto ospitante non è affatto soggetto ad alcuna delle sopraindicate discipline vincolistiche.

## *2. Lo IAS 39 e la sua limitata funzione di rappresentazione contabile*

La scomponibilità sul piano tecnico, nel contratto bancario, dell'elemento derivativo da quello creditizio viene normalmente ricondotta all'esigenza di rappresentazione contabile e di bilancio. Più semplicemente alle indicazioni del Principio contabile IAS 39. Tale disposizione non è tuttavia tale da consentire un'automatica ricaduta giuridica sulla struttura negoziale del contratto ospitante. Lo IAS 39 mira, infatti, a garantire una corretta rappresentazione del rischio sostanziale insito in un dato strumento o in una combinazione di strumenti: siffatta visione sostanzialistica è coerente alle finalità proprie del principio contabile, il quale non si pone minimamente il problema della natura giuridica del negozio, rilevando ai fini del suo impiego il puro risultato finanziario, quale che sia la via con cui le

parti lo conseguano <sup>(3)</sup>. Malgrado tale diversa prospettiva in cui lo IAS39 va a collocarsi, lo stesso fornisce però alcune indicazioni preziose ai nostri fini. Due in particolare. In primo luogo, il derivato incorporato, per come definito dal § 10 del Principio, “*determina alcuni o tutti i flussi finanziari che altrimenti il contratto [ospitante: n.d.r.] avrebbe richiesto di modificare con riferimento a un prestabilito tasso di interesse, a un prezzo di uno strumento finanziario, a un prezzo di una merce, a un tasso di cambio di una valuta estera, a un indice di prezzi o di tassi, al merito di credito (rating) o indice di credito o ad altra variabile*”. Il Principio ammette che il derivato incorporato opera una funzione di modificazione degli elementi del negozio di base: ciò equivale a riconoscere, sia pur implicitamente, che il derivato, dal punto di vista giuridico, non si pone affatto in un rapporto di autonomia con detto negozio, non è di per sé legalmente isolabile. In secondo luogo – e quale corollario rispetto alla prima affermazione – il successivo § 11 del Principio dispone, ai soli fini dell’autonoma contabilizzazione, la separazione del derivato dal negozio ospitante al ricorrere di tre condizioni, ossia: (a) l’assenza di una stretta correlazione fra le caratteristiche economiche e i rischi del derivato e quelli del contratto primario; (b) la riconoscibilità di una autosufficienza derivativa in caso di separazione genetica (“*uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato soddisferebbe la definizione di derivato*”); (c) l’assenza di una valutazione al *fair value* del negozio “complesso” (“combinato”, dice il Principio). Il concetto di stretta correlazione <sup>(4)</sup> trova, poi, una sua ampia descrizione esemplificativa nei §§ AG30 e AG33 dell’Appendice al Principio. Fra l’ampia casistica ivi contemplata merita una menzione specifica il caso del contratto *floor* o *cap* su tassi d’interesse implicito in un contratto di debito che viene considerato strettamente connesso al contratto sottostante, se il *cap* è uguale o maggiore del tasso d’interesse di mercato o se il *floor* è uguale o inferiore al tasso d’interesse di mercato quando il contratto è emesso e il *cap* o il *floor* non ha un

---

<sup>3</sup> In tal senso il § 2 del Principio contiene una moltitudine di esenzioni dalla sua applicazione anche ad operazioni che pur rivestirebbero natura prettamente, o comunque spiccatamente, finanziaria.

<sup>4</sup> Ripreso fra l’altro dal nuovo art. 2426, comma 1° lett. 11/bis per come modificato dall’art. 6, D.Lgs. 18.08.2015, n. 139 con decorrenza dal 1 gennaio 2016.

effetto leva (*leverage*) con riferimento al contratto sottostante. Il rilievo non è marginale. Esso conferma che la separabilità a fini contabili rileva solo nel momento in cui il derivato incorporato assuma una dimensione significativa e crei un reale effetto leva sul sottostante <sup>(5)</sup>: in caso contrario, il derivato non viene separato neanche per la sua contabilizzazione. Ciò significa che non esiste, neppure all'interno dello IAS 39 e nel suo limitato orizzonte ragionieristico, alcun processo fisso di separazione alchemica del derivato. Non è cioè né richiesto né permesso isolare il derivato *in quanto* derivato, ma solo in quanto derivato capace di produrre un significativo effetto sul negozio ospitante. Criterio selettivo confermato a sua volta dal § 11.A, dove si consente la valorizzazione globale del prodotto composto al *fair value*, senza dunque scorporazione della componente derivativa, salvo che quest'ultima modifichi significativamente i flussi finanziari del contratto ospitante. Per concludere sul punto, la regola di separazione illustrata nello IAS 39, rilevante a meri fini contabili e strutturata essa stessa in termini molto relativi, non può aver alcuna influenza sulla configurabilità giuridica dell'autonomia della componente derivativa inclusa in un contratto ospite di natura non finanziaria <sup>(6)</sup>. Anche se,

---

<sup>5</sup> Cfr. in senso analogo la lettera (d) del cit. § AG33, a mente della quale “Un derivato su cambi implicito in un contratto sottostante che sia un contratto assicurativo o non uno strumento finanziario (come un contratto per l'acquisto o la vendita di un elemento non finanziario in cui il prezzo sia denominato in una valuta estera) è strettamente connesso al contratto sottostante **se non ha un effetto leva, se non contiene un'opzione e se i pagamenti devono essere effettuati in una delle seguenti valute**: (i) la valuta funzionale di una qualsiasi parte contrattuale rilevante; (ii) la valuta in cui il relativo prezzo del bene o servizio acquisito o consegnato è solitamente denominato, nelle operazioni commerciali a livello mondiale [. ..]; o (iii) una valuta che sia comunemente utilizzata nei contratti di acquisto o vendita di elementi non finanziari nell'ambiente economico in cui l'operazione si verifica [. ..]” (grassetto miei).

<sup>6</sup> Così come nessuna influenza sulla configurazione giuridica del rapporto possono assumere le prescrizioni contenute nel § 1.2 dell'allegato C) alla circolare della banca d'Italia n. 272 del 30 luglio 2008 (aggiornamento 23 dicembre 2011), a mente delle quali i rapporti (attivi e passivi) che prevedono la corresponsione di un tasso d'interesse indicizzato con una soglia minima e/o massima vanno trattati come una combinazione di rapporti a tasso indicizzato e di opzioni del tipo “floor” e/o “cap”. Tale disposizione, riguardando la c.d. matrice dei conti ai fini delle segnalazioni di vigilanza, persegue parimenti una finalità di pura rappresentazione contabile e convenzionale delle diverse tipologie di prodotto da “quadrarsi” con la

come si noterà, può comunque fornire qualche spunto, per lo più “in negativo”, nel processo di analisi.

### *3. Limiti alla scindibilità giuridica delle componenti di un negozio*

Dal punto di vista squisitamente giuridico, la possibilità di scomposizione di un negozio non può essere né affermata né negata in assoluto. Anche in questo caso occorre arrestarsi ad un fermo punto di equilibrio fra la “componentistica” del negozio e la sua risultante finale di “produzione”.

In astratto, non c'è dubbio che qualunque contratto sinallagmatico possa scomporsi nelle unità prestazionali in cui consiste. Molto banalmente, in una vendita assistiamo alla dazione di un bene da parte del venditore e alla dazione di una somma di denaro da parte del compratore. Nulla vieta, in astratto, di ipotizzare la donazione di un bene e la corrispondente donazione di denaro. Nella realtà una simile qualificazione cede il passo all'evidenza logica e dogmatica per cui le due prestazioni non sono animate da spirito liberale ed è proprio il loro reciproco bilanciamento a conferire una causalità specifica al negozio. Questa esemplificazione, indubbiamente molto estrema, è e vuole essere una mera provocazione intellettuale il cui approdo consiste nella seguente regola di prudenza ermeneutica: se è possibile in astratto scindere le componenti di un negozio giuridico, non è possibile tecnicamente e dogmaticamente parcellizzare un negozio e attribuire autonoma dignità giuridica a ciascuno dei suoi componenti quando la sua causa e la sua funzionalità sorgono e si giustificano in ragione (o anche in ragione) del concomitare e del combinarsi di quelle componenti. E, si badi, ciò non vale esclusivamente per i contratti tipici o comunque acquisiti alla sistematica giuridica, bensì per qualunque negozio che, nel fondamentale rispetto del principio di meritevolezza dell'interesse perseguito, si ponga come un unitario insieme causale e prestazionale, pena, in caso opposto, svuotare di significato il principio di “libertà creativa” sancito dall'art. 1322, comma 2° cod. civ.

La non scomponibilità, sul piano giuridico, di elementi negoziali

---

predetta matrice, prescindendo del tutto quindi dalla qualificazione tecnico-legale del negozio.

pur astrattamente, se in sé considerati, enucleabili dal complesso contrattuale trova, del resto, un suo contraltare per così dire “al negativo” nei principi di irrilevanza del *nomen juris* attribuito dalle parti e, ancor più, nell’istituto del negozio indiretto.

Il primo dei suddetti principi esclude che la reale volontà delle parti possa essere sopraffatta dall’attribuzione di una denominazione dettata da intenti elusivi: insomma, l’autentica natura di un negozio non può essere alterata da un semplice desiderio di parte affidato ad una volontà nominalistica. Ai nostri fini, così come i contraenti non possono chiamare diversamente e quindi efficacemente qualificare in tale diversa chiave un dato negozio che rivesta tutt’altra natura riconosciuta dall’ordinamento <sup>(7)</sup>, del pari non può ammettersi che l’interprete sopravanzi la reale volontà pattizia decomponendo il negozio stipulato e attribuendovi causalità e oggetti disparati là dove il negozio stesso palesi invece una struttura causale e oggettuale unitaria.

Il divieto di “sabotaggio ermeneutico” si manifesta ancor più nitidamente, sempre *a contrariis*, nella teoria del negozio indiretto, per effetto della quale la via trasversale, adottata dai contraenti per

---

<sup>7</sup> Emblematico, nella materia che ci occupa, il tentativo di trasformare nominalisticamente in compravendita valutaria (*outright*) quelle che non possono altrimenti definirsi che operazioni di *currency swap*: “nel caso di operazioni di compravendita di valute, mai portate a termine alla data di scadenza, ma sempre chiuse con operazioni speculari di segno opposto, il cui regolamento si concretizzi con l’addebito/accredito dei flussi in valuta appoggiati su una coppia di conti correnti, di cui uno in lire e uno in valuta, che mantengano un saldo perfettamente nullo nel periodo di interesse, sì da avere un ruolo di transito fittizio, e ove sin dall’inizio sia mancato lo scambio della res (valuta), ci si trova di fronte ad una fattispecie sostanzialmente unitaria ed assimilabile al contratto di swap, non tanto nella struttura formale, ma attraverso la finalità perseguita, ove i trasferimenti di capitale sono “poste” puramente formali rispetto all’ordine di compravendita, in cui, in sostanza, il pagamento delle differenze costituisce l’oggetto immediato e unico del contratto stipulato inter partes, sia all’atto della stipulazione del contratto sia alla scadenza” (Trib. Milano 27 marzo 2000, in *Contratti*, 2000, 777. Cfr. anche Trib. Milano, 3 gennaio 1996, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1996, 550; App. Milano 11 gennaio 2002, *ivi*, 2003, 178; App. Milano, 13 giugno 2003, *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2003, 297; Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Riv. dir. internaz. priv. proc.*, 2005, 172; Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, in *Mass. Foro it.*, 2005, 629; Cass. 4 settembre 2009, n. 19226, in *Mass. Foro it.*, 2009, 1123).

raggiungere un dato obiettivo normalmente conseguibile attraverso la lineare stipulazione di un certo contratto, viene sbarrata dall'interprete tenuto a ricondurre quell'insieme di negozi combinati all'unità tipica (o comunque accreditata dal diritto positivo) alla realizzazione del cui effetto quell'insieme è sostanzialmente proteso. Analogamente e in via inversa, nella materia che ci occupa, deve ritenersi precluso all'interprete il sezionamento dell'unità contrattuale ove in essa sia riscontrabile una ricercata e lecita unitarietà.

Ne consegue che l'astratta riconoscibilità, nell'ambito di un unico stipulato, di diverse componenti che, singolarmente apprezzate, potrebbero prestarsi ad un'autonoma qualificazione, non può legittimarne la loro enucleazione dal complesso negoziale se non nel caso in cui possa dimostrarsene l'assoluta estraneità all'oggetto proprio del negozio stesso e dunque dedursi una volontà delle parti, anch'essa animata da una specifica convenienza elusiva, non già di incorporare un dato negozio "minore" all'interno di uno "maggiore" per completare la funzionalità del secondo, bensì solo ed esclusivamente per ricondurre il primo nell'alveo disciplinare del secondo, in tesi meno gravoso e impediante per il negozio "minore".

#### *4. Le disposizioni di vigilanza in tema di trasparenza dei prodotti complessi e la finalità di regolamentazione del fenomeno opposto alla scomposizione*

Le conclusioni poc'anzi tratte trovano una precisa conferma nella disciplina di trasparenza dettata dalla Banca d'Italia in tema di prodotti composti, talora impropriamente invocata a suffragio della tesi della separabilità giuridica del derivato incorporato dal contratto ospitante.

Le disposizioni di trasparenza <sup>(8)</sup> (Sez. I § 1.1 alinea 5, 6 e 7) consentono invece di pervenire alla conclusione esattamente opposta. Tali disposizioni muovono dalla corretta constatazione per cui l'articolo 23, comma 4, t.u.f. esclude l'applicabilità delle medesime ai servizi e alle attività di investimento, al collocamento di prodotti

---

<sup>8</sup> Provvedimento 29 luglio 2009 e successive modifiche - *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti.*

finanziari e alle operazioni e servizi che siano componenti di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina della trasparenza prevista dal medesimo t.u.f., salvo che si tratti di operazioni di credito ai consumatori disciplinate ai sensi del titolo VI, capo II, del t.u.b.

Esclusa dunque l'applicabilità delle norme di trasparenza bancaria ai prodotti di investimento (il provvedimento cita espressamente, a titolo esemplificativo, obbligazioni e altri titoli di debito, certificati di deposito, contratti derivati, pronti contro termine), il discorso si sposta sul controverso tema dei prodotti composti. Il successivo § 3 delle predette disposizioni offre una inequivoca definizione dei prodotti composti, per tali intendendo “*schemi negoziali composti da due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica*”. Siffatta definizione sarebbe di per sé sufficiente a negare ogni rilevanza del provvedimento in parola nella nostra analisi. La Vigilanza chiaramente riconduce alla nozione di composizione *due o più contratti collegati*: è dunque evidente che la fattispecie considerata muove già dal presupposto che si sia in presenza di distinti e autonomi negozi giuridici poi combinati, ma solo sul piano teleologico, in funzione del raggiungimento di un unitario effetto economico-finanziario. Versiamo dunque nel caso esattamente opposto al nostro: non già un singolo negozio comprensivo di diverse componenti bensì singoli negozi funzionalmente – e solo funzionalmente – connessi.

Tale pur dirimente impostazione potrebbe tuttavia non riuscire appagante per chi, volendo non a torto scorgere nelle disposizioni di trasparenza una spiccata vocazione sostanzialistica, ritenesse che le stesse regole dovessero applicarsi anche al negozio unitario astrattamente scindibile in più negozi. Noteremo fra un istante, tuttavia, come tale estensione (raggiungibile peraltro solo attraverso una certa forzatura del dettato testuale e, si vedrà, sostanzialmente priva d'utilità) non sia tale da mutare la conclusione circa l'irrelevanza delle disposizioni in parola rispetto al tema della separabilità del derivato incorporato.

Le citate disposizioni distinguono, infatti, fra (a) prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante *non* sia di *investimento* e (b) prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante sia di *investimento*.

Nel primo caso (a), le norme di trasparenza trovano applicazione all'intero prodotto se questo ha finalità, esclusive o preponderanti,

riconducibili a quelle di servizi o operazioni bancarie o creditizie e la circoscrivono, nelle altre ipotesi (quelle cioè in cui l'intero prodotto non abbia finalità esclusive o preponderanti di tal natura), alle sole componenti bancarie o creditizie. Nel secondo caso (b) trovano invece applicazione le disposizioni del T.U.F. sia al prodotto nel suo complesso sia alle sue singole componenti, a meno che queste non costituiscano un'operazione di credito ai consumatori, alle quali si applica (aggiungiamo, come ovvio: *altresì*) la disciplina di trasparenza bancaria.

Ai nostri fini, il caso (a) (applicazione delle norme di trasparenza all'intero prodotto) calza, in apparenza alla perfezione, alla fattispecie dell'incorporazione del derivato nel contratto creditizio. Ed è proprio in virtù della citata disposizione che l'Arbitro Bancario Finanziario regolarmente dispone l'applicazione degli obblighi di trasparenza bancaria al contratto di *interest rate swap* formalmente separato dal, ma specificamente venduto in abbinamento al, distinto contratto di mutuo col fine di invertirne il segno del tasso applicato (da variabile a fisso o viceversa)<sup>(9)</sup>.

Questa d'altronde è la finalità, specifica e limitata, delle norme di trasparenza, tant'è vero che la Sez. II dello stesso provvedimento citato, al § 3, 14° alinea, impone agli intermediari, nel caso di prodotti composti, la predisposizione di un unico foglio informativo relativo a tutte le componenti del prodotto offerto, mentre per i prodotti composti che includono componenti escluse, il foglio informativo deve rinviare agli eventuali strumenti di trasparenza per esse stabiliti dalle normative di settore, fermo restando, in ogni caso, l'obbligo di riportare tutti i costi che il cliente deve sostenere, a qualsiasi titolo, in relazione al prodotto composto (dunque anche i costi della componente esogena ed esclusa dall'applicazione in via generale delle disposizioni di trasparenza). Tale regola, letta in combinato disposto con il suaccennato principio di esclusività o preponderanza della funzione bancaria o creditizia del prodotto offerto, esprime propriamente il fine che la Vigilanza si propone e che consiste nell'assicurare al cliente finale, che acquisti un prodotto a preminente

---

<sup>9</sup> Principio consolidato in alcune decisioni di ABF, fra cui in particolare le pronunce di Collegio Milano nn. 1647/2014, 2075/2014, 3702/2014, 1928/2012 e 1793/2013.

funzione creditizia, di conoscerne il costo globale, ove questo possa essere indirettamente influenzato da componenti negoziali esterne al contratto di erogazione.

Si conferma con ciò che la disciplina in parola non persegue alcuna finalità di scomposizione giuridica di unità, già formalmente autonome, che vanno a (funzionalmente) costituire il prodotto composto, bensì, tutto all'opposto, essa si preoccupa di ricondurre *ad unum* singoli negozi idonei tuttavia ad interagire o, meglio, di ricondurre al contratto bancario (“maggiore”) il contratto di investimento (“minore”) che vada a condizionare il risultato economico complessivo del primo. La preoccupazione è dunque non già di assoggettare la componente di investimento alla disciplina del t.u.f., bensì di spingerla nell'alveo della disciplina bancaria alla quale essa sarebbe, per sua natura, del tutto sottratta (nel suaccennato ricorrente caso, la Vigilanza non s'interroga sulla coerenza e adeguatezza dello swap nella logica disciplinare del t.u.f. bensì si premura di assicurare che la sua incidenza economica sul preminente contratto bancario sia rappresentata con le stesse regole di chiarezza con cui deve rappresentarsi quest'ultimo). Tanto appare pienamente coerente con le – ripetesi – limitate funzioni della disciplina di trasparenza, la quale non intende né può assumere posizione sulla interazione giuridica dei due contratti bensì intende e vuole assicurare una massima trasparenza al prodotto (*prodotto*, non negozio) complessivo offerto alla clientela: e vuole assicurarlo con le *sue* regole, con le regole cioè di trasparenza del prodotto bancario “maggiore”.

Va da sé che l'applicazione dello stesso principio al caso opposto, ossia al negozio di investimento inserito formalmente nel contratto bancario, non condurrebbe a risultati diversi. Per la verità, un simile procedimento d'applicazione estensiva si rivelerebbe, ai fini della trasparenza del prodotto, del tutto inutile. Ove, nel ricorrente caso, lo swap fosse incorporato nel contratto bancario, la sua enucleazione si renderebbe superflua giacché le caratteristiche della componente derivativa sarebbero di per sé, proprio per il fatto di risiedere nel contratto maggiore e di non formalmente distinguersi da esso, assoggettate agli obblighi di trasparenza bancaria (leggasi alla limpida rappresentazione nel foglio informativo). E' per questa ragione, del resto, che il prodotto composto viene identificato nel collegamento fra

negozi distinti, poiché solo in caso di autonomia formale si pone il problema di sottomettere la componente finanziaria alla disciplina di trasparenza: problema invece che non si pone nel momento in cui tale componente sia già inserita nel contratto bancario, dunque transitivamente soggetta alla disciplina di trasparenza (ferma e impregiudicata, s'intende, la sua assoggettabilità *anche* alla disciplina del t.u.f. nel caso in cui la scindibilità si renda possibile: v. *infra* § 9).

Ne consegue che le disposizioni di Banca d'Italia in tema di prodotti composti si appalesano non dirimenti ai fini della nostra indagine, vuoi perché volte a disciplinare il fenomeno opposto alla scomposizione vuoi perché in ogni caso funzionali all'assoggettamento della componente non bancaria alla disciplina di trasparenza del "prodotto finito" esclusivamente o preminentemente bancario.

Esse tuttavia non appaiono completamente inservibili. In particolare, il criterio della preponderanza può riuscire utile come richiamo alla prevalenza della causa, nella specie della *causa credendi*, che rappresenta, sia pur sotto altro e più vasto angolo visuale, un necessario passaggio logico nel processo di (eventuale) scorporazione del derivato dal contratto ospitante (v. *infra* nel prosieguo, spec. § 7).

*5. I requisiti strutturali imprescindibili dello strumento derivativo: differenzialità e astrazione pura – Distinguo fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria e fra derivato autonomo e componente derivativa*

La praticabilità in astratto di una siffatta scorporazione presuppone che la sospetta fattispecie derivativa rivesta i requisiti dell'autonomia, sia cioè di per sé, se estratta dal contesto ospitante, idonea a configurare un negozio derivato <sup>(10)</sup>. Questo del resto è il corretto percorso logico da imboccare e seguire per dipanare ogni dubbio: prima di chiedersi se ciò che sembra un derivato sia o meno isolabile dal diverso contesto in cui risiede, occorre domandarsi che cosa sia un

---

<sup>10</sup> In tal senso, lo stesso IAS 39, ancorché nella sopradetta limitata funzione di rappresentazione contabile, esige pur sempre la rintracciabilità nello strumento ospitato di un'autosufficienza derivativa (*supra* § 2).

derivato e quindi, sulla scorta di quella prima risposta, cercare di rinvenirne la presenza o meno nel contratto ospitante. Allo scopo, due sono indiscutibilmente i tratti capaci di connotare un impianto negoziale alla stregua di strumento derivato: la differenzialità e l'astrazione pura.

Il primo requisito – che, dopo una lenta, faticosa ma alla fine riuscita riflessione, la giurisprudenza ha ormai pienamente recepito in accoglimento delle segnalazioni dottrinali degli indici normativi e fattuali che inequivocabilmente depongono in tale direzione – costituisce l'essenza stessa del negozio derivato, la cui oggettiva finalità, il cui oggetto specifico è dato dalla compravendita del differenziale di valore che si forma, nel tempo, su una data grandezza economica, sia essa reale (merce, prezioso, strumento finanziario) o astratta (tasso, cambio, indice). E' derivato non già ciò che mira all'acquisizione del fondamentale, il quale non costituisce che una base di computo, bensì ciò che mira ad acquisire il differenziale registrato sulle variazioni di valore di quel fondamentale <sup>(11)</sup>.

La *differenzialità derivativa* non va tuttavia confusa con la *differenzialità finanziaria*.

Può in astratto riconoscersi un obiettivo differenziale in qualunque operazione di natura finanziaria e no, purché concentrata sull'acquisizione di un *qualcosa*, di una qualunque *cosa*, suscettibile di essere ulteriormente negoziata e dunque di acquisire o perdere valore nel tempo. Quando, nel linguaggio corrente, si invoca l'opera d'arte o il bene immobile come investimento-rifugio, non s'intende altrimenti alludere che alla possibilità di una rivalutazione nel tempo di quel bene, all'eventualità sperata che quel bene, ritrasferito a terzi da colui che lo abbia inizialmente acquisito, procuri a quest'ultimo una differenza positiva fra quanto pagato all'acquisto e quanto incassato alla futura rivendita. Non diversamente il cassetista, che acquisti un'azione per rivenderla in un futuro e propizio momento di mercato, persegue un fine di guadagno di capitale, cioè di scarto positivo fra il pagato oggi e l'incassato domani. Ma non è chi non veda come, in questi banalissimi esempi, la differenzialità assuma un

---

<sup>11</sup> Per non riuscir tedioso nel reiterare un concetto ormai chiaro e consolidato, sia qui permesso rinviare ai miei precedenti scritti in materia e al confermativo orientamento giurisprudenziale, entrambi certamente noti al Lettore.

ruolo fors'anche economicamente importante ma giuridicamente secondario all'oggettualità del negozio acquisitivo che si fonda, essenzialmente, sull'acquisto, sul possesso e sul godimento del bene e, solo accessoriamente, sulla realizzazione di un differenziale se e quando dovesse intervenire un ulteriore atto di alienazione: il che implica, naturalmente, la necessità di sostenere un esborso perfettamente eguale all'intero valore del "comprato".

Tutt'al contrario, nel derivato la differenzialità diviene essa stessa, ed *essa sola*, ad un tempo funzione economica e oggetto del negozio, è alla ricerca di essa, e *solo di essa*, che il contratto è diretto: il che implica, altrettanto naturalmente, che l'acquirente del derivato non si renda acquirente del fondamentale, e quindi non debba sopportare l'esborso pari all'intero valore dello stesso, bensì strutturi un'operazione che gli consentirà semplicemente e *unicamente* di acquisire lo scarto di valore positivo (o di versare lo scarto negativo) che il fondamentale acquisirà nel tempo. V'è una nitida, macroscopica e perciò innegabile discrepanza fra la posizione economica di Tomonori Tsurumaki, che nel novembre del 1989 acquistò, in un'asta battuta da Binoche et Godeau, *Les Noces de Pierette* di Picasso al prezzo di 51,3 milioni di dollari e quella dello speculatore artistico che, in parallelo, avesse stipulato con un terzo un derivato sul valore di quel dipinto, versando o ricevendo le differenze positive date dal fluttuare delle sue quotazioni: se il derivato scadesse oggi e oggi quell'opera valesse 55 milioni di dollari, lo speculatore derivativo ne incasserebbe 3,7, lo stesso importo che riceverebbe, vendendo a quel prezzo l'opera, il facoltoso aggiudicatario giapponese, con la differenza che quest'ultimo, per realizzare questo risultato, ha dovuto versare 51,3 milioni ventisette anni fa, mentre l'ipotetico speculatore non avrebbe versato alcunché al momento della stipulazione del derivato.

Quanto precede induce a concludere che, ai fini della scorporabilità di un eventuale derivato da un contratto ospite, la componente derivativa deve presentare tale indefettibile requisito: essere *unicamente* strutturata in modo da consentire la percezione del *solo* differenziale di valore rispetto al sottostante. La possibilità che il congegno incluso in un contratto bancario generi delle differenze di valore non è, *di per sé*, bastante ad attribuire a quel congegno l'autosufficienza dello strumento derivato, a riconoscere in quella

differenzialità finanziaria una differenzialità derivativa. Occorrerà invece dimostrare che quel congegno, estrapolato *tel quel* dal contratto ospitante, produrrebbe esattamente lo stesso effetto, lo stesso risultato economico anche a prescindere dalla sua residenza nel negozio primario: e – anticipo – lo produrrebbe anche e soprattutto nel caso di cessazione precoce di quest'ultimo.

Nella stessa prospettiva si colloca la valutazione del secondo requisito tipico dello strumento derivativo: l'astrazione pura. Il derivato, per "definizione naturale", insiste su un fondamentale da cui è economicamente influenzato senza però influenzarlo e senza esserne giuridicamente influenzato. Quando il fondamentale si "materializzi" all'interno di un negozio, l'astrazione pura del derivato si manifesta in maniera lampante. Si consideri un esempio classico e del tutto contiguo al nostro tema: il contratto di finanziamento a tasso variabile su cui si "sovrapponga" un *interest rate swap* basato sul tasso fisso e dunque mirante a realizzare il differenziale fra i due tassi. Le fluttuazioni del tasso variabile determineranno una dilatazione o una contrazione del differenziale per effetto della loro sommatoria algebrica al tasso fisso, ma esse non potranno mai incidere sulla validità dell'IRS: qui tralasciando ogni valutazione circa le ricadute in termini di responsabilità dell'intermediario per eventuali carenze informative e restringendo il campo d'analisi alla mera oggettualità dell'operazione, quand'anche il differenziale registrasse un andamento macroscopicamente negativo per il cliente, tanto non basterebbe ad intaccare la tenuta civilistica dello swap <sup>(12)</sup>. Il fatto che il tasso variabile non sia assunto a mera grandezza di computo, bensì risieda nel parallelo e diverso contratto di finanziamento, più semplicemente il fatto – civilisticamente irrilevante – che si sia in presenza di un derivato di protezione anziché di uno strumento speculativo, non muta le conclusioni, anzi le rafforza: la circostanza che il contratto di finanziamento cessi per qualsivoglia ragione (risoluzione per inadempimento, estinzione per rimborso anticipato, accertata nullità del finanziamento per ragioni genetiche, annullamento per

---

<sup>12</sup> Con la sola limitata eccezione – ma qui si invade il terreno della patologia del fenomeno – di una strutturazione dello strumento che garantisca *ab origine* ad una delle parti siffatta sproporzione, nel qual caso il negozio cesserebbe di appartenere alla categoria derivativa per carenza di alea, ossia di un requisito indefettibile del suo oggetto.

sopravvenuto accertamento di vizi del consenso) non influirà minimamente sulla perdurante validità dell'IRS, il quale modificherà a quel punto la sua funzione tramutandola da protettiva in speculativa ma non per questo la sua causa commutativa (lo “scambio in sé”) e dunque la sua tenuta civilistica saranno poste a rischio <sup>(13)</sup>: in breve lo swap manterrà intatta la sua autonomia e la sua efficacia rispetto alle sorti, anche rovinose, del contratto ospitante.

Tornando al tema che ci occupa, un derivato presuntivamente incorporato o implicito non potrebbe giammai scorporarsi o esplicitarsi nel momento in cui il contratto ospitante lo legasse alla sua sorte, se cioè il venir meno di quest'ultimo comportasse l'automatico venir meno del derivato senza conseguenza alcuna. Se ciò accadesse, perché una clausola del contratto ospitante lo abbia previsto, non saremmo più in presenza di un derivato autonomo e dunque, in tesi, scindibile dal negozio primario, bensì di una componente derivativa talmente implicita da essergli inestricabilmente immanente e per ciò solo indissolubile.

Quest'ultimo rilievo sottintende un ulteriore, essenziale corollario: la *non equiparabilità* fra *derivato* e *componente derivativa*. Riconoscere la presenza di una struttura di taglio derivativo o analogo all'interno di un contratto non è risultato sufficiente ad inferire l'autonomia di quella struttura rispetto all'impianto contrattuale di base. Neanche lo IAS 39 – pur nella sua circoscritta vocazione alla rappresentazione contabile di un effetto finanziario, fenomeno diverso dalla qualificazione giuridica di un negozio – s'appaga di una mera coincidenza di funzioni, insistendo invece sulla già rammentata autonoma capacità di emancipazione del derivato incorporato o implicito.

Alcuni esempi, “provocatori” nel positivo senso del termine, contribuiscono a chiarire questo cruciale passo del ragionamento.

Un leasing finanziario incorpora notoriamente una facoltà di riscatto, che i contratti chiaramente qualificano come opzione (ecco un tipico caso in cui l'apparente “derivato incorporato” si dichiara), vale a dire la facoltà del conduttore di acquisire la proprietà del bene locato

---

<sup>13</sup> Sempre qui tralasciando il *diverso* obbligo dell'intermediario promanante dalla disciplina settoriale e non già dalle regole di governo civilistico del negozio, di aggiornare, in un simile frangente, l'informativa al cliente circa la mutata funzionalità dello strumento.

versando un determinato corrispettivo. Nella struttura del negozio potrebbe quindi, almeno in astratto, riconoscersi una componente derivativa? Forse, perché lo scarto fra il prezzo di riscatto e il valore reale residuo del bene potrebbe esprimere una differenza apprezzabile che giustificerebbe l'azzardo del conduttore in fase di stipula. Tuttavia, questa affrettata conclusione risulta smentita da almeno tre irrefutabili evidenze: a) lo scarto di valore è per lo più solo apparente: nei leasing mobiliari di beni strumentali (salvo casi eccezionali) e di largo consumo, in realtà il costo iniziale del bene è pressoché interamente assorbito (e necessariamente sopravanzato per naturali esigenze remunerative del *lessor*) dal valore dei canoni periodicamente corrisposti dal *lessee*; nei leasing immobiliari, invece, dove il valore del bene tende ad apprezzarsi anziché a svalutarsi nel tempo, o nei leasing di beni che conservano un rilevante valore anche dopo un non trascurabile utilizzo, il prezzo di opzione è significativamente più elevato ed anche in questo caso una corretta costruzione dello strumento comporta un totale e *gagnant* assorbimento del costo iniziale di acquisizione attraverso il pagamento dei canoni: è dunque realisticamente impossibile intravedere nel leasing una genetica vocazione alla creazione di un differenziale incerto per entrambi i contraenti in caso di esercizio dell'opzione di riscatto; b) il mancato esercizio dell'opzione comporta il ritorno del bene nella disponibilità del concedente ovvero il suo permanere in quella dell'utilizzatore previo rinnovo della componente locativa, senza alcuna altra conseguenza riconducibile alla presenza del supposto "derivato opzionario"; c) ma, ciò che più conta, l'opzione di riscatto soddisfa propriamente un interesse acquisitivo del bene e non già del differenziale di valore che su quel bene si forma<sup>(14)</sup> e prova ne

---

<sup>14</sup> Se si esclude il caso, frutto di mera accidentalità e comunque estraneo all'originario programma negoziale delle parti, in cui il bene abbia acquisito un valore superiore alla sommatoria totale dei canoni e del prezzo di opzione (già comprensivi della quota di remunerazione del concedente), sicché potrebbe riuscire conveniente all'utilizzatore acquisire comunque la proprietà del bene per procedere ad una successiva immediata rivendita del medesimo sul mercato a pronti. Ma si tratterebbe in tutta evidenza di un fortunoso accadimento che nulla avrebbe a che spartire con la logica di un derivato, primo fra tutti il fatto che comunque il complessivo esborso dell'utilizzatore (canoni più prezzo di riscatto) si pone in antitesi con la struttura elementare del derivato basato sulla mera acquisizione del

sia, se mai occorresse, il fatto che il mancato esercizio non implica il versamento di alcun costo di sostituzione da parte dell'utilizzatore.

Un mutuo che nasca a tasso variabile ma che accordi, a finestre temporali predefinite, il passaggio ad un tasso fisso per periodi parimenti predefiniti, potrebbe forse incorporare un'opzione *cap* o *floor* sui tassi o, vedendo altrimenti la fattispecie, un IRS. Si ipotizzi che al cliente, indebitato per 1 milione di euro al tasso Euribor 3M maggiorato di uno spread di 3 punti, venga accordata la facoltà di accedere, dopo cinque anni e per il successivo quinquennio, ad un tasso fisso del 6%. Si supponga, in uno scenario oggi giorno irrealistico ma in tesi non impossibile, che verso la fine del quinto anno l'Eur3M sia al 4%, il che equivale ad un tasso del (Eur3M = 4 + spread contrattuale = 3) 7% e che il cliente eserciti il diritto di conversione del tasso passando al fisso del 6% per il lustro successivo. In quel quinquennio l'Euribor a 3 mesi continuerà ad ondeggiare sicché, a rigor di logica derivativa, se esso scendesse al 2%, il cliente avrebbe realizzato un differenziale negativo di [tasso originario (Eur3M = 2) + (spread contrattuale = 3) – (tasso fisso) = 6] – 1%, per cui in luogo dei 50.000 euro che avrebbe pagato non esercitando l'opzione, il cliente si trova ora dover pagare 60.000 euro (il tasso fisso) cioè 10.000 euro in più. E' questo un differenziale derivativo? Sì, se considerassimo tale evento come una conseguenza diretta dell'esercizio dell'opzione di conversione. In realtà si tratta semplicemente di una conseguenza indiretta, correlata al fatto che esercitando l'opzione il cliente ha deciso di sottoporre il suo impegno restitutorio ad un regime remunerativo diverso, divenuto ora più dispendioso. Nei fatti però il cliente non ha esercitato una opzione derivativa in senso stretto e prova ne sia, se mai occorresse, il fatto che, ove nel frattempo l'Eur3M salisse al 5% determinando così un tasso finale, in base al contratto originario, del [(Eur3M = 5) + (spread contrattuale = 3) – (tasso fisso) = 6] + 2%, il cliente non verserebbe 20.000 euro (2% di 1 milione) alla banca ma, soprattutto, se il cliente estinguesse anticipatamente il debito, la banca non avrebbe alcun titolo per domandargli 20.000 euro l'anno per ciascun anno che lo separerebbe dallo spirare naturale del mutuo, ove la curva *forward*

---

differenziale. In altra forma, l'esempio del Picasso di cui al testo si ripropone con tutta la sua forza persuasiva.

indicasse un Eur3M costante al 5% da lì alla fine del finanziamento. Anche in questo caso non assistiamo al configurarsi di una fattispecie tecnicamente definibile come autonomo strumento derivato.

Conduciamo ai suoi estremi la fattispecie appena descritta: supponiamo quindi, per un istante, che sia possibile, in seno ad un contratto di altra natura, riscontrare un derivato ogniqualvolta la scelta di un dato parametro, tasso o prezzo da corrispondersi nel tempo si riveli poi, per essere quel parametro, tasso o prezzo inferiore o superiore ai corrispondenti livelli di mercato, tale da procurare un teorico vantaggio o svantaggio per uno dei contraenti. Partendo da questa (deviata) premessa, si dovrebbe concludere che anche un tasso fisso nell'ambito di un contratto di mutuo celerebbe una sorta di derivato implicito sui tassi e lo stesso accadrebbe per una tariffa telefonica a forfait o per una tariffa energetica bloccata o per un prezzo scontato di un biglietto aereo comprato in regime di *early booking*: ogni mutamento *in melius* o *in pejus* del tasso, della tariffa o del prezzo correnti comporterebbero un teorico differenziale a vantaggio o a svantaggio di uno dei contraenti, equivalente allo scarto fra il valore ricavato dall'applicazione del parametro, dalla tariffa o dal prezzo prefissato e il valore ricavabile dai valori correnti per il caso in cui non si fosse optato per quel parametro, quella tariffa o quel prezzo. Nel caso del tasso fisso, il ribasso dei tassi variabili produrrebbe un differenziale negativo a carico del mutuatario; nel caso delle tariffe bloccate, un calo dei prezzi del mercato telefonico o del petrolio, esporrebbe l'utente ad un prezzo maggiore di quello che avrebbe pagato in assenza della tariffa bloccata; nel caso del biglietto aereo, il risparmio normalmente ritraibile da un acquisto anticipato potrebbe risultare sensibilmente inferiore a quello realizzabile con un acquisto a pronti nel momento in cui il prezzo spot si rivelasse parimenti inferiore a quello già scontato (per esempio per effetto di un generale crollo del prezzo dei trasporti aerei dovuto a un accadimento terroristico o ad una sopravvenuta crisi della compagnia prescelta).

Tuttavia, accedendo a questa visione, s'incapperebbe nell'errore di confondere la differenzialità derivativa con la differenzialità finanziaria, errore aggravato dall'equiparazione impropria del *risultato della prestazione* alla *causa del negozio* e, ancor più, dalla forzatura interpretativa che porterebbe a riconoscere alla volontà dell'acquirente e a quella del venditore un intento diverso da quelli,

rispettivamente, di risparmiare su di un prezzo e di assicurarsi un introito certo e immediato. Nelle suddette, volutamente estreme esemplificazioni, tutti i contraenti, sia dal lato acquirente che da quello venditore, “scommettono” sul ribasso o sul rialzo dei valori correnti ma stipulando un negozio volto non già ad acquisire il solo differenziale bensì l'intero bene o l'intera grandezza economica considerata ad un prezzo (sperato come) più conveniente. Se si affermasse la sussistenza di un derivato in quelle che, in definitiva, altro non sono che pattuizioni di prezzo, si svuoterebbe di significato la stessa fattispecie derivativa, la quale diverrebbe inaccettabilmente riscontrabile in (nel risultato economico di) qualsiasi contratto a termine o ad esecuzione continuata e non solo, come invece è, in quella stipulazione che, prescindendo dall'apprensione del fondamentale, miri invece ad acquisirne la sola differenza di valore.

In altri termini, non esiste una “virtualità derivativa” nascente dallo scarto di valore o dalla convenienza di una determinata operazione economica, esiste solo il derivato che assume un suo autonomo e netto profilo consistente nella sua tensione all'acquisto di quello scarto e di quello soltanto. E quand'anche, esaminate *ex post*, le due fattispecie potessero esprimere lo stesso risultato matematico, tanto non basterebbe ad equipararle sotto il profilo giuridico e contrattuale.

#### 6. *Casistiche di potenziale incorporazione derivativa: a) l'indicizzazione*

Trasponendo i precedenti risultati concettuali nelle singole fattispecie, le conclusioni cui si perviene (si deve pervenire) tendono a discostarsi sensibilmente dalle rapide attribuzioni di “patente derivatività” cui i giuristi talora indulgono, affascinati dalla fenomenale capacità di scomposizione in cui eccellono i tecnici e i matematici.

Muoviamo dalla fattispecie più semplice: l'indicizzazione. Essa presuppone che un dato tasso di remunerazione di un mutuo, di un leasing o di altro contratto di finanziamento sia correlato alle variazioni di un parametro esterno.

L'espressione è spesso impropriamente impiegata come sinonimo di tasso variabile: stipulare un mutuo all'EUR3M (con o senza *spread* è, in questo contesto, del tutto irrilevante) significa semplicemente

agganciare la remunerazione del finanziamento ad un tasso che per definizione varia nel tempo. Qui il problema del ricorrere di una fattispecie derivativa non si pone per ragioni strutturali e financo funzionali. Il cliente non mira ad acquisire alcun differenziale bensì a modulare, nel tempo, la sua prestazione remuneratoria in misura il più possibile coerente al costo corrente del denaro. Il finanziamento a tasso variabile si pone propriamente quale alternativa al tasso fisso proprio per questa ragione e così come – si è dianzi dimostrato – il secondo non integra uno strumento derivato, potendo generare (teoriche) differenze finanziarie ma non (reali) differenzialità derivative, a maggior ragione il primo non genera differenza alcuna. Per vero, mentre nella scelta di un tasso fisso potrebbe, sia pur solo idealmente, configurarsi una misurazione differenziale col tasso variabile di tempo in tempo corrente, in quella di un tasso variabile una simile misurazione è inconcepibile, a meno che non la si voglia rapportare ad un teorico tasso fisso di mercato, tuttavia estremamente opinabile per non dire arbitrario.

L'esclusione di una differenzialità derivativa è altresì comprovata dal fatto che le variazioni periodiche del tasso non reagiscono sul pregresso. Se, ad esempio, le rilevazioni fossero stabilite in coincidenza con le scadenze trimestrali ossia per semplicità al primo giorno lavorativo di ogni trimestre e se al trimestre 1, il variabile fosse pari al 2%, mentre al trimestre 2 esso scendesse all'1%, tale variazione non esplicherebbe alcun effetto sulla rata di rimborso versata il primo giorno del trimestre 1, risultando semplicemente operante dal trimestre successivo. Non esiste insomma alcuna differenzialità né finanziaria *tout court* né, ancor meno, derivativa nel rapporto fra le varie quotazioni registrate nel tempo. Ciò rende evidente che la pattuizione di un tasso variabile equivale al mero accordo di adeguare il tasso, per l'immediato futuro (il lasso di tempo che corre fra la rilevazione e la prima futura scadenza), alla variazione di mercato: in sostanza è come se le parti avessero predefinito la misura del tasso ad ogni trimestre rapportandola *telle quelle* al valore del tasso variabile quotato dal mercato<sup>(15)</sup>.

---

<sup>15</sup> La circostanza che, in questo caso, non possa evocarsi una fattispecie derivativa trova indiretta conferma anche nelle più recenti disposizioni di riforma della direttiva Mifid, in particolare nel considerando n. 39 della Dir. 2014/65 (c.d., Mifid2 destinata ad entrare in vigore, allo stato, nel gennaio 2018) ove

A non dissimile conclusione si perviene nel caso di indicizzazione in senso proprio, quando cioè il tasso di interesse e/o il valore della rata che derivi dalla sua applicazione siano a loro volta rapportati ad un ulteriore indicatore diverso dal tasso stesso. Si supponga che la rata del mutuo, nascente dall'applicazione di un certo tasso (per semplicità d'esempio, fisso) sia altresì soggetta ad un adeguamento al livello dell'inflazione. Fatto 1 milione il capitale mutuato, con rimborso a quote fisse su base decennale a partire dal 31 gennaio dell'anno 1 e 5% il tasso d'interesse fisso e supponendo, sempre per semplicità, che il rimborso sia effettuato con una sola rata annuale, in assenza di altre previsioni, il mutuatario sarebbe tenuto al 31 gennaio dell'anno 2 a versare una rata di 150.000 euro, ossia un decimo del capitale (100.000) e il tasso di interesse applicato sul milione dell'intero capitale di cui il mutuatario ha beneficiato per l'intero anno 1. Ora, se il contratto prevedesse l'aggiustamento della quota interessi in funzione dell'incremento o del decremento del 100% del tasso di

---

espressamente si rammenta: *“poiché i depositi strutturati sono una forma di prodotto di investimento, non comprendono i depositi legati unicamente ai tassi di interesse, come Euribor o Libor, a prescindere dall'eventualità che i tassi di interesse siano predeterminati oppure dal fatto che siano fissi o variabili”* Coerentemente, l'art. 4, comma 1, n. 43) definisce come strutturato il deposito bancario *“pienamente rimborsabile alla scadenza in base a termini secondo i quali qualsiasi interesse o premio sarà rimborsato (o è a rischio) secondo una formula comprendente fattori quali: / a) un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l'Euribor o il Libor; / b) uno strumento finanziario o una combinazione degli strumenti finanziari; / c) una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali», o / d) un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio”*. Il deposito strutturato è, nella sostanza, una forma di investimento camuffata da deposito bancario (i cc.dd. conti deposito ne sono, in molti casi, un chiaro esempio), che la nuova disciplina attrarrà nella sfera di regolamentazione del t.u.f. Tale risultato viene ottenuto collegando la resa del deposito a grandezze esterne (e qui potrebbe astrattamente porsi il problema della presenza nello strumento di una componente derivativa), ma la direttiva ha cura di precisare che il deposito il cui rendimento sia legato direttamente ad un tasso di interesse variabile non riveste natura di prodotto finanziario: esclusione non casuale che riconferma, ove necessario, come la semplice redditività correlata alla variazione di un tasso non sia tale da influenzare, di per sé, la natura del prodotto. *A fortiori*, essa non può assurgere a componente derivativa del prodotto stesso. L'applicazione *“rovesciata”* dello stesso principio al finanziamento bancario non consente di pervenire a conclusioni diverse.

inflazione Istat per famiglie d'operai e impiegati, registrato nell'anno 1 e reso pubblico ai primi di gennaio dell'anno 2, e supponendo che la variazione sia stata pari all'1%, la rata passerebbe a 150.500 euro, ossia 100.000 per capitale, 50.000 per interessi e  $(50.000 \times 1\% =) 500$ . Supponendo un segno negativo di eguale portata nella scala inflazionistica ( $-1\%$ ), il mutuatario pagherebbe invece 149.500 euro, cioè 100.000 per capitale, 50.000 per interessi meno  $(50.000 \times -1\% =) 500$ .

L'adeguamento inflazionistico introduce indubbiamente una componente di differenzialità nel negozio (che reagisce aumentando o diminuendo il valore della quota interessi pagata) e si potrebbe non a torto osservare che le parti, limitatamente a quella porzione dell'accordo, abbiano stipulato un'intesa volta a catturare la variazione di una grandezza economica (nella specie il tasso inflattivo, leggasi il mutato potere d'acquisto del denaro). Né si potrebbe negare che la pur farraginoso nozione (a matrice Mifid) di derivati alternativi di cui all'art. 1, comma 2, lettera f) t.u.f. includa altresì derivati che assumano a sottostante un tasso d'inflazione e che siano regolati per differenziali in contanti (come accade nel caso esemplificato, dove il differenziale è dato dal maggiore o minore esborso sulla quota interessi). Tuttavia, sostenere che le parti avrebbero stipulato uno swap sul tasso inflattivo, assumendo a nozionale le quote di interessi decrescenti dovute di anno in anno in costanza di contratto, e che tale componente risulti giuridicamente isolabile dal contratto di mutuo diviene un passo inattuabile sul piano giuridico. Essenzialmente per due ragioni, l'una consequenziale all'altra.

La prima è che l'ipotetico swap risulta del tutto inscindibile dal contratto di mutuo, esiste in quanto esista quel flusso di pagamento ed è concepito quale sua diretta funzione. La cessazione del flusso determinerebbe per ciò solo il venir meno dell'obbligo di aggiustamento: non rileva qui, si badi, la funzione protettiva o speculativa dell'ipotizzabile componente derivativa, bensì il fatto che l'operazione è specificamente costruita al fine di adeguare il valore di una parte della rata (la quota interessi) al potere di acquisto che la relativa somma esprime a fine anno. Quella somma dunque non è espressione di un parallelo rapporto destinato a ricevere protezione, bensì la base indefettibile del supposto derivato, più semplicemente la risultante dell'applicazione di un tasso variabile più complesso. In

assenza di quella somma il supposto derivato cesserebbe di esistere. Il soprarichiamato requisito di astrazione pura (§ 5) risulta del tutto assente.

La seconda ragione, che discende *naturaliter* della prima, è che, in caso di cessazione del rapporto (tipicamente nel caso di estinzione anticipata del mutuo), l'ipotetico swap cesserebbe in pari tempo e senza conseguenze. In altri termini il presunto derivato non obbligherebbe alcuna delle parti, in relazione al prevedibile andamento inflattivo, a corrispondere il relativo costo di sostituzione, cioè un MTM del presunto derivato.

Tale ultimo aspetto appare dirimente. Perché il presunto derivato goda di un'effettiva autonomia, idonea a consentirne lo scorporo dal contratto ospitante, occorre che la sua giuridica esistenza, considerata in tutte le sue minime componenti caratterizzanti, regga a tale prova di estrazione pura e semplice dal negozio di base <sup>(16)</sup>.

E' agevole, oltre che logicamente e giuridicamente necessario, concludere che il presunto swap contemplato nel nostro esempio, estrapolato tale e quale dal mutuo, non potrebbe considerarsi un derivato autonomo in quanto non assistito da una parimenti autonoma regolamentazione che ne imponga, altrettanto necessariamente, la sua valorizzazione in sede di chiusura anticipata. Quale che sia la configurazione che si voglia dare al MTM (parte dell'oggetto contrattuale, come chi scrive ritiene, piuttosto che sistema di misurazione anticipata del rischio, come altri ritengono, per quanto i due concetti coincidano sul piano funzionale) è comunque imprescindibile il riconoscimento della sua essenzialità ai fini della configurazione perfetta dello strumento derivativo. Un derivato estinguibile anticipatamente senza versamento o incasso del suo valore futuro attualizzato non sarebbe neppure un derivato perché la sua indefettibile componente aleatoria (requisito essenziale del suo oggetto) risulterebbe completamente annullata. Se così non fosse, infatti, se cioè fosse possibile liberarsi unilateralmente del rischio di un derivato, l'abbondante contenzioso generato nell'ultimo decennio non avrebbe avuto ragion d'essere, perché alla parte perdente sarebbe

---

<sup>16</sup> Qui tornando a rammentare come lo stesso IAS 39, nel suo più volte ricordato raggio d'azione ristretto e mirato al solo fine di rappresentazione contabile, ponga quale condizione di separabilità il fatto che “*uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato soddisferebbe la definizione di derivato*”

stato sufficiente in tutti i casi uscire dal contratto al primo andamento negativo: ma se ciò fosse stato possibile non ci saremmo trovati in presenza di un contratto derivato, perché l'alea sarebbe stata non già una componente essenziale e indefettibile della stipulazione bensì un semplice accessorio rinunciabile o eliminabile a piacere. Il derivato sarebbe svuotato di ogni significato e funzionalità. Tornando all'esempio, il rischio (teoricamente illimitato) insito nel supposto derivato diverrebbe controllabile *a priori* ed agevolmente annullabile attraverso una manovra di rifinanziamento della posizione presso terzi con conseguente estinzione del mutuo senza alcuna ulteriore debenza per l'interruzione del flusso differenziale scaturente dall'ipotizzata componente derivativa.

Risulta con ciò chiaro che, anche a voler scorgere in quella clausola di adeguamento inflattivo una componente derivativa, questa non riuscirebbe, quanto meno per difetto del requisito di astrattezza pura, ad elevarsi a dignità di derivato autonomo e, dunque, giuridicamente scorporabile dal contratto <sup>(17)</sup>.

#### 7. [Segue]: b) mutuo con clausola floor

Altro ambito operativo che ha attizzato la fiamma del dibattito è quello del mutuo con tasso *floor*, cioè il mutuo a tasso variabile provvisto di una clausola che, in caso di ribasso del parametro oltre una data soglia, consolida il tasso a quella soglia precludendo al mutuatario di beneficiare delle riduzioni oltre quel limite.

In questo caso, si potrebbe intravedere nella fattispecie la costituzione di una *interest rate floor option* a favore della banca mutuante. La caratteristica di una *floor option* è propriamente quella di assicurare alla parte beneficiaria il pagamento del differenziale risultante dalla sottrazione fra il "pavimento" di tasso predefinito (la soglia) e il minor valore che quel tasso acquisti a pronti. Dunque, supponendo che le parti abbiano pattuito un tasso pari all'EUR/3M maggiorato di uno spread di 3 punti quando tale tasso quotava 1,5%,

---

<sup>17</sup> Altro discorso dovrebbe svolgersi per la maggiore complicazione che il contratto andrebbe in sé ad assumere, recependo in definitiva un meccanismo più elaborato di calcolo del tasso, ma allo scopo le Norme di trasparenza emanate dalla Banca d'Italia, specie nella loro più stretta versione in vigore dal 15 ottobre 2015, supplirebbero allo scopo (v. § 10).

per un totale dunque pari al 4,5% e previsto una soglia del 3,5, nel caso in cui l'EUR/3M scenda, ad esempio, allo 0,3, l'addizione dello spread porterebbe ad un tasso globale del 3,3%: nondimeno il cliente sarà tenuto a versare il 3,5%, nei fatti accollandosi il differenziale negativo (0,2) fra la soglia (3,5) e il minor valore (3,3) risultante dall'applicazione dei parametri negoziali senza la correzione del *floor*.

La prevalente opinione tende a rintracciare nel mutuo *floor* una fattispecie pressoché certa di derivato incorporato (o meglio implicito, in quanto appunto immanente alla struttura del tasso e "affogato" nella disciplina del mutuo). Tale lettura si sospinge sino al punto di dubitare della stessa commutatività del derivato, in ragione della non evidenza del pagamento di un premio: in altri termini, il cliente "venderebbe" un *interest rate floor* alla banca senza incassare alcunché, per cui sarebbe esposto a fronteggiare l'opzione implicita in caso ribasso del tasso senza nulla ricevere in cambio. Conclusione questa mitigata dalla rivalutazione di alcune componenti correttive che il contratto potrebbe contemplare come, ad esempio, una controbilanciante clausola *cap* (purché non coincidente con la clausola di salvaguardia contro lo sfioramento del tasso usurario ovvio essendo che una simile pattuizione sarebbe destinata ad operare in casi estremi ben al disopra di un'oscillazione fisiologicamente prevedibile del tasso in concreto<sup>(18)</sup>).

L'argomento non appare però utilmente spendibile come criterio selettivo assoluto per almeno due ragioni. La prima è che la "compensazione" della (presunta) opzione potrebbe celarsi dentro elementi non immediatamente ricavabili dallo stipulato (per esempio l'applicazione di uno spread inferiore a quello che il *rating* del cliente avrebbe giustificato in assenza del *floor*). La seconda è che il pagamento del premio non appare un dato discriminante ai fini della riconoscibilità del derivato autonomo e scindibile<sup>(19)</sup>. Nuovamente, infatti, il tratto dirimente va rinvenuto nella possibilità di controllare l'eventuale rischio crescente del contratto attraverso una estinzione anticipata del rapporto creditizio. In questo caso, non diversamente da quello analizzato nel paragrafo precedente, la cessazione precoce del

<sup>18</sup> In tal senso SARTORI, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contratto e Impresa*, 2015, 3, 710.

<sup>19</sup> Mentre può rilevare sotto il profilo della insufficiente trasparenza del prodotto bancario in termini di rischio assunto dal cliente (cfr. nt. 15).

rapporto non implicherebbe, in capo al mutuatario, alcun obbligo di riconoscere al mutuante un corrispettivo per l'anticipata risoluzione del supposto derivato implicito.

A voler necessariamente trasporre il tutto in linguaggio derivativo, alla presunta opzione venduta dal cliente alla banca, la legge e/o il contratto e/o il mercato accordano al cliente stesso una opzione eguale e contraria che, ove attivata, è in grado di perfettamente neutralizzare gli effetti della prima. Esprimendoci invece secondo il linguaggio contabile dello IAS39, uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato *non* soddisferebbe la definizione di derivato: estrapolata dal contratto ospite di mutuo, la clausola *floor* non avrebbe alcuna possibilità di vincolare la controparte alle conseguenze tipiche invece di un autentico *interest rate floor* <sup>(20)</sup>.

Sotto un profilo causale, ciò non comporta alcuna alterazione del prodotto bancario. Pur a voler immaginare un prodotto complesso recante una componente derivativa (che è cosa diversa – si è dimostrato – dal derivato), non per questo il medesimo perderebbe la sua esclusiva funzione di finanziamento, proprio perché – con salvezza di quanto si noterà in punto di derivati “sovrapposti” o “accostati”: *infra* § 9 – la componente derivativa insiste sul valore della remunerazione del prodotto bancario ma non altera fondamento e natura di ciò che è e rimane una pura *causa credendi* <sup>(21)</sup>.

#### 8. [Segue]: c) finanziamento con clausola “rischio cambio”

Il discorso muta, *può* mutare, in relazione alla c.d. clausola di rischio cambio contro le oscillazioni di una data valuta Y rispetto ad una valuta X, la cui inserzione in un contratto creditizio denominato

---

<sup>20</sup> La stessa rappresentazione contabile risulterebbe, in questo caso, alterata proprio dalla presenza di siffatta “opzione inversa”. La rappresentazione del *fair value* del presunto *floor* incorporato e la sua proiezione attraverso un MTM che ne considerasse il valore sino alla scadenza naturale del mutuo dovrebbe, a rigore, prendere in considerazione anche la possibilità (obiettivamente incontrollabile e imprevedibile) che quel valore si azzeri nel caso di estinzione precoce del mutuo (fatta salva l'eventualità di una diversa configurazione del finanziamento tale per cui detto valore in realtà sopravviva, o si materializzi in forma attualizzata, alla cessazione del negozio: v. *infra* § 8).

<sup>21</sup> ABF opterà costantemente per questa lettura: cfr., fra le molte, Collegio Napoli, dec. n. 305/2012. Cfr. anche § 4 in fine.

nella valuta X potrebbe determinare una sensibile alterazione del costo del finanziamento. Il tema ha assunto uno speciale rilievo in ordine alle stipulazioni seriali di contratti di leasing poste in essere da una banca e includenti una clausola di tal fatta. Clausola che, nella sostanza, comporta un costante aggiustamento del canone al rialzo o al ribasso, nel caso in cui la valuta (nel caso specifico il franco svizzero) si apprezzi o deprezzi rispetto all'altra (nella specie l'euro).

Astrattamente qualificabile come una *quanto option*, tale clausola comporta che il canone periodico di leasing sia corretto attraverso l'applicazione della differenza fra il cambio storico e il cambio corrente della valuta estera sull'euro alle singole scadenze: ne consegue che, là dove la valuta si apprezzi sull'euro nel periodo di maturazione del canone, il relativo differenziale incrementerà quest'ultimo, che invece risulterà diminuito del differenziale negativo nell'ipotesi di deprezzamento della valuta.

La questione verrà ripetutamente sottoposta, per ragioni di competenza territoriale, al Tribunale di Udine, il quale assumerà, su fattispecie assolutamente analoghe, posizioni radicalmente opposte: in alcuni casi il Tribunale riterrà che la clausola in parola si traduca semplicemente in una diversa struttura di prezzo del prodotto, come tale immune a qualsivoglia sindacato di merito <sup>(22)</sup>, in altri la clausola verrà letta come espressione di un derivato autonomo e scindibile dal contratto, dunque assoggettata alla disciplina dell'intermediazione mobiliare <sup>(23)</sup>. Un chiaro esempio dell'exasperazione schematizzante che connota, più in generale, la trattazione del tema che ci occupa: la clausola rischio cambio incorpora senz'altro un derivato nel contratto di leasing oppure rimane un mero accessorio nella costruzione del prezzo del finanziamento, insomma o "sostanza" o "accidente" per rimanere nella similitudine manzoniana con cui si è esordito.

---

<sup>22</sup> Trib. Udine, 18 marzo 2013 n. 345; 21 ottobre 2014 n. 1331; 27 ottobre 2014 n. 1368.

<sup>23</sup> Trib. Udine, 24 febbraio 2015; 13 maggio 2015 n. 711; 3 giugno 2015 n. 812; 25 agosto 2015 n. 1179; 29 febbraio 2016 n. 263. Tali pronunce per lo più fanno leva sulla inadeguatezza dell'operazione e/o sulla insufficienza dell'informazione resa al cliente, concludendo dunque per la risoluzione del derivato per inadempimento e/o per il risarcimento causati da un'informativa non rispettosa dei principi di trasparenza di cui all'att. 21 t.u.f. e delle relative declinazioni regolamentari.

In particolare, la più recente delle pronunce inclini al riconoscimento dell'autonomia derivativa afferma che l'inclusione nel contratto di leasing di una clausola di rischio cambio non esclude l'applicazione delle norme del t.u.f. indipendentemente dal fatto che le parti l'abbiano scientemente inclusa in un contratto a prevalente funzione di finanziamento: *“la causa tipica del contratto di leasing non viene stravolta dall'inserimento di elementi di rischio a rispettivo carico delle parti”* ma la clausola di rischio cambio introduce nel contratto *“uno strumento finanziario, dotato di causa autonoma rispetto al contratto di leasing”* giacché *“il canone mensile costituisce solamente la base di calcolo per determinare il differenziale spettante all'una o all'altra parte, con una mera funzione aleatoria”*. Da qui la conclusione circa la scindibilità delle cause [*“contratto di leasing e clausola “rischio cambio” non costituiscono un contratto complesso, la cui causa negoziale (intesa come lo scopo, di contenuto economico, che le parti perseguono con la conclusione di uno specifico accordo) è unica, ma di un collegamento negoziale tra più contratti, ciascuno dotato della propria causa”*] e l'ovvia conseguenza di assoggettamento del derivato, così scisso, agli obblighi di informazione specificamente contemplati dal t.u.f.

Lo snodo argomentativo pare soffrire di un evidente limite la decisione accoglie, infatti, una lettura aprioristica dello IAS39 e dell'art. 2426 comma 11.bis <sup>(24)</sup>, con ciò aderendo ad una tesi, sostenuta come si è visto principalmente dalla dottrina tecnica, che “esporta” l'applicabilità del principio contabile al di fuori del suo naturale terreno di azione (la semplice rappresentazione contabile del rischio). Per altro verso la decisione si pone in contrasto con le stesse indicazioni promananti dal principio contabile, pur impropriamente evocato a riprova della scindibilità anche civilistica, giacché sembra dare per presupposta una separabilità che lo stesso IAS39 non riconosce in modo automatico <sup>(25)</sup>.

---

<sup>24</sup> Il derivato incorporato - si legge nella pronuncia - è *“categoria nota non solo ai principi contabili internazionali [...] ma, oggi, anche dalla normativa civilistica che la prevede nell'art. 24267 comma 11-bis c.c.”*

<sup>25</sup> Questa, come buona parte delle sentenze menzionate, richiama frequentemente a conforto alcune pronunce ABF che avrebbero riconosciuto la sussistenza di una *quanto option* nella clausola in parola (cfr. ad es. Collegio Milano, decc. nn. 3574/2014 e 3645/2013). In verità l'ABF non ha mai preso una posizione specifica

Prescindendo dai casi specifici e dal merito delle singole statuizioni<sup>(26)</sup>, ciò che non si riviene in quelle pronunce è una disamina della fattispecie complessa alla luce dei criteri discretivi sin qui enunciati e dunque un fondato percorso volto a verificare l'estraibilità effettiva dalla *componente* derivativa e della sua riconducibilità ad un derivato *autonomo*. Disamina e percorso che non possono omettere di considerare né la funzione specifica assolta dalla clausola nell'economia complessiva del negozio né la sua configurazione in concreto.

Per vero l'inclusione della clausola veniva ricondotta dalla banca all'esigenza di introdurre una componente di riequilibrio del tasso di interesse. Quest'ultimo era calcolato in relazione non già alla valuta di denominazione del leasing (euro) bensì ad una diversa valuta (franco svizzero) il cui tasso di interesse, ai valori dell'epoca della stipulazione, era sensibilmente più favorevole di quello applicato alla prima. Il meccanismo (che lo stipulato affidava peraltro ad una fuggevole e non chiarissima parentesi incuneata nel testo della pattuizione) sottintendeva, nella sostanza, che la banca operasse una provvista in CHF, ad un tasso inferiore dunque a quello praticato in caso di approvvigionamento in euro, ponendosi con ciò nelle condizioni di applicare, transitivamente, un tasso migliorativo al cliente. Insistendo tuttavia l'operazione su un montante in euro, la banca si trovava oggettivamente esposta ad un rischio di cambio: più

---

sul tema non rientrando nel suo alveo di competenza la decisione in merito alle violazioni del t.u.f. In quelle pronunce il richiamo alla fattispecie derivativa menzionata era solo un rapido *obiter dictum*, frutto di una sommaria delibazione e funzionale ad escludere qualsiasi sindacabilità della clausola alla luce di una disciplina settoriale invocata dalla parte ricorrente ma che l'Arbitro non aveva né ha titolo per decidere. Per altro verso, non va trascurato che il richiamo all'esistenza di una componente derivativa non implica altresì, come dianzi dimostrato, una necessaria e automatica possibilità di estrapolazione della clausola dal contesto negoziale. Chi scrive può riferirne con piena contezza essendo stato, a suo tempo, estensore di alcune delle suddette decisioni ABF.

<sup>26</sup> In alcuni casi la clausola venne applicata in modo difforme dal suo stesso dettato, talora invertendo i valori di calcolo del differenziale oppure incorrendo in manifesti errori di conteggio che spesso la banca riconobbe in corso di procedimento e fu questo essenzialmente il tema che occupò l'ABF in quanto tali errori o sfasature finivano con l'incidere sull'esatta determinazione del canone, dunque su una corretta quantificazione del prezzo del finanziamento a prescindere dall'assoggettività o meno della clausola alla disciplina del t.u.f.

precisamente il rischio che i canoni di leasing periodicamente corrisposti non si rivelassero, nel corso della lunga durata dei finanziamenti (si trattava per lo più di leasing immobiliari), oltre che penalizzanti sul piano della redditività del finanziamento, sufficienti al ripianamento del debito da provvista a causa di apprezzamenti della valuta svizzera. Analogamente, la clausola prevedeva il riconoscimento del differenziale al cliente nel caso di apprezzamento dell'euro. In un simile contesto non appare affatto improponibile, come si è in termini generali acutamente affermato <sup>(27)</sup>, supporre che la clausola rischio cambio altro non sia che la “traduzione giuridica” della denominazione del leasing in una valuta diversa da quella effettivamente impiegata in fase di raccolta.

Anche in questo caso, tuttavia, appare dirimente valutare, caso per caso e non sulla base di assunti astratti, se e in che misura il rischio insito nel ritenuto derivato implicito sia o meno controllabile attraverso l'estinzione anticipata del contratto e se tale accadimento sia idoneo a estinguere altresì il presunto derivato o se questo sopravviva al venir meno del contratto ospite.

Astraendo dal caso specifico, il cliente che intenda finanziarsi beneficiando del minor tasso di interesse applicabile ad una valuta diversa dall'euro può optare fra due alternative: indebitarsi direttamente in quella valuta e convertirla in euro al momento dell'erogazione salvo riconvertirla al momento del rimborso oppure scegliere di denominare in euro il suo debito accollandosi tuttavia il connesso rischio di cambio.

Si supponga, per semplicità di conteggio e rappresentazione, un cambio dollaro/euro pari, al tempo 1 (data della stipulazione:  $t^1$ ), a 1,5: un dollaro vale 1,5 euro, dunque vedendosi erogare 1 milione di dollari a  $t^1$  sarà possibile convertirli alla stessa data in 1,5 milioni di euro. Supponiamo altresì, sempre per mera comodità di stima, che il finanziamento sia rimborsabile in un'unica soluzione a  $t^1 + 12$  mesi ( $t^2$ ). Se a  $t^2$  il rapporto di cambio è passato a 1,7, ciò significa che il mutuatario che disponga a  $t^2$  di 1,5 milioni di euro, convertendoli sul mercato spot a 1,7 ricaverà  $(1.500.000 \text{ Euro} / 1,7 =) 882.352,94 \text{ USD}$ . L'apprezzamento del dollaro aumenta necessariamente il volume del suo obbligo restitutorio: per arrivare al milione di dollari al nuovo

---

<sup>27</sup> GALLONE, *op. cit.*, 20.

cambio, egli dovrà sborsare sul mercato spot ulteriori 200.000 Euro (in effetti  $1.500.000 + 200.000 = 1.700.000 / 1,7 = 1.000.000$  USD ovvero, visto alla rovescia,  $1.000.000 - 882.352,94 = 117.647,06$  USD x 1,7 = 200.000 Euro). Supponendo invece che il cliente abbia optato sin dall'inizio per una immediata denominazione del prestito in valuta, a  $t^1$  si vedrà erogare 1.500.000 di Euro, costati al finanziatore 1 milione di dollari, mentre a  $t^2$  dovrà necessariamente rimborsare 1.700.000, che al mutato cambio 1,7 consentiranno al finanziatore di recuperare il milione di dollari mutuato a  $t^1$ , importo che a sua volta il finanziatore dovrà rimborsare a chi gli abbia procurato la provvista in dollari. Il risultato finanziario è esattamente identico in entrambi i casi, nel secondo l'operazione viene soltanto semplificata evitando al cliente di operare due conversioni valutarie sul mercato spot (da dollari in euro a  $t^1$  e da euro a dollari a  $t^2$ ).

Supponiamo infine che alla metà del periodo corrente fra  $t^1$  e  $t^2$  ( $t^{1,5}$ ), il dollaro sia salito a 1,6 e che, nel timore di una continua ascesa come indicato dalle curve probabilistiche dei cambi a 12 mesi, il cliente decida di chiudere anticipatamente l'operazione onde non aggravare il suo rischio: a quel punto la vendita spot di 1,5 milioni di Euro a  $t^{1,5}$  gli frutterà  $(1.500.000 / 1,6 =) 937.500$  USD. Dovrà aggiungere 100.000 euro che sommati a 1.500.000, gli consentiranno di raggiungere il controvalore in Euro necessario per l'acquisto di 1 milione di dollari sul mercato spot. Cosa accadrebbe invece se il cliente avesse optato per la seconda soluzione, cioè il caso in cui si fosse denominato *ab origine* il contratto in euro? Dipende dalla pattuizione e dal suo metodo applicativo. Qualora gli fosse consentito di estinguere anticipatamente la posizione, versando semplicemente il differenziale fra il cambio iniziale e quello a scadenza, il cliente realizzerebbe lo stesso, contenuto risultato negativo che avrebbe sopportato optando per la prima soluzione; qualora invece la precoce estinzione del debito obbligasse il cliente al versamento di un maggior differenziale, inclusivo dell'attualizzazione dell'importo teoricamente dovuto in caso di estinzione del mutuo alla sua scadenza naturale, il cliente sopporterebbe un esborso decisamente superiore. In questa seconda ipotesi, l'assimilazione della clausola al derivato autonomo sarebbe innegabile, nel primo invece sarebbe arduo negare il contrario.

Più semplicemente, nel primo caso il mutuo avrebbe ricalcato

fedelmente lo sviluppo di un normale contratto di finanziamento in valuta, nel secondo avrebbe sovrapposto un vero e proprio derivato scorporabile dal contratto ospitante e destinato a sopravvivere in caso di precoce scadenza del primo: null'altro che un *mark-to-market*.

Quanto precede rivela intuitivamente il discrimine che corre fra differenzialità finanziaria e differenzialità derivativa e fra componente derivativa e derivato autonomo che essa possa esprimere. Il derivato, astrattamente desumibile dalla costruzione del contratto creditizio, in tanto può riconoscersi quale autonomo strumento in quanto esso risulti tale e quale emancipabile dal contratto originario. Tale emancipazione – e così si torna all'assunto originario – in tanto sarà possibile (e doverosa) in quanto la clausola di rischio cambio, separata dal contratto ospite, sia tale da produrre un effetto diverso dalla mera copertura della variazione alla scadenza anticipata (conversione valutaria a  $t^{1.5}$  nel nostro esempio) ossia un effetto esteso al rischio complessivo che la clausola derivativa avrebbe espresso in caso di prosecuzione del contratto ospite sino a naturale scadenza (il valore attualizzato del differenziale stimabile a  $t^{1.5}$  ma rapportato a  $t^2$ ). In questo secondo caso la clausola derivativa integrerebbe un derivato autonomo e dunque scindibile dal negozio ospitante, perché con essa non si sarebbe prevista una semplice convertibilità valutaria del valore espresso, *di tempo in tempo*, dal contratto denominato in Euro bensì la costruzione di uno strumento che assume a fondamentale un rischio di cambio per un *dato periodo di tempo*, pari alla durata stessa del finanziamento ospite, e senza alcuna possibilità di manovre estintive del rischio pieno insito nella componente derivativa in caso di cessazione precoce del negozio principale.

9. *L'astrazione pura quale criterio guida e il rinvenimento di un obbligo di MTM quale elemento discrezionale*

E' lecito quindi concludere che il "segno particolare" capace di rivelare l'autonomia derivativa di una componente, che pur in tutto assomigli ad un derivato, risiede essenzialmente nella riconoscibilità in essa del requisito di astrazione pura, lo stesso, per intendersi, che si riscontrerebbe in un autonomo *interest rate swap* stipulato in pari tempo e con piena correlazione con un mutuo, l'estinzione anzitempo del quale non provocherebbe certo la coeva cessazione dell'IRS.

Ove tale astrazione sia rintracciabile in ragione delle pattuizioni negoziali e/o del loro metodo applicativo, sarebbero preferibili, a quelli di “incorporato” o “implicito”, gli aggettivi di “accostato” o “sovrapposto”. In simili casi, infatti, non si assiste ad alcuna inclusione del derivato nel mecano costruttivo della causa del negozio ospite, bensì alla stipulazione di uno strumento del tutto autonomo che viene solo formalmente “vestito” da componente del contratto primario ma che, per il fatto di esprimere un rapporto di commutatività tale da sopravvivere alla cessazione del contratto ospite (tipicamente attraverso la pretesa di un MTM quale condizione della sua estinzione coeva a quella del contratto creditizio), in realtà conserva sin dalla sua genesi un’autonoma funzione e struttura causale.

In tal caso l’incorporazione è solo apparente e formale e, con ogni probabilità, propriamente concepita al fine di sottrarre il derivato alla disciplina sua propria di strumento finanziario nell’intento o (o con l’illusione) di distrarre l’interprete sulla prevalente funzione creditizia del negozio: il derivato è semplicemente accostato o sovrapposto al negozio creditizio in quanto le sue sorti sono del tutto sganciate da quelle del negozio primario, in un perfetto rapporto di pura astrazione, il tratto indubitabilmente connotante qualunque derivato e non anche qualunque componente derivativa (o “simil-derivativa”).

10. *La componente derivativa non scindibile e l’impatto sulla trasparenza del prodotto creditizio*

L’inclusione di siffatte componenti non scindibili di certo naturalmente non esclude, anzi implica, una maggior complessità del meccanismo di remunerazione del prodotto di finanziamento. Il che, a sua volta, comporta una maggior cura e la fornitura di più dischiudenti chiavi di lettura al cliente: ma si versa, qui, in punto di qualità della trasparenza (necessariamente accresciuta) del prodotto bancario e non anche di applicazione della normativa settoriale sull’intermediazione mobiliare.

Indubbiamente, la diafana rappresentazione delle caratteristiche del prodotto creditizio e della struttura di costo del medesimo dovrà far cadere un adeguato accento su siffatte componenti di “complicazione” o, più propriamente, sulla meno immediata intelligibilità di tale

struttura. Occorrendo, i fogli informativi e l'esplicitazione orale della conformazione dovranno espressamente significare, anche attraverso esempi e proiezioni, tanto il rischio di un concreto deterioramento del costo del finanziamento quanto, ove possibile, una sua probabile misura.

Il risultato algebrico della disapplicazione delle norme del t.u.f. e dell'applicazione di un esteso gradiente di trasparenza al prodotto creditizio potrebbe tuttavia non esaurire il quadro delle giuridiche conseguenze scaturenti dalla descritta alterazione tecnica del meccanismo remunerativo. In particolare, nel caso di contratto stipulato con una controparte consumatrice, è lecito domandarsi se lo squilibrio introdotto da una componente derivativa, ancorché non elevabile a derivato autonomo, possa raggiungere livelli tali da introdurre quel significativo “squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto” tale da fondare una valutazione di vessatorietà, dunque di nullità, della relativa clausola a mente dell'art. 33 comma 1° cod. cons.

Senza qui addentrarci in un terreno che violerebbe i confini tematici di questo scritto (lo scivoloso terreno in cui si misura il distinguo fra disequilibrio economico e disequilibrio giuridico <sup>(28)</sup>) e restando in un'area limitrofa a quella dell'indagine sin qui condotta, la riconoscibilità di uno squilibrio non meramente economico transita, una volta di più, attraverso la previa riconoscibilità di una componente di rischio integrante un derivato perfetto e autonomo, come tale di *per sé* dilatante il perimetro di normale aleatorietà del contratto creditizio. Un mutuo a tasso variabile è indubbiamente aleatorio ma il suo grado di instabilità è, altrettanto indubbiamente, assai meno elevato di quello rilevabile in un derivato autonomo, non foss'altro perché – e nuovamente c'imbattiamo nell'inequivoco “segno particolare” – il

---

<sup>28</sup> Il primo ritenuto espressione di una pura scelta economica (un prodotto “a caro prezzo”) irrilevante nella dinamica sinallagmatica del negozio e il cui sindacato giudiziale (escludendo casi estremi che legittimo i rimedi rescissori ex art. 1447-1448 c.c.) è di norma precluso, il secondo implicante invece un divario d'obbligazioni tale da poter assumere anche – ma da non esaurirsi in – una valutazione di convenienza prettamente economica e, quindi, travalicandola, acquisire rilievo nella valutazione di equità sostanziale della clausola sotto un profilo giuridico e astratto.

rischio del primo, a differenza di quello del secondo, è controllabile e, *in extremis*, azzerabile dal mutuatario mediante il rifinanziamento della posizione. Se dunque il “termometro di incertezza” segna una temperatura altissima nel secondo caso e assai più bassa nel primo, l’esercizio si fa complesso, perché desumere uno squilibrio (*giuridicamente rilevante*) in seno al contratto di finanziamento per il solo fatto che esso contenga una componente derivativa – ma incapace di assurgere a derivato scindibile e dunque a produrre quella specifica e incontrollabile dilatazione del rischio elementare – può rivelarsi un tentativo non solo opinabile o difficilmente attuabile ma anche, molto probabilmente, inutile e, per certi versi vietato dal principio di insindacabilità del merito economico del negozio.

Siffatto, pur intellettualmente attraente, tentativo non garantirebbe mai la possibilità di penetrare l’effettiva dinamica della negoziazione di cui il contratto esprime il risultato ma di cui non rivela lo sviluppo anteriore né il fondamento dei reali termini di scambio. Si è dianzi notato, a proposito del mutuo *floor* (§ 7), che la teorica *floor option* potrebbe essere “compensata” da un visibile *cap* ma anche da un’invisibile concessione di uno spread di tasso inferiore a quello che sarebbe stato accordato in assenza del pavimento: sennonché estrarre questa componente diverrebbe pressoché impossibile, se non addirittura illecito, giacché non potrebbe mai disporsi di un parametro certo con cui misurare le condizioni migliori o peggiori (rispetto a cosa?) del prezzo in definitiva pattuito <sup>(29)</sup>.

Senza dimenticare, e con ciò si chiude il cerchio logico, che la possibilità di estinzione del contratto ospite e il contestuale esaurimento della componente derivativa consentono, con ogni e più probabile fondatezza, di escludere a priori uno squilibrio negoziale giuridicamente rilevante, non essendo per ciò solo portatrice di un reale disequilibrio a danno di una parte la pattuizione che quella stessa parte abbia modo e mezzo di neutralizzare senza specifico sacrificio nell’economia sinallagmatica del negozio creditizio.

---

<sup>29</sup> Al mutuatario, che normalmente si vedrebbe applicare uno spread di 3 punti in ragione del merito creditizio assegnatogli dalla banca, ben potrebbe praticarsi quello stesso spread anche in presenza di una clausola *floor* per una, impercettibile e comunque insindacabile, moltitudine di fattori metagiuridici (rischio specifico dell’operazione, sopravvenuto mutamento del profilo di rischio del mutuatario, contingenze di mercato, insufficienza delle garanzie offerte e così via).

Né potrebbe surrettiziamente invocarsi un vizio della clausola derivativa inscindibile nel momento in cui la stessa venisse inserita in più contratti creditizi, riferibili a diversi operatori del settore, in esecuzione di un accordo fra questi ultimi proteso a falsare il confronto concorrenziale (tipicamente più banche che offrano mutui *floor* con identico livello di pavimento). Tacendo del fatto che siffatta simmetria dovrebbe ritenersi frutto di concertazione bisognosa di un'adeguata prova, seppur presuntiva, tutt'altro che evidente <sup>(30)</sup>, il suggestivo argomento non regge all'urto della prova civilistica. Il fatto che una condizione identica o simile sia contestualmente adottata da più concorrenti non vale di per sé ad inficiare la tenuta dei singoli contratti che la includano, trattandosi del frutto di un patto (cartello) esogeno ai contratti stessi che potrà eventualmente legittimare misure restitutorie o risarcitorie ma non anche estendersi alla sanzione civilistica estrema.

#### 11. *Presunte componenti derivative in contratti non creditizi*

L'ultimo nodo che attende d'esser sciolto riguarda la scindibilità di clausole derivative in contratti non creditizi che, a differenza di questi, non sono soggetti ad alcuna disciplina vincolistica. Il dibattito s'è curiosamente addensato sulle clausole di indicizzazione del canone normalmente incluse nei contratti di locazione immobiliare. Là dove il locatore richieda l'adeguamento periodico del canone dovuto dal conduttore, potrebbe infatti a priori scorgersi la pattuizione di una

---

<sup>30</sup> Nei mercati finanziari, come e più che in altri ambiti del commercio, l'identità o la forte prossimità dei prezzi, *à la hausse comme à la baisse*, non necessariamente discende da una premeditazione anticoncorrenziale bensì può, e spesso è, una conseguenza della tendenza stessa del mercato. I fondi comuni, al loro debutto nel 1983, recavano commissioni d'ingresso molto elevate e rintracciabili nella totalità dei prodotti spesso con livelli di rischio/rendimento molto simili a parità di tipologia. L'ampliamento dell'offerta impose una riduzione di tali costi fino a determinarne l'eliminazione ma nessuno fu mai in grado di dimostrare concertazione alcuna né in un senso né nell'altro. La velocità di creazione e sostituzione dei prodotti finanziari ha ormai raggiunto livelli tali per cui è ben arduo, per non dire impossibile, determinare quanto le somiglianze siano frutto di intese piuttosto che conseguenza diretta di una concorrenza veramente accentuata, certamente molto più estesa di quella riscontrabile nell'ambito di certi beni di consumo dove invece è proprio la ristrettezza di offerta a farsi portatrice di un segnale inverso.

sorta di opzione inflattiva a beneficio del locatore e a carico del conduttore, naturalmente aggravata dall'assenza di qualunque corrispettivo (premio) in favore del secondo.

Per quanto forte sia la tentazione, sarebbe troppo semplice liquidare il problema sulla base di una regola di buonsenso: la quale ci direbbe che, ritenendo incorporata un'opzione derivativa in qualsivoglia contratto di locazione con canone soggetto ad aggiornamento Istat, si dovrebbe necessariamente concludere che il mercato italiano sarebbe popolato da, tanto insospettabili quanto numerosi ancorché inconsapevoli, operatori finanziari abusivi. Il benestante proprietario di una ventina di immobili che li abbia locati ad altrettanti sconosciuti conduttori con contratti muniti di "clausola Istat", avrebbe per ciò solo venduto illegalmente al pubblico un parallelo prodotto finanziario (un *inflation derivative*) senza esserne autorizzato a norma del t.u.f.

In realtà, le ragioni che depongono a sfavore della scorporabilità di (autentici) derivati dai contratti creditizi possono reimpiegarsi per escludere la suddetta, abnorme conclusione: l'inscindibilità intrinseca della clausola di adeguamento, la sua inesistente autosufficienza derivativa l'assenza di un diritto del locatore alla pretesa di un ideale MTM in caso di cessazione precoce della locazione e questo stesso diritto di abbandono anticipato (spesso concesso al conduttore e in taluni casi attribuito da norme positive) sono elementi che, singolarmente e congiuntamente considerati, possono più che bastare a negare questa impropria assimilabilità.

In questo senso, il dibattito rischia di pericolosamente arenarsi nelle secche di un preconcetto morfologico, il cui vizio fondante è dato dalla consumata confusione fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria (*supra* § 5). Con una sensibile aggravante: la clausola Istat, per sua natura, non persegue alcun fine, e men che meno un fine esclusivo, di percezione di un differenziale, essendo viceversa protesa a garantire al locatore un perdurante potere di acquisto della somma riveniente dal canone in presenza di un fenomeno inflattivo che, per sua natura, esplicherebbe un effetto riducente, in termini più o meno marcati, di quel potere. Qui ci si colloca ben al di fuori di qualsivoglia ambito finanziario in senso tecnico per ricadere nel più vasto terreno della determinazione (in linea di massima libera) del prezzo di una prestazione.

In senso del tutto analogo, non includerebbe affatto né una

componente derivativa né tanto meno un derivato autonomo un contratto di fornitura periodica di beni o servizi che disponesse l'incremento dei relativi prezzi in ragione delle variazioni al rialzo dei prezzi di materia prima necessaria per la produzione di quei beni o di quei servizi. Il che può ripetersi per qualunque prezzo, dovuto a fronte di una prestazione ricorrente nel tempo, che contempli una possibilità di revisione automatica al variare di un parametro merceologico di riferimento. Ma anche per contratti provvisti di paracadute economici apparentemente più innocui: che dire di un contratto che imponga al distributore un minimo garantito di acquisto verso il produttore? Non potrebbe forse sostenersi, forzando la cifra logica e la misura giuridica, che con tale clausola il produttore (magari abusando della sua posizione di superiorità economica o di forza contrattuale, il che rileverebbe sotto ben altri, intuitivi profili) abbia stipulato una sorta di opzione a proprio favore avente a sottostante le variazioni sfavorevoli del mercato finale del consumo? I consumi flettono del 20% ma il distributore deve acquistare il 100% della cifra promessa al produttore. Il secondo ha con ciò indubbiamente trasferito un rischio in capo al primo, ma di certo non un rischio di natura derivativa, bensì un rischio di natura commerciale.

## *12. Contributi conclusivi al dibattito*

Nella decifrazione dell'autonomia del derivato l'interprete è dunque chiamato ad una duplice cautela e all'esecuzione di una "prova di resistenza", qui riassunte quale conclusivo contributo all'ampio dibattito in corso sull'avvincente tema.

In primo luogo, l'interprete deve muovere dalla corretta definizione di derivato, per come ricavabile dall'ormai consolidato orientamento giurisprudenziale, concentrandosi sui tratti identificativi dello strumento, vale a dire la differenzialità quale oggetto del negozio (e come tale distinta dalla differenzialità finanziaria in generale), l'alea piena che di conseguenza connota lo strumento e la normale alterità giuridica di quest'ultimo rispetto all'eventuale titolo contrattuale verso il quale esso sia destinato ad assolvere una funzione – rilevante solo sul piano finanziario e non anche civilistico – di protezione o speculazione, ossia il sopradetto principio di astrazione pura. In difetto di questo essenziale asse cartesiano, ogni successivo ragionamento

risulta viziato in radice dall'incertezza della premessa, in assenza di un nitido parametro di confronto ogni conclusione diviene opinabile.

In secondo luogo, l'interprete deve confrontare, con estrema obiettività, il modello dianzi rintracciato con le caratteristiche del prodotto di cui si sospetti l'autonomia derivativa celata nello stipulato del contratto ospitante. In tale procedimento comparativo tre sono le principali chiavi di lettura: la diversa vocazione e funzionalità delle disposizioni contabili (o di altra natura) rispetto a quelle che governano civilisticamente il negozio, il generale divieto di scissione delle unità prestazionali del negozio se non nei casi in cui esse rivelino una funzione causale marcatamente distinta, la ricerca di quegli elementi che consentano di fondare l'autonomia della componente derivativa (e quindi di qualificarla come derivato in senso proprio) sulla base dell'autosufficienza della pattuizione e, in particolare, della sua capacità di sopravvivere all'estinzione anzitempo del contratto ospitante.

La "prova di resistenza" consiste, invece, nel misurare in concreto quel livello di autosufficienza, cioè calcolare, al di là della conformazione della clausola, se la stessa comporti l'assunzione o meno del completo rischio derivativo insito nel supposto derivato. Tanto potrà accertarsi ogni qualvolta la clausola risulti disancorata dalle pattuizioni del negozio principale obbligando il cliente ad un esborso aggiuntivo e diverso da quello dovuto per l'estinzione del contratto, un esborso cioè che si sovrapponga al secondo rendendo egualmente evidente (più che l'incorporazione) la sovrapposizione del derivato. Anche tale prova non potrà condursi in termini astratti e meccanicistici, occorrendo invece, caso per caso, penetrare l'essenza stessa della clausola ed accertarne il grado di correlazione o di dipendenza rispetto alle previsioni del contratto ospite.

Il discorso qui si conclude riallacciandosi al suo esordio. L'interprete che intenda accostarsi con autentico approccio scientifico a questa non semplice problematica deve rifuggire dall'approssimazione, dall'abbaglio morfologico e dall'istinto di "interpretazione predatoria". Coi derivati è capitato spesso e regolarmente la riflessione del poi ha condotto a risultati diametralmente opposti alle apparenti, facili soluzioni della prima ora. Soprattutto va evitato ogni preconcetto: il Don Ferrante manzoniano – narra l'autore con la compiaciuta perfidia che gli era propria –

contrarrà la peste e ne morirà prendendosi con le stelle come un eroe di Metastasio. In fatto di derivati l'ostinata antitesi sostanza-accidente potrebbe rivelarsi altrettanto letale.