



SME SCUOLA DI MANAGEMENT
ED ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO



I DERIVATI IMPLICITI. QUESTIONI TECNICO-GIURIDICHE

PROF. DOTT. LUCIANO M. QUATTROCCHIO

1. Premessa.

I principi contabili internazionali codificano la categoria dei derivati impliciti o incorporati come derivati inscindibili dal contratto “ospite”, atteso che le caratteristiche economiche e i rischi di tali derivati sono strettamente correlati a quelli del contratto primario, dal quale non vanno separati (neanche sul piano contabile).

Tali derivati rappresentano, infatti, una componente di uno strumento “ibrido”, quest’ultimo costituito dalla combinazione di un contratto primario – non derivato – con un contratto derivato, con l’effetto che i flussi finanziari dello strumento combinato variano in maniera simile a quelli del derivato considerato separatamente.

In altri termini, un derivato incorporato determina alcuni o tutti i flussi finanziari modificando le condizioni contrattuali con riferimento, ad esempio, a un prestabilito tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo.

Per contro, un contratto derivato, ancorché associato a uno strumento finanziario, contrattualmente trasferibile indipendentemente da tale strumento, non rappresenta un derivato incorporato, ma uno strumento finanziario separato.

In sede di contenzioso, i derivati impliciti e le relative clausole sono – da sempre – soggette a contestazioni in ordine alla sperequazione delle posizioni delle parti del contratto, nonché alla normativa riferibile.

Nello specifico, come si dirà nel prosieguo, accogliendo la tesi della qualificazione del contratto ibrido come contratto finanziario, ne deriverebbe l'applicazione delle regole imperative del t.u.f. e del relativo Regolamento di attuazione n. 11522/1998 (e successive modifiche) adottato dalla Consob. Quindi, una più incisiva tutela del cliente con gli adempimenti e i doveri non derogabili su informazioni e trasparenza, diligenza e buona fede, su bilateralità e capacità, su operazioni adeguate ed appropriate; nonché le considerazioni sulla natura e validità di alcune clausole normalmente inserite nei contratti bancari.

La violazione delle disposizioni richiamate costituisce inadempimento di non scarsa importanza, con ripercussioni giuridiche ed economiche nel rapporto contrattuale fra le parti.

In tale prospettiva di indagine, il presente elaborato è volto a delineare i profili tecnici dei derivati impliciti, facendo gli opportuni riferimenti alla normativa e giurisprudenza in materia.

2. In merito alla natura del contratto ibrido.

2.1. Aspetti generali in merito all'indicizzazione.

Un contratto bancario si dice indicizzato o a tasso indicizzato quando i flussi finanziari generati sono legati alle variazioni di un parametro finanziario di riferimento scelto dalle parti del contratto e inserito in una specifica clausola contrattuale di indicizzazione. Tale clausola indica il parametro preso a riferimento per l'indicizzazione, nonché le modalità di calcolo dell'indicizzazione del canone in relazione alla variazione del parametro di riferimento (EURIBOR, LIBOR, ecc.).

Il LIBOR e l'EURIBOR rappresentano i *benchmark reference rates* del tipo di derivato simmetrico pluriennale più negoziato sui mercati *O.T.C.*, generalmente impiegato con finalità di *hedging* rispetto al rischio di oscillazione dei tassi, vale a dire l'*I.R.S.*

Nell'ambito degli *I.R.S.*, il derivato più trattato è il *Fixed-Floating Swap*, per il cui tramite due parti scambiano flussi di interessi a tasso fisso ed a tasso variabile, per un periodo di tempo determinato, con riferimento al medesimo importo nominale (capitale convenzionale), che non è scambiato né all'atto della stipula né alla sua scadenza. L'acquirente dello *swap* è colui che, assumendo una posizione *long*, effettua i pagamenti a tasso fisso, ricevendo quelli a tasso variabile; il venditore è colui il quale, assumendo una posizione *short*, riceve i pagamenti a tasso fisso effettuando quelli a tasso variabile.

I pagamenti a tasso fisso (cosiddetta gamba fissa) sono pari al prodotto tra l'ammontare del capitale nozionale, per il tasso medesimo concordato contrattualmente, riferito alla frazione di anno considerata. I pagamenti a tasso variabile (cosiddetta gamba variabile), sono pari al prodotto del capitale nozionale, per il tasso variabile (*floating*) alla data fissata (*fixed date*) in ragione della frazione d'anno considerata. Nel corso della durata del contratto, il suo valore è dato dalla differenza tra i valori attuali dei flussi di pagamento delle due gambe ancora dovuti.

Proprio le variazioni del tasso *floating*, rispetto ai livelli dei tassi attesi stimati all'atto della conclusione del contratto, delineano il profilo di rischio/rendimento di un derivato. Se la curva dei tassi (variabili) attesi tende a muoversi al rialzo o a diventare più “*ripida*”, per l'acquirente dello *swap* (che li riceve pagando il tasso fisso) il contratto assumerà un valore positivo, poiché il valore attuale dei tassi attesi sarà più alto rispetto al valore attuale dei flussi corrispondenti al tasso fisso già definito contrattualmente. Se, viceversa, la curva dei tassi variabili manifestasse un andamento discendente il contratto assumerebbe, per l'acquirente, un valore negativo. Per il venditore vale il discorso opposto a quello sino ad ora condotto.

2.2. Analisi tecnica delle più ricorrenti eccezioni sollevate in giudizio.

2.2.1. Operazione finanziaria complessa contenente clausola cd. “floor”.

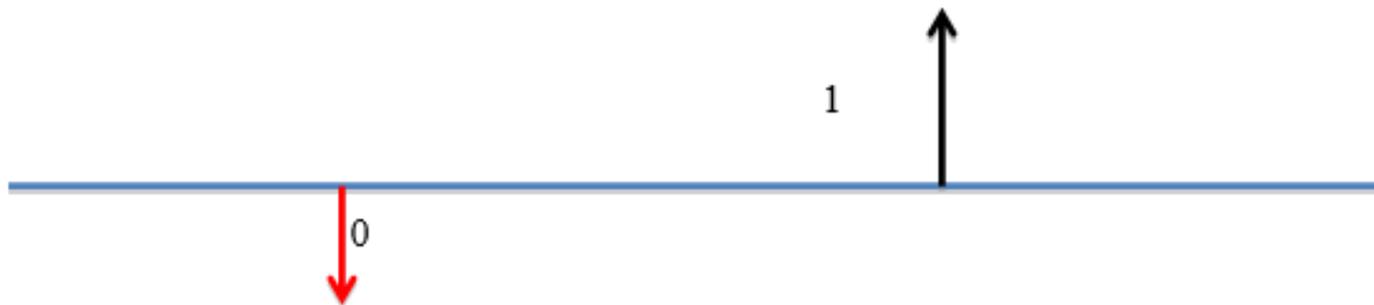
Nella prassi del credito a tasso variabile, è comune l’inserimento di una clausola di tasso minimo, cd. “*floor*”, con l’obiettivo di porre un limite agli effetti della clausola di indicizzazione qualora il parametro di riferimento scendesse al di sotto di una certa soglia.

Si riporta di seguito la scomposizione del contratto in analisi in contratto primario non derivato (*i.e.* operazione finanziaria complessa) e contratto derivato incorporato (*i.e.* opzione *floor*).

2.2.1.1. In merito al contratto primario.

Un'operazione finanziaria consiste nello scambio di somme scadenti in epoche diverse, certe nella loro manifestazione e fisse o variabili (in funzione di parametri di natura finanziaria) nel loro importo.

L'operazione finanziaria più semplice è costituita dallo scambio di una somma scadente in una certa epoca, con un'altra somma scadente in epoca diversa.



Un'operazione finanziaria più articolata – che, per semplicità, si indica con l'espressione “*operazione finanziaria complessa*” – è quella costituita dallo scambio di una somma scadente in una certa epoca con una serie di somme scadenti in epoche diverse, che si realizza – ad esempio – nel caso di finanziamento con rimborso rateale, ovvero nell'ipotesi di costituzione di un capitale.

Il finanziamento con rimborso rateale può essere come di seguito rappresentato:



Dal piano di ammortamento dell'operazione finanziaria complessa si può agevolmente desumere la verifica della condizione di chiusura c.d. “*elementare*”.

In particolare, indicando con la lettera D il debito iniziale, la condizione di chiusura elementare richiede che la somma delle quote capitale coincida con il debito iniziale; e cioè $D = C_1 + C_2 + \dots + C_n$

Nel caso di operazione finanziaria di finanziamento con rimborso rateale a tasso variabile, la quota interessi delle rate è ancorata ad un tasso variabile costituito dal parametro di riferimento maggiorato di uno *spread*.

In tale ipotesi, le freccette rosse di cui al grafico precedente non sono di lunghezza costante, ma variabile in funzione del tasso di interesse.

2.2.1.2. *In merito al derivato incorporato.*

Tra le *interest rate options* più comuni, offerte delle istituzioni finanziarie nei mercati *O.T.C.*, figurano i *caps*, i *floors* e i *collars* su tassi di interesse.

Gli *interest rate caps* offrono protezione, al contraente di un finanziamento a tasso variabile, contro la possibilità che i tassi di interesse superino un certo livello (*i.e. cap rate*).

I *floors* pongono un limite inferiore agli interessi dei prestiti a tasso variabile.

I *collars* pongono limiti inferiori e superiori agli interessi dei finanziamenti a tasso variabile. Nello specifico, il *collar* è la combinazione di un *cap* lungo e di un *floor* corto. Di solito, viene costruito in modo che il valore iniziale del *cap* sia uguale a quello del *floor*, garantendo – in tale caso – un costo nullo per entrare nel *collar*.

Fatte le opportune premesse, è agevole desumere che la clausola di tasso minimo incorporata in un'operazione finanziaria complessa a tasso variabile è assimilabile ad un'opzione *floor*, strumento finanziario derivato che consente a chi lo acquista, a fronte di un premio da versare, di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato parametro, ricevendo la differenza che alla scadenza/alle scadenze contrattuali si manifestano tra il parametro di riferimento ed il limite fissato.

Nei finanziamenti in analisi, l'acquirente dell'opzione (senza premio) è la banca, la quale si assicura copertura da eventuali discese del tasso del finanziamento al di sotto di un rendimento certo (*i.e.* tasso *floor*).

I flussi di cassa generati dalla complessiva operazione finanziaria sono determinabili come segue:

- quando il tasso variabile è inferiore al tasso *floor*, la banca esercita l'opzione e riceve dal prenditore del finanziamento il differenziale fra il tasso *floor* e il tasso variabile, moltiplicato per il capitale;
- quanto il tasso variabile si colloca al di sopra del livello inferiore delimitato dal tasso *floor*, non vi sono flussi di cassa fra le parti oltre a quelli generati dal contratto primario, giacché l'opzione non viene esercitata.

In sintesi:

Condizione	Flussi di cassa complessivi a carico del prenditore del finanziamento
Tasso variabile > tasso <i>floor</i>	<p><i>Spread</i> finanziamento + tasso variabile, giacché l'opzione non viene esercitata e il prenditore paga il saggio di interesse previsto nella passività sottostante</p>
Tasso variabile < tasso <i>floor</i>	<p><i>Spread</i> finanziamento + tasso <i>floor</i>, giacché il prenditore:</p> <ul style="list-style-type: none"> • paga tasso variabile + <i>spread</i> a titolo di interessi sul finanziamento e • paga tasso <i>floor</i> – tasso variabile per effetto dell'esercizio dell'opzione

In altri termini, a seguito e per effetto dell'operazione finanziaria rappresentata dalla conclusione di un contratto di finanziamento a tasso variabile e di un'opzione *floor* le variazioni del saggio di interesse sono contenute – al livello inferiore – dal tasso *floor* maggiorato dello *spread* del finanziamento.

Il derivato implicito in analisi fissa, dunque, un costo minimo dell'indebitamento sottostante.

2.2.2. Operazione finanziaria complessa indicizzata a due parametri.

Nella prassi del credito, è – altresì – comune il prodotto indicizzato contemporaneamente a due parametri, ovvero:

- ad un tasso di interesse, generalmente rappresentato dal tasso LIBOR relativo ad una valuta;
- ad un tasso di cambio,
con la conseguenza che il prenditore del finanziamento è esposto ad un duplice rischio finanziario:
- il primo, il rischio di interesse, legato all'andamento del tasso di interesse di riferimento;
- il secondo, il rischio di cambio, relativo al cambio della valuta indicata in contratto con l'euro.

Relativamente al contratto primario non derivato (*i.e.* operazione finanziaria complessa) si è già detto ai punti precedenti; quanto al contratto derivato incorporato, si riporta di seguito l'analisi.

2.2.2.1. In merito al contratto derivato incorporato.

Come si è detto, il meccanismo di doppia indicizzazione espone il prenditore del finanziamento al rischio sia di interesse, sia di cambio. In particolare, il contratto produce variazioni a debito del prenditore del finanziamento nei seguenti casi:

- il tasso di interesse alla scadenza è superiore al parametro base contrattuale;
- la valuta di riferimento si apprezza rispetto all'euro.

Le previsioni contrattuali, alla prova dei fatti, comportano un vero e proprio scambio di flussi monetari, che si affiancano all'ordinario ammortamento dell'importo finanziato.

Il flusso dei pagamenti effettuati descrive, infatti, la dinamica dei movimenti costituiti da pagamenti di rate (fisse) alternati a movimenti costituiti dall'effetto dell'indicizzazione determinata con l'applicazione combinata delle due indicizzazioni sopra riportate.

La complessiva struttura del rapporto induce a ritenere che l'indicizzazione costituisce un'operazione fine a sé stessa, ancorché intimamente collegata alla funzione del finanziamento: essa, infatti, intende modificare il piano finanziario sotteso al contratto, introducendo un elemento di aleatorietà. In forza della clausola di indicizzazione, il flusso di cassa viene utilizzato come semplice base di calcolo per determinare il differenziale spettante all'uno o all'altro contraente.

Pare opportuno segnalare che le caratteristiche e la natura giuridica e matematico-finanziaria del contratto sono attratti dal meccanismo di funzionamento dell'indicizzazione.

Al fine di comprenderne gli effetti, occorre porre a confronto l'indicizzazione a due parametri del contratto di finanziamento con quella di una delle più semplici e note operazioni in derivati, l'*Interest Rate Swap* (o *Interest Currency Swap*, qualora il sottostante sia costituito da valute).

Nel finanziamento a rata variabile, il corrispettivo periodico è composto da un tasso base fisso (determinato nella fase negoziale). In altri termini, nel corso contrattuale, le rate del finanziamento rimangono invariate, mentre avviene separatamente uno scambio di flussi monetari determinato dagli adeguamenti periodici, positivi o negativi, calcolati moltiplicando la differenza esistente tra il tasso base stabilito alla data di sottoscrizione del contratto ed il valore rilevato tempo per tempo del parametro di riferimento (LIBOR, EURIBOR o altri), per il debito residuo o la sommatoria delle rate, tenendo conto – nel contempo – della variazione del tasso cambio.

In questo modo, l'ammortamento dell'importo finanziato avviene esattamente a tasso fisso, mentre distintamente vengono addebitate o accreditate al Cliente le differenze (leggasi differenziali *fixed vs floating*) pari al risultato del calcolo della formula di indicizzazione e della correlazione al tasso di cambio.

Tale modalità di calcolo si pone totalmente al di fuori del piano di ammortamento in base al quale sono determinate le rate di rimborso del finanziamento, e vi si ricollega solo mediante l'inserimento, all'interno della formula di calcolo, di un elemento che rappresenta il capitale.

Il meccanismo di funzionamento dell'indicizzazione al tasso di interesse variabile (prima componente derivativa) non è affatto nuovo al mondo finanziario, poiché è praticamente identico a quello che comunemente viene definito contratto di *Interest Rate Swap*.

Come si è detto, lo *Swap* è il contratto in forza del quale le parti si obbligano a eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi. Nel caso di *fixed to floating swap*, che prevede che un soggetto paghi un tasso fisso e l'altra un tasso variabile, è evidente la similitudine che la forma derivata ha con la clausola di indicizzazione dei contratti di finanziamento. Il tasso base rappresenta, infatti, un tasso fisso; ed il parametro di indicizzazione rappresenta il tasso variabile.

Anche nel caso dell'*Interest Rate Swap*, poi, così come in quello dell'indicizzazione, il nozionale per il quale viene moltiplicata la differenza tra il tasso fisso ed il tasso variabile, può avere un collegamento diretto con l'ammortamento di un mutuo o di un finanziamento.

La condizione di eguaglianza tra i due meccanismi di indicizzazione e, così, la primaria presenza di una strutturale composizione finanziaria inducono a ritenere che la clausola di indicizzazione del mutuo sia equiparabile, per natura, ad un contratto *I.R.S.*

A ciò si aggiunge l'effetto di un contemporaneo *Currency Rate Swap* (seconda componente derivativa), correlato alla variazione del tasso di cambio.

L'operazione complessiva è – dunque – assimilabile a due contratti di tipo *forward*, legati uno al tasso di interesse variabile e l'altro al tasso di cambio.

Al proposito, occorre precisare che un contratto *forward* è un contratto che obbliga il portatore a comprare o a vendere una data attività ad un'epoca futura, per un prezzo prefissato. In altri termini, si tratta di un contratto di compravendita a termine negoziato *O.T.C.*

I contratti *forward* permettono di posticipare nel tempo il regolamento di una compravendita già concordata nei dettagli (prezzo e quantità/caratteristiche del bene) e, come tutti i contratti derivati, possono avere due funzioni principali: copertura e speculazione. L'acquirente di un contratto *forward* può infatti acquistare un bene con pagamento differito proteggendosi da eventuali aumenti dei prezzi (e risparmiando sui costi di stoccaggio in caso di materie prime). Viceversa per il venditore che invece si pone come obiettivo la copertura da eventuali flessioni dei prezzi (e dalla eventuale mancanza di disponibilità immediata del bene).

Con i *forward* si può anche speculare, puntando al rialzo o al ribasso dei prezzi: nel primo caso si acquista il *forward* al prezzo x per poi rivendere il bene al prezzo $x+y$ in contemporanea con la consegna a termine, realizzando un profitto pari a y . Nel secondo si vende il *forward* al prezzo x per poi acquistare al prezzo $x-z$ il bene in contemporanea con la consegna a termine, realizzando un profitto pari a z .

È agevole desumere che la clausola di doppia indicizzazione (al tasso di interesse variabile e al tasso di cambio) assimila il prodotto in oggetto a operazioni di natura derivata, riconducibili a due contratti *forward*, legati al tasso di interesse e al tasso di cambio. Più nel dettaglio, nel contratto ibrido si rileva la compresenza di una posizione corta sul tasso di interesse e una posizione lunga sul tasso di cambio:

- con la clausola di indicizzazione al tasso di interesse variabile, il prenditore del finanziamento si impegna a vendere il tasso di interesse ad un valore pari al tasso contrattualmente pattuito che rappresenta il *delivery price* dell'operazione;
- con la clausola di indicizzazione del tasso di cambio, il prenditore del finanziamento si impegna a garantire il prezzo base corrispondente al tasso stipulato nel contratto e trae profitto se e solo se la valuta di indicizzazione si deprezza.

2.3. In merito alla riqualificazione dell'operazione in termini di strumento finanziario derivato.

Qualora si ritenesse di accogliere la tesi circa la sussistenza di derivati incorporati nelle operazioni finanziarie complesse a tasso variabile con *floor* e nelle operazioni finanziarie complesse con doppia indicizzazione, ne deriverebbero conseguenze rilevanti sul piano della normativa da applicare, sugli adempimenti e obblighi della banca in sede di stipulazione, sulla trasparenza e informazione in favore dei clienti, sui requisiti oggettivi e soggettivi delle operazioni, sui costi occulti e sul tasso effettivo, con effetti significativi nei rapporti di finanziamento da rideterminare e riequilibrare tra le parti.

In particolare, la dicotomia fra i due rapporti contrattuali, quello originario e quello costituito dal derivato incorporato, importa le seguenti conseguenze: le somme versate dall'utilizzatore in forza della clausola di indicizzazione o di tasso minimo non costituirebbero il corrispettivo proprio del contratto di finanziamento; di conseguenza, con riferimento al finanziamento «atipico», dovrebbe attenersi alle regole di condotta imposte agli intermediari finanziari dal t.u.f. e dalla normativa regolamentare.

Inoltre, tutti i derivati hanno un “*pricing*” e, alla stipula, quest'ultimo deve essere astrattamente nullo per entrambe le parti. Nell'ambito delle clausole di indicizzazione dei finanziamenti, non è detto che la regola del “*pricing* nullo” sia rispettata, in quanto il valore del tasso base viene normalmente definito uguagliandolo a quello assunto dal LIBOR (o altro parametro) alla data di sottoscrizione. Il punto è che il LIBOR, di solito utilizzato come parametro di indicizzazione, non esprime il tasso *forward* riferibile alla *duration* del finanziamento, assumendo di solito un valore più basso. Tale condizione comporta l'esistenza di costi impliciti dovuti alla partenza “non in pari” del contratto sottoscritto.

Inoltre, le “*operazioni bancarie*” si differenziano per adempimenti ed obblighi anche in funzione della categoria alla quale appartengono. Mentre i finanziamenti bancari sono soggetti alle norme del D. Lgs. n. 385 del 1993 (t.u.b.), i derivati appartengono alle operazioni disciplinate dal D. Lgs. n. 58 del 1998 (t.u.f.).

L’operatività degli obblighi previsti dal D.Lgs. 58/1998 dettata per gli intermediari finanziari è apparentemente circoscritta alla sola clausola di indicizzazione al rischio cambio, la quale rientra nella definizione di strumento finanziario di cui all’art. 1 comma 2 lett. g) del t.u.f., prevedendo essa flussi di denaro collegati all’andamento di una valuta estera che vengono regolati autonomamente rispetto alle obbligazioni tipiche del finanziamento. In base a tale clausola, il flusso di cassa periodico costituisce la base di calcolo per determinare il differenziale spettante all’una o all’altra parte, con una mera funzione aleatoria, visto che gli effetti della sua applicazione non sono né quello di riequilibrare le prestazioni contrattuali né quello di compensare gli effetti dell’indicizzazione.

In realtà, la presenza di un tasso *floor*, potrebbe attrarre l'operazione nell'alveo dei derivati sui tassi di interesse, tenuto anche conto dell'ampiezza della definizione legislativa, con tutte le conseguenze di cui si dirà.

Quanto ai doveri di informazioni e trasparenza a carico degli intermediari finanziari, l'art. 21 del t.u.f., prevede che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori – i soggetti abilitati devono: *i*) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (c.d. “obblighi generali di correttezza e diligenza”); *ii*) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (c.d. “obblighi informativi”); *iii*) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti (c.d. “obblighi informativi”); *iv*) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività (c.d. “obblighi organizzativi”).

Lo stesso articolo stabilisce, inoltre, che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori – le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art. 107 del t.u.b., le banche italiane e quelle extracomunitarie (c.d. “disciplina dei conflitti di interesse”): *a*) devono adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; *b*) devono informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lett. *a*) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato (c.d. “*disclosure*”); *c*) devono svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. Ciò, fermo restando che – nello svolgimento dei servizi – le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono – previo consenso scritto – agire in nome proprio e per conto del cliente.

Le regole contenute nel citato articolo hanno portata generale e rappresentano lo *standard* di comportamento e di organizzazione che gli intermediari devono osservare in tutte le manifestazioni dell'attività di impresa. In particolare, gli oneri di informazione attribuiti all'impresa di investimento non si esauriscono nella fase precontrattuale ma proseguono anche con riguardo alla durata del peculiare rapporto che si instaura fra intermediari e clienti. Ciò nell'intento di accrescere il grado di consapevolezza di quest'ultimo e, dunque, al fine di procedere ad una ponderata valutazione degli impegni derivanti dall'eventuale stipula del contratto e percepire appieno la portata dei più significativi diritti ed oneri previsti dal contratto stesso.

Il reg. Consob n. 16190/2007 delinea la qualità dell'informazione (che deve essere, ai sensi dell'art. 27, co. 1, corretta, chiara e non fuorviante) e la funzione che essa è chiamata ad assolvere (*i.e.* mettere in condizione il cliente di prendere decisioni consapevoli), secondo una prospettiva individuale. Al contempo, nel definire il contenuto e le modalità della concreta erogazione dei dati, si consente che questi vengano forniti in un formato standardizzato *ex art.* 27, co. 2.

Come si è detto, l'art. 27 del regolamento intermediari stabilisce che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti; in particolare, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali devono essere chiaramente identificabili come tali.

Più in dettaglio, gli intermediari devono fornire ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono: *a)* all'impresa di investimento e ai relativi servizi; *b)* agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; *c)* alle sedi di esecuzione; *d)* ai costi e oneri connessi.

Il successivo art. 31 prevede che gli intermediari debbano fornire ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione deve illustrare le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. Inoltre, la descrizione dei rischi deve includere, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo *status* e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: *i*) i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; *ii*) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; *iii*) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; *iv*) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti.

In aggiunta, l'intermediario – quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti – deve fornire una descrizione adeguata delle singole componenti (di strumenti e servizi finanziari diversi) e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi; e, nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia devono includere dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia.

A norma del successivo art. 32, gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti – ove significativi – i seguenti elementi: *a)* il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o – se non può essere indicato un corrispettivo esatto – la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; *b)* quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lett. *a)* deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; *c)* l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; *d)* le modalità per il pagamento. Ai fini della lett. *a)*, le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente.

Nella determinazione dei doveri gravanti sull'intermediario finanziario nei confronti dell'investitore, legislatore e giurisprudenza sembrano seguire strade diverse, sia pure tra loro complementari.

Il legislatore, infatti, ha seguito la strada della analitica e minuziosa descrizione degli obblighi precontrattuali e contrattuali che l'intermediario è tenuto ad adempiere. La giurisprudenza, all'opposto, ha fatto leva sui generali concetti di correttezza (di cui all'art. 1175 c.c.) e diligenza (di cui all'art. 1176, co. 2, cc.). Così, secondo la regola generale che ne è derivata, l'intermediario è tenuto al rispetto assoluto di tali precetti e solo il giudice di merito ha il compito di stabilire se nei casi specifici siano stati violati.

Le prescrizioni contenute nel t.u.f. in tema di condotta dell'intermediario hanno quindi assunto un ruolo rilevante ma non decisivo per affermare la sussistenza della responsabilità dell'intermediario. Il loro rispetto da parte di quest'ultimo, infatti, potrà ritenersi non sufficiente per escluderne la colpa, là dove comunque gli sia imputabile una generica violazione dei suddetti doveri di diligenza e correttezza.

Nella prospettiva della tutela, l'utilizzo della correttezza e della buona fede, quali clausole generali di comportamento, si rivelano opportune per permettere un'interpretazione uniforme dei doveri in capo all'intermediario senza standardizzazioni che non possono avere efficacia duratura nel settore dei contratti finanziari.

Dalla direttiva MiFID e dai testi normativi che le hanno dato attuazione, la dottrina ha tratto la sussistenza delle quattro regole principali di condotta a carico dell'intermediario:

- la *know your customer rule*, la quale esige un flusso di informazioni inverso dal cliente all'intermediario (c.d. “obbligo di informazione passiva”), affinché quest'ultimo possa conoscere la situazione patrimoniale del risparmiatore e la sua propensione al rischio, scegliendo di conseguenza il prodotto più adeguato;
- la *suitability rule*, in virtù della quale l'intermediario ha l'obbligo di accertare se il prodotto finanziario richiestogli dal cliente o a questo proposto, sia effettivamente conveniente rispetto alla sua situazione patrimoniale (c.d. “obbligo di informazione attiva”).

In particolare, al momento della ricezione dell'ordine, l'intermediario finanziario:

- comunica al cliente il prezzo al quale è disposto ad acquistare o vendere ed esegue l'operazione contestualmente all'assenso dell'investitore;
- segnala il conflitto di interesse rispetto a specifici titoli ordinati dal cliente;
- informa il cliente circa la natura, i rischi (comunicando anche il *rating* del titolo) e le implicazioni della specifica operazione di acquisto o del servizio richiesto;
- segnala al cliente le inopportunità di effettuare le operazioni ordinate quando non adeguate, nel qual caso potrà dare corso all'operazione solo previo assenso scritto del cliente;
- la *best execution rule*, in virtù della quale l'intermediario è tenuto ad attivarsi per fornire al cliente il miglior prodotto finanziario possibile;
- la *antichurning rule*, in virtù della quale l'intermediario deve astenersi dal compiere operazioni per conto del cliente che, se pur legittime individualmente considerate, eseguite in modo seriale e ripetitivo finiscono per esporre il risparmiatore a particolari rischi.

3. La posizione della giurisprudenza.

Per ragioni di completezza espositiva e di inquadramento sistematico, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, si riportano di seguito alcune posizioni assunte dalla più recente giurisprudenza. Per maggiore chiarezza, le pronunce sono illustrate in ordine cronologico, a partire da quelle più remote.

Il Tribunale di Udine, con sentenza del 29 febbraio 2016, n. 263, ha stabilito che il fatto che la clausola avente natura aleatoria di “rischio cambio”, inserita in un contratto di *leasing*, il quale, di per sé, non rientra tra i servizi e le attività di investimento, né fra gli strumenti finanziari di cui all’art. 1, co. 2 e 5 t.u.f., sia stata oggetto della volontà negoziale delle parti, non esclude che ad essa si applichino le norme in materia di intermediazione finanziaria.

Il Tribunale di Roma, con Ordinanza del 3 gennaio 2017, ha dichiarato la nullità delle clausole dei mutui indicizzati al franco svizzero, giacché, oltre a non essere state redatte in maniera chiara e comprensibile, determinano a carico del consumatore un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto.

Il Tribunale di Milano, con Sentenza dell'11 maggio 2017, n. 5296, ha stabilito che le clausole di indicizzazione dei canoni al tasso Euribor non interferiscono con la causa e l'oggetto del negozio, trattandosi di mera pattuizione accessoria rispetto al fine perseguito dalle parti, riguardando la sola determinazione del tasso di interesse dell'operazione di finanziamento, indicizzato ad un parametro certo, ma variabile. Ne consegue l'inapplicabilità del contratto in questione alla disciplina prevista dal d.lgs. n. 58/1998, non essendo assimilabile ad un contratto finanziario.

La Corte di Appello di Trieste, con Sentenza del 28 maggio 2018, n. 254, ha affermato che la clausola di indicizzazione dei pagamenti – che fa riferimento al rapporto di cambio tra valute nei contratti di finanziamento – opera in maniera autonoma; pertanto assume causa propria rispetto al contratto. Infatti, i pagamenti reciproci trovano la loro fonte non già nelle prestazioni contrattuali, ma nelle oscillazioni del cambio tra le monete. Inoltre, la Corte d'Appello ha precisato che la clausola di indicizzazione non è meritevole di tutela giuridica nel caso in cui introduca elementi di prevaricazione di una delle parti contrastanti con il nostro ordinamento.

La Corte di Cassazione, con Sentenza depositata in data 22 febbraio 2021, n. 4659, è intervenuta in materia di *leasing* “*in costruendo*”, nel quale le parti avevano previsto una clausola di doppia indicizzazione (*i.e.* indicizzazione del tasso di interesse all’oscillazione del Libor CHF e indicizzazione del tasso di cambio EUR/CHF all’andamento dei cambi valuta), precisando che le clausole di tale contratto non configurano un *domestic currency swap*.

Al proposito, la Suprema Corte ha infatti ritenuto che l’indicizzazione al cambio EUR/CHF costituisce solo la modalità di attuazione della volontà contrattuale di erogare un finanziamento in euro indicizzato al franco svizzero e non un derivato di copertura.

Esso, quindi, non configura un contratto autonomo, ma un meccanismo di adeguamento del valore dell’obbligazione pecuniaria.