UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE

DOTTORATO DI RICERCA IN
Scienze Giuridiche

CICLO XXXII

COORDINATORE Prof. Alessandro Simoni

Il controllo del rischio finanziario nel contratto

Settore Scientifico Disciplinare IUS/01

Dottorando
Dott. Federico Pistelli

Tutor
Prof. Giuseppe Vettori

Coordinatore
Prof. Alessandro Simoni

Anni 2016/2020

“natura quidem
suas habet consuetudines, natas ex reditu causarum, sed non nisi ὡς ἐπί τὸ πολὺ”

[Gottfried Leibniz a Jacob Bernoulli, 3 dicembre 1703]

PREMESSA

La ricerca si propone di verificare come l'autonomia dei privati sia impiegata nella gestione del rischio inerente alle operazioni finanziarie. La storia del rischio e della sua gestione – quantomeno in un'accezione moderna del termine – pone le sue radici in una data ben precisa: il 1202. In quell'anno, il giovane Leonardo Pisano portò a termine la sua prima opera, un corposo volume di aritmetica ed algebra frutto dei lunghi studi condotti sui trattati dei matematici arabi. Il padre, Guglielmo dei Bonacci, era un noto mercante pisano dell'epoca e durante i suoi frequenti viaggi di rappresentanza della Repubblica di Pisa in Algeria portava spesso con sé il figlio, perché potesse apprendere l'arte del commercio. Questi mostrò, però, fin da subito un maggior interesse per lo studio delle raffinate tecniche matematiche del mondo orientale, ben più avanzate dei rudimentali metodi di calcolo di tradizione romana. In particolare, il figlio di Bonacci (filius bonacci, meglio noto come Fibonacci), si appassionò ai lavori del matematico Muḥammad ibn Mūsā al-Khwārizmī, al quale si attribuisce l'invenzione del procedimento di calcolo che oggi ne ha assunto il nome, l'«algoritmo». Di ritorno in Italia, Fibonacci raccolse gli esiti delle sue ricerche in un trattato, scritto in latino medioevale, dal nome "Liber Abbaci". Fra le diverse applicazioni del nuovo metodo matematico descritto da Fibonacci, la più nota muove dal problema di stimare quanti conigli sarebbero nati, nell'arco di un intero anno, partendo da una singola coppia ed assumendo che ogni coppia diventi fertile dopo un mese di tempo. La risposta al quesito necessita, per l'appunto, dell'applicazione della celebre "successione di Fibonacci", regola secondo la quale ciascun numero della sequenza costituisce il risultato della somma dei due precedenti. La scoperta della regola, anche nota come "proporzione aurea" va però ben oltre a questo risultato, poiché consentì presto di realizzare che, come per i numeri, fosse possibile prevedere la verificazione di taluni fenomeni naturali. Le 233 coppie di conigli di Fibonacci partorirono, dunque, un assioma che, se ad oggi pare del tutto scontato, all'epoca non lo era affatto: l'applicazione della matematica consente all'uomo di calcolare la relazione sussistente fra una causa e un effetto, di soppesarne le relative conseguenze e, dunque, di poter in qualche modo controllare il corso degli eventi.

§ § §

*Né d'altra parte, nonostante la sua formazione mercantile, lo stesso Fibonacci comprese fin da subito le enormi potenzialità offerte della combinazione dell'universo dei numeri con quello del denaro e del commercio. Chi la comprese, invero, furono altri matematici, con una spiccata passione per il gioco d'azzardo. Lo studio delle probabilità e delle formule dell'algebra poteva difatti rappresentare un metodo infallibile per la vincita nel gioco, poiché consente di stimare con precisione i rischi dell'azzardo. I volumi dell'epoca riflettono, di conseguenza, una precisa visione del rischio come mestiere dell'*homo ludens*, e non è dunque un caso che i primi lavori sui principi statistici della probabilità abbiano ad oggetto proprio lo studio del gioco dei dadi (Girolamo Cardano,* Liber de ludo Aleae, *1560); lo stesso Granduca di Toscana ebbe a rivolgersi allo scienziato Galileo Galilei perché calcolasse la probabilità di ottenere un numero* x *dalla somma di tre facce di un dado (Galileo Galilei,* Sopra le scoperte dei dadi, 1596). *Il legame tra "rischio" (nell'antica vulgata toscana, etim. da* risicare, *ossia* "osare" "sfidare il fato divino"*), "alea" (nome in latino del gioco dei dadi) e "azzardo" (da "*Al zahr"*, in arabo sempre riferito al gioco dei dadi) ha per lungo tempo faticato, non solo dal punto di vista terminologico, a separare il mondo della probabilità da quello delle facezie e del gioco. D'altronde, il rilievo che questo retropensiero si sia radicato con forza è testimoniato altresì dal fatto che persino il legislatore italiano del 1998, sulla scorta di quello tedesco, ha avvertito l'esigenza di precisare che gli strumenti finanziari derivati non possano venir assoggettati allo stesso regime giuridico del giuoco e della scommessa (art. 23, comma 5, Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria). Solo l'avvento dell'Illuminismo consentì all'uomo di diventare padrone di sé e del proprio destino. La scoperta di un mondo che agisce attraverso schemi e logiche precise, riconducibili a formule algebriche e a sequenze predeterminate, illuse difatti l'uomo illuminista di poter misurare l'indefinito attraverso l'uso della ragione. "La razionalità è parte stessa della natura dell'uomo", sentenziò con forza il matematico e fisico svizzero Daniel Bernoulli. Ben più pragmatico fu, invece l'ammonimento che gli rivolse l'amico e filosofo tedesco Gottfried Leibniz: "l'uomo è sì creatura razionale e la natura opera attraverso sequenze precise.. Ma solo per una sua parte"! (Lettera di Leibniz a Bernoulli, pubblicata in* Sämtliche Schriften und Briefe, *Reihe III, Band 9.* Mathematischer, naturwissenschaftlicher und technischer Briefwechsel, *Basel, 2018, pag. 272, testo originale in latino e greco antico).*

§ § §

L'economia come scienza sociale opera, al pari delle scienze naturali, secondo schemi e sequenze conoscibili ex ante, misurabili alla luce delle regole della probabilità. Tra "rischio" ed "incertezza" corre difatti una distinzione fondamentale: quella relativa alla stima della sua misura (Frank Knight, Risk, uncertainty and profit, *Boston, 1921*). *La matematica e la tecnica finanziaria consentono oggi di studiare il rischio, di capirlo, di sviscerarlo nelle sue diverse componenti e di misurarlo alla luce delle probabilità della sua verificazione. Eppure, realtà anche drammaticamente recenti hanno messo in luce il peso che eventi del tutto improbabili assumono nel governo delle nostre vite, i cd. "cigni neri" (Nassim Taleb,* Il cigno nero, *edito in Italia da IlSaggiatore, 2007). In siffatto contesto, torna dunque di grande attualità il monito che Leibniz rivolse al matematico svizzero: per quanto l'esperienza possa aver forgiato le nostre conoscenze, non è possibile porre limiti al variare della natura degli eventi. Dalla seconda decade del nuovo millennio, quella successiva alla stagione delle profonde crisi finanziarie, abbiamo ereditato due convinzioni forti. L'assunzione di un certo grado di rischio permea inevitabilmente le nostre vite, anche nel perseguimento delle esigenze fondamentali dell'individuo, come l'acquisto della prima casa, l'accesso alle disponibilità economiche per intraprendere un'attività lavorativa, l'accumulo di risparmi per assicurarsi un sostentamento nel futuro. Ed anzi, la democratizzazione ed umanizzazione del sistema finanziario deve muovere proprio da una sua consapevole assunzione e gestione (R. J. Shiller,* Finance and the Good Society, *2° ed., Princeton, 2012). Ma allo stesso modo, se è pur vero che il rischio finanziario può essere conosciuto, misurato e soppesato, vi sarà sempre una sua parte, quella di cui parla Leibniz, che sfugge alla sequenza logica degli eventi e che, se non opportunamente gestita, è idonea a produrre un effetto dirompente nelle nostre vite. Il diritto deve dunque interessarsi per primo a questo fenomeno. Il rischio chiede difatti di essere regolato e gestito, in un dialogo continuo fra autonomia negoziale ed autorità statuale, nella consapevolezza del moto comune di convergenza fra i diversi ordinamenti dell'Unione Europea, che guarda al contratto, alle sue regole e a rimedi effettivi a fronte della loro violazione.*

§ § §

Questo lavoro prova dunque a differenziarsi dagli altri studi sulla negoziazione del rischio finanziario, nel porsi l'obiettivo di studiare il fenomeno partendo dall'espressione più elementare dell'autonomia privata: la clausola contrattuale. Negli ultimi anni, la prassi si è difatti mossa

reagendo all'impatto prodotto dalle crisi di mercato ed introducendo, così, all'interno dei regolamenti contrattuali disposizioni specificamente volte alla gestione del rischio finanziario. Fattispecie atipiche di tal genere hanno quindi indotto gli interpreti ad affrontare il problema relativo alla loro qualificazione, talora ricorrendo ad una "profilatura" dei soggetti fra i quali è avvenuta la negoziazione (il risparmiatore, l'investitore, la banca, l'assicurazione etc.), altra volta soffermandosi sul tipo contrattuale adottato dalle parti ed assorbendo all'interno di esso l'alveo delle regole applicabili alla singola convenzione. Invero, la realtà delle negoziazioni sul mercato finanziario si mostra assai più complessa di come viene spesso descritta e rifugge, di conseguenza, da facili semplificazioni. La prospettiva da cui si è deciso di muovere parte, invece, da un assunto diverso: quello per cui capire l'operazione conclusa dalle parti significa, anzitutto, capire come esse abbiano inteso ripartire fra loro le conseguenze derivanti dal verificarsi di un rischio, per poter determinare quali regole possano trovar applicazione e in quale "misura" i privati siano liberi di assumere e di scambiarsi fra loro un rischio finanziario. L'unità delle singole clausole che concorrono a formare il contenuto del contratto, così come l'unità dei singoli segmenti tipici di un'operazione complessa, non è riducibile ad una mera questione di "etichette", ma guarda inevitabilmente a come i singoli ingranaggi del sistema si integrino fra loro nel determinare la struttura e la funzione complessiva della macchina. Su questa linea si è, dunque, inteso ripercorre le categorie del contratto alla luce del valore che il rischio finanziario assume rispetto ad esse, poiché è dalla loro analisi che è possibile ricercare quell'unità che dia coerenza al sistema (G. Benedetti, Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a contenuto patrimoniale, *2° ed., Napoli, 1997).*

Firenze, novembre 2019

CAPITOLO I

LA PRASSI: CLAUSOLE NEGOZIALI E RISCHIO FINANZIARIO

0. Tempo, denaro, valore. Il rischio finanziario nelle operazioni sul mercato dei capitali *12*

1. Il rischio su tasso *15*

1.1. Il mercato 20

1.1.1. La volatilità dei tassi di interesse dall'austerity alle politiche sul tasso negativo 20

1.2. Il contratto 23

1.2.1. L'indicizzazione delle prestazioni nel contratto 23

1.3. Le clausole 25

1.3.1. Le clausole di indicizzazione al tasso variabile 25

1.3.2. Le clausole di interest rate floor 27

1.3.3. Le clausole di interest rate cap 31

1.3.4. Le clausole di interest rate collar e corridor 33

2. Il rischio su valuta *35*

2.1. Il mercato 39

2.1.1. Il mercato degli immobili residenziali e le valute estere 39

2.2. Il contratto 43

2.2.1. Il rischio di cambio nell'obbligazione pecuniaria 43

2.3. Le clausole 46

2.3.1. Le clausole di denominazione in valuta straniera 46

2.3.2. Le clausole di indicizzazione al cambio con la valuta straniera 49

2.3.3. Le clausole di rischio cambio 52

2.3.3.1. Le clausole di aggiustamento del canone 54

2.3.3.2. Le clausole di *conguaglio* 56

2.4. La combinazione delle tecniche di gestione nelle clausole monetarie 58

3. Il rischio su titoli *60*

3.1. Il mercato 63

3.1.1. I fondi di investimento e la crisi delle banche internazionali 63

3.2. Il contratto 65

3.2.1. Prestazioni assicurative, indici azionari e rischio di investimento 65
3.3. Le clausole 69
3.3.1. Le clausole di rivalutazione delle prestazioni assicurative 69
3.3.2. Le clausole *linked* 72
3.3.3. Le clausole linked pure 75
3.3.4. Le clausole linked guaranteed e partial guaranteed 77
4. Una mappa di sintesi della gestione del rischio nel contratto *79*

CAPITOLO II

I LIMITI DELLA QUALIFICAZIONE TRADIZIONALE

1. La decostruzione del sistema. Clausole atipiche e qualificazione *81*
2. Impostazione soggettiva. Critica *84*
2.1. Il consumatore e il professionista 87
2.2. L'investitore e l'impresa di intermediazione 89
2.3. Il risparmiatore e la banca 93
2.4. Il cliente e l'assicurazione 94
3. Impostazione oggettiva. Critica *96*
3.1. Il contratto di credito 98
3.1.1. Il caso Banif Plus Bank (C-312/14) (I): valuta straniera e qualificazione del contratto di credito 101
3.2. Il contratto di investimento 104
3.2.1. Il risvolto della qualificazione nel caso Banif Plus Bank (C-312/14) (II): strumenti finanziari e gestione del rischio 109
3.3. Il contratto assicurativo 111
3.3.1. L'indirizzo della Corte di Giustizia nei casi *Gonzales Alonso* (C-166/11) e *Länsförsäkringar* (C-542/16) 113
3.3.2. Il diverso orientamento della giurisprudenza di legittimità 116

4. La ricostruzione del sistema: ripensare la categoria delle convenzioni di gestione del rischio 119

4.1. Un nuovo approccio qualificatorio. Dinamiche di gestione del rischio e funzionamento del contratto 121

4.2. La condivisione del rischio 123

4.3. Il trasferimento del rischio 126

CAPITOLO III

IL RISCHIO FINANZIARIO NEL SISTEMA DEL CONTRATTO

SEZIONE 1: IL RISCHIO FINANZIARIO NEL(LE CATEGORIE DEL) CONTRATTO: OLTRE L'ALEATORIETÀ 130

1. Rischio e alea. Una correlazione sistematica 130

1.1. La teoria dell'alea 133

1.1.1. Il dato positivo 133

1.1.2. Una distinzione controversa 137

1.1.3. Le opinioni tradizionali. Critica 139

1.2. Le clausole di gestione del rischio come problema di struttura e funzione 141

1.2.1. La collocazione dell'alea e del rischio nel contratto. Spunti problematici 143

1.2.2. (segue) Due casi di studio 144

1.3. Dalla teoria dell'alea al ruolo del rischio nel contratto: la prospettiva di disciplina 146

1.3.1. L'*emptio spei*: la sintesi fra il momento strutturale e funzionale 149

SEZIONE 2: IL RISCHIO TRA STRUTTURA E FUNZIONE DEL CONTRATTO 153

2. Rischio e contenuto del contratto. Aspetto strutturale. 153

2.1. Il linguaggio normativo 155

2.2. Il percorso travagliato della nozione di contenuto del contratto 156

2.2.1. Oggetto del contratto e *res* materiale 157

2.2.2. Oggetto e prestazioni contrattuali 158

2.2.3. Oggetto e contenuto del contratto 160

2.3. Il processo di "europeizzazione dell'oggetto del contratto 161
2.3.1. Il profilo descrittivo. La tutela del contraente debole. 162
2.3.2. Il profilo dispositivo. Oggetto principale, convenzioni essenziali e convenzioni accessorie. 163
2.4. Rischio finanziario e determinazione dell'oggetto 166
2.4.1. Determinatezza e determinabilità della *relatio* 169
2.4.2. Variabili finanziarie e indicazione dell'oggetto 170
2.4.3. Indeterminabilità dell'oggetto ed integrazione della clausola sul rischio 171
3. Rischio e causa del contratto. Aspetto funzionale. *174*
3.1. La causa nel tessuto normativo 176
3.2. La causa in senso soggettivo 178
3.3. La causa in senso oggettivo 179
3.3.1. La funzione economico-sociale 181
3.3.1.1. Lo scambio di rischi come funzione economico-sociale del contratto aleatorio. Critica. 183
3.3.2. La funzione economico-individuale. L'indagine sullo scopo pratico del negozio. 186
3.3.2.1. Meritevolezza e tipicità negoziale 188
3.4. Il paradigma dell'operazione economica come sintesi del momento strutturale e funzionale 190
3.4.1. Neutralizzazione del rischio e speculazione 192
3.4.2. Allocazione del rischio finanziario e funzione del negozio: la lezione del caso "My Way" 194
3.4.3. Dalla tipizzazione del contratto alla tipizzazione dell'interesse: il rischio finanziario nell'operazione previdenziale, di investimento e creditizia 198

CAPITOLO IV

LA MISURA DEL RISCHIO FINANZIARIO

1. Il rischio trasparente.....200

1.1. Il "funzionamento del contratto" e le "conseguenze economiche" come elementi determinativi dell'adempimento dell'obbligo.....203

1.2. La trasparenza sul rischio finanziario fra possibilità e probabilità 205

1.2.1. La trasparenza in senso forte nel passaggio dall'incertezza al rischio 208

1.2.2. Notazioni finali su limiti e confini della *disclosure* attraverso scenari di probabilità..... 211

1.3. La responsabilità per carente informazione sul rischio sul modello della Differenz Schadenersatz tedesca 213

2. Il rischio adeguato..... *216*

2.1. Truth is good (...) but not enough. Il paradigma di tutela oltre la trasparenza..... 218

2.2. Le fonti della regola.....220

2.2.1. Il caso *Bankinter* (C-604/11) e l'adeguatezza del rischio finanziario: la trasversalità della regola 221

2.3. L'adeguatezza come norma sul contratto 224

2.4. Rischio inadeguato e rimedi civilistici 227

3. Il rischio proporzionato.....*231*

3.1. Clausole sul rischio e sottoposizione al vaglio di vessatorietà nel panorama giurisprudenziale 232

3.1.1. Le categorie delle clausole di gestione del rischio fra *core* e *ancillary terms* dell'accordo 235

3.2. Squilibrio e contrarietà a buona fede 238

3.2.1. La presunzione di vessatorietà.....239

3.2.2. Lo squilibrio "significativo": sproporzione economica o normativa? 241

3.3. Riflessioni conclusive sulla sproporzione fra rischi: tra non vincolatività della clausola e irrealizzabilità della causa 243

CAPITOLO I

LA PRASSI: CLAUSOLE NEGOZIALI E RISCHIO FINANZIARIO

Sommario:

0. Tempo, denaro, valore. Il rischio finanziario nelle operazioni sul mercato dei capitali; 1. Il rischio su tasso; 1.1. Il mercato; 1.1.1. La volatilità dei tassi di interesse dall'austerity alle politiche sui tassi negativi; 1.2. Il contratto; 1.2.1. L'indicizzazione delle prestazioni nel contratto; 1.3. Le clausole; 1.3.1. Le clausole di indicizzazione al tasso di interesse; 1.3.2. Le clausole di interest rate floor; 1.3.3. Le clausole di interest rate cap; 1.3.4. Le clausole di interest rate collar e corridor; 2. Il rischio su valuta; 2.1. Il mercato; 2.1. Il mercato degli immobili residenziali e le valute estere; 2.2. Il contratto; 2.2.1. Il rischio di cambio nell'obbligazione pecuniaria; 2.3. Le clausole; 2.3.1. Le clausole di denominazione in valuta estera; 2.3.2. Le clausole di indicizzazione al cambio con la valuta straniera; 2.3.3. Le clausole di rischio cambio; 2.3.3.1. Le clausole di aggiustamento del canone; 2.3.3.2. Le clausole di conguaglio; 2.4. La combinazione delle tecniche di gestione nelle clausole monetarie; 3. Il rischio su titoli; 3.1. Il mercato; 3.1.1. I fondi di investimento e la crisi delle banche internazionali; 3.2. Il contratto; 3.2.1. Prestazioni assicurative, indici azionari e rischio di investimento; 3.3. Le clausole; 3.3.1. Le clausole di rivalutazione delle prestazioni assicurative; 3.3.2. Le clausole linked; 3.3.3. Le clausole linked pure; 3.3.4. Le clausole linked guaranteed e partial guaranteed; 4. Una mappa di sintesi della gestione del rischio nel contratto.

0. Tempo, denaro, valore. Il rischio finanziario nelle operazioni sul mercato dei capitali

Solo alcune fra le transazioni che avvengono sul mercato dei capitali comportano un trasferimento effettivo di denaro: ciascuna di esse determina, però, necessariamente l'assunzione di un rischio finanziario[1].

[1] J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford, 2007, pag. 12.

La centralità di questa dimensione deriva da una ragione di fondo intuitiva, ravvisabile nella dinamica di interazione tra *tempo*, *denaro* e *valore*[2]. Le diverse tipologie negoziali rispondono difatti, a loro modo, ad altrettante forme di interazione tra questi tre elementi, il cui accostamento dipende dallo specifico interesse che muove le parti alla contrattazione[3]. Pertanto, ed indipendentemente dalle finalità che giustificano l'intervento dell'agente sul mercato - per proteggersi contro l'incertezza, per ottenere la disponibilità di una somma di denaro, ovvero per mettere a frutto un capitale accumulato nel tempo -, ciascuna attività di impiego del "risparmio" (art. 47, comma 1, Cost.) si caratterizza per una certa allocazione, fra le parti, del rischio finanziario. Quest'ultimo presenta però dei connotati ben precisi, che consentono di distinguerlo dal più ampio reticolo dei rischi che influenzano l'attività negoziale fra privati.

Anzitutto, il rischio finanziario risulta in linea di massima *quantificabile*, nel senso che è possibile determinare *ex ante*, con un certo grado di confidenza, una percentuale di verificazione di singoli scenari, attribuendo a ciascuno di essi, attraverso modelli matematici, un grado di probabilità su di un orizzonte temporale predefinito[4]. Ciò consente, pertanto, di soppesare l'incidenza del rischio finanziario su di una determinata attività, riconoscendo ad esso un peso centrale nella determinazione del valore complessivo dell'operazione [5]. Inoltre,

---

[2] P. FERRO LUZZI, *Attività e "prodotti finanziari"*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 2, pag. 134

[3] Nel contratto di assicurazione, il beneficiario paga un premio (denaro), al fine di ottenere una protezione contro specifici eventi (tempo), affinché essi non incidano negativamente sul proprio patrimonio (valore). Ancora, nel contratto di credito, la banca concede una somma a titolo di finanziamento (denaro), il cui godimento sarà ad essa sottratto per un periodo predeterminato (tempo) e remunerato dalla corresponsione di un tasso di interesse (valore). Infine, nei negozi di investimento, un risparmiatore utilizza un determinato capitale accumulato (denaro), destinandolo ad una attività la cui detenzione prolungata, ovvero la sua liquidazione al termine (tempo), è diretto al maturare di una maggior somma (valore).

[4] Il rapporto tra rischio e rendimento è fondamentale per la valutazione di un investimento finanziario. Esistono degli indicatori in grado di fornirne una misura quantitativa, utile non solo per le considerazioni in merito alla bontà o meno di un singolo investimento ma anche per effettuare comparazioni fra diversi strumenti e soluzioni. Tra quelli più utilizzati, possono essere segnalati il VaR (Value at Risk), l'IR (Information Ratio) e l'indice di Sharpe (Sharpe Ratio). In particolare, l'utilizzo del cd. "valore a rischio" (VaR) consente di valutare, con un certo grado di confidenza X, che non vi saranno perdite stimate superiori a V euro, nell'arco temporale di N giorni, v., J. C. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 9 ed., 2018, pag. 521.

[5] Si pensi, ad esempio, al caso dei contratti di credito, ove la determinazione del rischio di insolvenza della controparte è strettamente funzionale, non solo alla decisione di provvedere all'erogazione del finanziamento, bensì alla determinazione stessa del tasso di interesse applicabile sulla somma. Sul punto, una nota dottrina americana sottolinea come che "c*ontracts are concerned with the assignment of risks between the parties and that the contract price will reflect this assignment, whether implicitly or explicitly* […] *if the risks are largely objective and independent of human action they may well be straightforward to insure, but equally the parties themselves*

lo sviluppo delle tecniche finanziare ha reso possibile *isolare* la componente rischio finanziario dal rapporto cui esso si riferisce, poiché idonea a configurare un valore che "prescinde dai beni cui si fa riferimento"[6] e che risulta, pertanto, suscettibile di un trattamento *separato* rispetto ad altri elementi del negozio[7]. Infine, proprio il riconoscimento di un valore economico *ex se* del rischio finanziario ne rende possibile la *negoziazione* fra le parti, che possono condividerlo fra loro, ovvero trasferirlo in differenti proporzioni.

Ebbene, proprio i suddetti caratteri distintivi (*quantificabilità*, *isolabilità*, *negoziabilità*) permettono di distinguere il rischio finanziario dal rischio contrattuale in senso lato: la dimensione dell'incertezza assume, per il primo, margini più precisi di governabilità. L'attività privata nel contesto delle operazioni sul mercato dei capitali si confronta, difatti, con *cause* (il tasso di interesse, il rapporto di cambio, il valore di un titolo), *eventi* (l'oscillazione dei suddetti parametri di mercato), *danni* (l'impatto percentuale delle variazioni) che sono individuati e quantificati già nello svolgimento della fase pre-negoziale, ed il cui impatto viene regolato dalle parti attraverso convenzioni di carattere atipico. Pare difatti tendenza pressoché costante nella prassi, quella di conferire al controllo del rischio finanziario un proprio rilievo ed una propria collocazione autonoma fra le disposizioni interne al contratto.

Di questa prassi proveremo, dunque, a dar conto in questa prima parte del lavoro, muovendo dalle variabili di articolazione del rischio finanziario sul mercato dei tassi, dei cambi ed in quello azionario, valutando le modalità attraverso cui queste influenzino le prestazioni contrattuali ed analizzando, infine, le fattispecie che più di frequente compaiono in queste tipologie di rapporti.

---

should be able to reach agreement on the price that they put upon such risk", cfr. R. BOWLES, *Law and the economy*, Oxford, 1982, pag. 138.

[6] L'espressione è di C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, Milano, 2016, pag. 85. L'Autore si sofferma a lungo sul concetto di *astrattezza* nella dimensione relativa alla qualificazione del contratto derivato, tracciando una linea di demarcazione netta con una diversa tipologia di astrattezza nella figura del contratto autonomo di garanzia (o *Garantievertrag*, alla tedesca). Lo scambio della promessa in questa seconda tipologia negoziale non ricava, difatti, in sé stesso la propria ragione, ma con riferimento ad un rapporto *esterno* rispetto al quale, l'astrattezza, opererebbe esclusivamente nel derogare la regola dell'accessorietà rispetto al contratto di credito cui è funzionale la garanzia prestata. Diversamente, il contratto derivato si contraddistinguerebbe per un'astrattezza, per così dire, *pura*, che si giustifica cioè in assenza di un qualunque presupposto causale esterno.

[7] Con riferimento alla funzione dei contratti derivati, vi è chi ne evidenzia l'uso per "*facilitate identification, isolation and separate management of fundamental risks*", T.C.SINGHER, *Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?*, in *Fordham INT'L L.J.*, 1995, pag. 1397-1405.

1. Il rischio su tasso

Una prima variabile nella quale si articola la dimensione del rischio finanziario è quella rappresentata dal *tasso di interesse*. L'oscillazione di questo parametro incide direttamente sul valore di mercato di una determinata attività finanziaria, potendosi sostanziare, rispettivamente, in un aumento o diminuzione del suo prezzo, ovvero in un divario tra il tasso previsto *ex ante* e i flussi concretamente percepiti sulla stessa attività finanziaria. A sua volta, è possibile identificarne due ulteriori sotto-articolazioni. Una prima, definita più frequentemente come "rischio di prezzo", attiene al piano della differenza intercorrente fra il prezzo con il quale viene acquistata una determinata attività ed il suo valore attuale di mercato (più noto come *Mark to Market*[8]); la seconda, il cd. "rischio di reinvestimento", guarda più ad una dinamica di prospettiva, legata ai flussi di cassa che l'attività è in grado di produrre. Entrambe queste dimensioni del rischio sono comunque accomunate dall'impatto prodotto dalla variazione dei tassi di interesse sul mercato.

A livello civilistico, il tasso di interesse esprime la prestazione pecuniaria, determinata in percentuale ed erogata a cadenza periodica, dovuta da chi utilizzi un capitale altrui, ovvero ne ritardi il pagamento[9]. La sua misura viene concordata, di regola e salvo particolari limiti, dalla negoziazione autonoma fra privati, i quali stabiliscono la remunerazione dovuta per quella particolare attività; nel contesto, ad esempio, del credito bancario, le parti convengono il corrispettivo per il godimento del capitale, da parte del cliente, attraverso l'individuazione della misura del tasso di interesse.

Le attività finanziarie si caratterizzano, per definizione, nella dialettica *tempo-denaro*[10], dando origine ad una ramificazione di flussi di pagamento, a determinate scadenze, la cui

---

[8] In estrema sintesi, il *Mark to Market* (MtM) viene definito come "*sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi*" o "*valore in sé*" di una determinata attività, cfr. *ex multis* Trib. Milano 7398/2015, 3070/2016, entrambe pubblicate in *dirittobancario.it*; il MtM altro non è che la misura numerica del valore di uno strumento finanziario. Il valore espresso, tuttavia, non corrisponde a quello *attuale* dello strumento, quanto quello frutto di una proiezione *teorica* del valore che il mercato gli attribuirebbe in caso di una sua estinzione anticipata, ed è quindi oggetto di un aggiustamento continuo in funzione dell'andamento dei mercati finanziari. Per una ricognizione tecnica, cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, pag. 299 ss.

[9] La definizione è di C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, *Diritto civile*, IV, Milano, 1995, pag. 174.

[10] La terminologia fa riferimento alle categorie di operazioni individuate in un noto scritto di P. FERRO LUZZI, *Attività e "prodotti finanziari"*, cit., pag. 134. L'Autore individua, nello specifico, tre tipologie di operazioni latamente finanziarie che articolano il trittico *spazio, tempo, denaro* in a) denaro/tempo/denaro (fenomeno

entità è, di regola, determinata in via convenzionale; essa corrisponde al valore che il mercato le attribuisce, ovvero segue l'andamento di un parametro che modula il suo rendimento alle oscillazioni del costo del denaro sul mercato. L'entità dei flussi prodotti da quell'attività è rappresentata, per l'appunto, dal tasso di interesse, il cui valore è influenzato da fattori di varia natura: da quelli sistemici, come l'andamento congiunturale dei cicli economici, ad altri legati all'espressione di determinate preferenze degli operatori, fino al perseguimento, da parte delle autorità monetarie e creditizie, di politiche di intervento.

Orbene, ciascuna attività finanziaria il cui tasso di interesse non sia stato oggetto di una predeterminazione *ex ante*, espone le parti coinvolte nell'operazione al rischio di non poter valutare in anticipo, da un lato, il carico economico da sopportare, dall'altro, il rendimento prodotto dallo sfruttamento del capitale. Tanto, dunque, il costo dell'erogazione di un credito, che la cedola maturata su di un investimento ovvero il capitale riscattato in una polizza assicurativa sono soggetti al rischio della variazione del tasso di interesse applicato, con conseguente – potenziale – capovolgimento della "convenienza" di un'operazione, per un fattore di carattere esogeno.

Pertanto, dato l'interesse "pubblicistico"[11] e sistemico alla tutela avverso il rischio su tasso di interesse nelle operazioni finanziarie, la sua gestione opera attraverso differenti meccanismi di tutela che interagiscono fra loro.

---

creditizio); b) denaro/spazio/denaro (fenomeno dei *servizi di pagamento*); c) denaro/denaro (operazioni di *cambio*. Rispetto a questo schema base, l'Autore introduce un'ulteriore categoria di operazioni, incentra sulla differenza di valore tra il denaro iniziale ed il denaro finale, e consistente nella definizione dei cd. *prodotti finanziari*. La centralità del fattore del "tempo" e del "valore" nell'ambito della negoziazione di strumenti finanziari derivati è inoltre sottolineato da C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, cit., pag. 32, secondo cui "*il «problema» del «derivato» si pone al centro di una dialettica in cui il contratto viene a confondersi con il* valore *e con il* mercato. *E neppure sorprende che in tale dialettica un ruolo decisivo svolga il fattore* tempo: *quel «valore» assume rilievo essenzialmente per la possibilità che si* modifichi *nel tempo e rispetto a tale possibilità, al fine di proteggersi nei suoi confronti ovvero di profittarne, si concretizza la funzione del «derivato»*.

[11] La Costituzione italiana attribuisce un peso specifico alla tutela del risparmio all'art. 47, secondo cui "*La Repubblica incoraggio e tutela il risparmio in tutte le sue forme*"; in un recente intervento, è stato sottolineato efficacemente come "*il risparmio è l'oggetto di tutte le negoziazioni che avvengono nel mercato finanziario* [...] *in definitiva, tutti i risparmi che affluiscono al mercato finanziario, ossia bancario, mobiliare, assicurativo e previdenziale, godono della tutela costituzionale prevista dall'art. 47.*", R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca Imp. Soc.*, 2018, pag. 394 – 395. Di recente anche la lucida analisi sul concetto di "risparmio" di P. GROSSI, *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, in *Bancaria*, 2017, 6, pag. 4 ss., secondo cui "*Il risparmio* [...] *sottrae parte di reddito o di risorse al consumo, ma non è un semplice tesoreggiamento. Esso non coincide né con l'inerte e cieca accumulazione o il mero accantonamento di ricchezza, senza alcuna previsione di destinazione, né con una rinuncia e neppure con*

Su un primo piano si collocano gli strumenti gestori che promanano dalle scelte di politica monetaria adottate dagli organi direttivi delle banche centrali (cd. *macroeconomic management*)[12]. In particolare, la BCE svolge nel contesto europeo un ruolo di intervento attivo nella regolazione degli indici cui - più di frequente - viene ancorato il valore dei rapporti finanziari (su tutti, EURIBOR e LIBOR)[13], in quanto essi costituiscono il viatico principale per l'adozione delle politiche monetarie e di sostegno all'economia reale, riconducibili al monopolio che questa istituzione mantiene sulla creazione della moneta (il "meccanismo di trasmissione dalla moneta ai prezzi")[14]. Nella misura in cui questi indici sono alla base della determinazione del valore delle attività finanziarie detenute da banche, imprese e consumatori, diviene dunque essenziale assicurare, già a livello di sistema, un certo grado di affidabilità nel loro andamento, in quanto gli eventi che ne possono minare la solidità producono ripercussioni dirette sulla stabilità stessa del sistema finanziario[15]. Il consiglio

---

una resa. Non è una sterile custodia o una sorta di malinconica imbalsamazione di ciò che è prodotto. Esso, al contrario, esprime piuttosto una propensione alla speranza, un atteggiamento di fiducia verso il futuro e, anzi un affidamento: che si abbia, cioè, la capacità di mettere direttamente a frutto quelle risorse, con l'aspettativa di migliorare la qualità della propria vita; e che si abbia la possibilità di rendere quelle risorse disponibili ad altri, affinché, attraverso soprattutto il sistema finanziario, le impieghino in investimenti".

[12] Per una prima panoramica, si faccia intanto riferimento a C. KAUPA, *The pluralistic character of the European economic Constitution*, Oxford-Portland 2016, pag. 277 ss.

[13] La maggior parte dei prestiti bancari in Italia sono difatti regolati sull'andamento dell'Euribor e Libor. Si parla, in proposito, di *indici di riferimento* (o *benchmark*) per indicare "*qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati, ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario*" (la definizione è contemplata nell'art. 3, comma 1, n. 29 del Regolamento EU n. 596/2014, in tema di abusi di mercato). EURIBOR e LIBOR possono dunque essere definiti come *tassi di riferimento* (*Benchmark rates*) impiegati per fornire un valore obiettivo di riferimento per l'indicizzazione dei prodotti finanziari; in questo senso, A. K. PASCALL, *Tail wagging the dog: the manipulation of benchmark rates- A competitive bone of contention*, in *World Competition*, 2016, pag. 161-190. Il Libor (o *London Interbank Offered Rate*) esprime il tasso applicato sui prestiti interbancari da un gruppo di intermediari predefinito, sul mercato di Londra ("*At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting interbank offers in a resonable market size just prior to 11 am London time*?"). L'Euribor (o *Euro Interbank Offered Rate*) costituisce l'alternativa europea al Libor, e consiste nel tasso medio praticato da 26 banche europee nei prestiti a termine. Un'analisi nel dettaglio è offerta da P.STEINHAEUSER, *Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR und EURIBOR. Eine Analyse kartellrechtlicher Implikationen von koordinierten Referenzwertverfälscherungen an der Schnittstelle zum Kapitalmarktrecht*, Berlin 2019, pag. 25 ss.

[14] Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE*, 2005, pag. 46 ss., disponibile all'indirizzo: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf?a7d0a699dc29cebf274cd6784659786d.

[15] Una panoramica sugli interventi principali adottati dalla Banca Centrale Europea nel corso del 2017 è reperibile all'interno del rapporto annuale 2017, pubblicato sul sito web della BCE

direttivo della BCE gode pertanto della facoltà di determinare i cosiddetti tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema[16], che pur non investendo direttamente i parametri sopra menzionati, influenzano in modo determinante il costo dei prestiti di denaro fra le banche dell'Eurozona, andando ad incidere, di riflesso, sui rapporti finanziari il cui valore sia indicizzato a questi parametri.

Uno spazio di gestione del rischio su tasso, parallelo e complementare a quello appena descritto, è altresì assunto dagli strumenti di matrice contrattuale.

Nella prassi delle negoziazioni tra privati è difatti emersa un'esigenza, comune ai diversi operatori economici, di introdurre all'interno delle transazioni medesime, dei meccanismi di controllo sulle variazioni del tasso di interesse, nella misura in cui possano esporre a disallineamenti eccessivi rispetto alle condizioni iniziali alle quali era avvenuto lo scambio.

L'effetto di contenimento del rischio di oscillazione dei tassi può essere perseguito, anche sul piano delle dinamiche di negoziazione, secondo differenti modalità.

(https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.it.pdf?8887833fa471f64f8293868ae8260877). Nella definizione degli obiettivi generali, la Banca Centrale ha adottato politiche volte all'assicurazione di tassi di interessi bassi e mantenimento di condizioni favorevoli per i finanziamenti, a sostegno delle dinamiche della moneta e del credito e a rafforzamento della ripresa economica dei consumi privati e degli investimenti. I rapporti annuali si fondano sull'analisi dei rischi per il settore bancario dell'area Euro, pubblicati nelle due relazioni annuali denominate *Financial Stability Review*, BCE (ultima pubblicazione alla data del testo, è quella del novembre 2018, consultabile all'indirizzo web della Banca Centrale Europea: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201811.en.pdf?d2951e7f82f867e0f22497d3865ef306).

[16] Il Consiglio Direttivo della BCE fissa ogni sei settimane la misura di questi tassi di interesse, in conformità delle politiche volte al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area Euro. Sono previste tre tipologie di tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema. A) Il *tasso sulle operazioni per il rifinanziamento principale* costituisce l'interesse che le banche nazionali sono tenute a corrispondere alla banca centrale quando assumono prestiti da essa per la durata di una settimana, al fine di disporre di una maggior liquidità; questa percentuale rappresenta, in estrema sintesi, il parametro principale del costo del denaro nei paesi aderenti all'area Euro. B) Il *tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale* e C) il *tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale* sono interessi che vengono applicati sul cd. *mercato overnight*, ossia il mercato bancario di liquidità, attraverso il quale vengono monitorati giornalmente i flussi di denaro ed la liquidità presente sul mercato (da qui il termine *overnight*, in quanto tali operazioni vengono, tecnicamente, estinte il giorno lavorativo successivo a quello in cui sono realizzate); mentre le operazioni di rifinanziamento marginale costituiscono una risorsa per le banche a corto di liquidità (il tasso di interesse applicato è più alto di quelle di rifinanziamento principale), il secondo tasso esprime la remunerazione che la banca centrale riconosce ai depositi di denaro che le singole banche detengono presso di essa. La letteratura di settore si interroga sulla definizione del ruolo della Banca Centrale quale "*lender of last resort*" per la sua funzione di garantire l'erogazione di liquidità al settore bancario in situazioni di emergenza; il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea vieta, tuttavia, alla BCE di effettuare prestiti o facilitazioni finanziarie agli Stati membri dell'Area Euro, come anche di acquistare il loro debito pubblico sul mercato primario (Artt. 123-125 TFUE), su cui T. PETCH, *Legal implication of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit*, The Netherlands 2014, pag. 67 ss.

In primo luogo, le parti possono far ricorso alla convenzione di contratti associati al rapporto principale, funzionali alla copertura del rischio dello stesso, ma provvisti di una struttura autonoma e giuridicamente indipendente dal rapporto su cui sussistono. Tale tipologia di negozi si è sviluppata nella prassi mantenendo l'originaria dizione di *interest rate swap*[17] - che ne tradisce la provenienza di matrice anglosassone -, consistente nello *scambio* di pagamenti differenziali fra le parti, rispetto ad un medesimo capitale di riferimento, calcolati, l'uno, applicando un tasso di interesse fisso, l'altro, uno variabile. A seconda del parametro che identifica il pagamento differenziale dovuti da ciascuna parte, lo *swap* può fornire copertura avverso un rischio assunto in un indebitamento a tasso variabile, ovvero di uno a tasso fisso. Il contratto di *swap* viene, pertanto, modellato sulle caratteristiche *economiche*[18] del rapporto principale che dovrà coprire, ma rimane formalmente e

[17] La giurisprudenza ha in passato definito il contratto di swap come quello in cui "*due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione*" (cfr. Corte Cass., 06.04.2001, n° 5114, in Foro it., 2001, I, c. 2186). La definizione richiama, a sua volta, la celebre decisione sul caso *Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, pubblicata in Italia in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1991, I, pag. 423; secondo i giudici inglesi "[*An interest rate swap is*] *an agreement between two parties by which each agrees to pay to other on a specified date or dates an amount calculated by reference to the interest which would have accrued over a given period on the same notional principal sum assuming different rates of interest are payble in each case*". Secondo uno dei più noti autori del mondo anglosassone, "*An interest rate swap, then, is simply an exchange of the rate of interest that a borrower is paying for a different rate of interest, in exchange for a fee*", cfr. A. HUDSON, *The law on financial derivatives*, London, 2018, pag. 156. La bibliografia sul contratto di *interest rate swap*, dato il volume raggiunto sul mercato da questa tipologia negoziale nonché i numerosi profili giuridici problematici che pone nel contesto attuale, risulta molto ampia e variegata. Soffermandosi esclusivamente sui contributi più recenti che si propongono di fornirne una definizione, nell'ordinamento nazionale, si veda, A. M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'interest rate swap*, Napoli, 2018; D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in Cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2018, 1, pag. 9 ss.; D. IMBRUGLIA, *Primi appunti sull'interest rate swap non adeguato*, in *Persona e Mercato*, 2015, 2, pag. 23-32; D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano 2014; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, in G. Gitti – M. R. Maugeri – M. Notari (a cura di), I contratti per l'impresa, Bologna 2012, pag. 184 ss; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in I contratti del mercato finanziario, II, in Trattato dei contratti, dir. da E. Gabrielli e R. Lener, Torino 2011, pag. 1405 ss.; F.CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano 2011, pag. 23 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano 2010, pag. 62 ss.; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, 1, I, pag. 39 ss.; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 12, pag. 1133 ss.; A. M. CAROZZI, *Swap*, in P. Cendon (a cura di), I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale, Torino 2004, agp. 468 ss.; G. GIOIA, *Il contratto di «swap»*, in *Giur. it.*, 1999, 11, II, pag. 2209 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Milano 1999; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, pag. 597 ss.

[18] L'ormai nota, benché risalente, comunicazione della Consob (DI/99013791, 26 febbraio 1999) relativa ai criteri di qualificazione degli strumenti finanziari derivati, fa riferimento all'"*elevata correlazione fra*

giuridicamente indipendente da esso; ciò vale a dire che le vicende negoziali che possono investire il rapporto principale (nullità, risoluzione, estinzione anticipata, etc.), non producono, di regola, effetti riflessi sullo strumento finanziario di copertura, e viceversa.

Più complesso è invece l'effetto di gestione che opera mediante il ricorso a clausole inserite direttamente nel documento contrattuale relativo al rapporto principale e, prive pertanto, di un rilievo giuridico autonomo rispetto ad esso. Il *proprium* di queste tecniche risiede nel fatto che non si rinviene un accordo "supplementare" delle parti, specificamente volto a predisporre la copertura del rischio; l'effetto si realizza bensì all'interno dello stesso rapporto, cui risulta, di conseguenza, economicamente e giuridicamente dipendente.

1.1. Il mercato

1.1.1. La volatilità dei tassi di interesse dall'austerity alle politiche sul tasso negativo

Il mercato dei tassi di interesse è risultato fra i più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani in Europa (2010-2011) e dal contagio propagatosi a seguito dello scoppio della bolla dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti[19]. La volatilità sperimentata, nell'arco di poco più di un decennio, dai parametri di indicizzazione delle attività finanziarie ha rappresentato tanto una fonte di nuove opportunità (su tutte, la diminuzione sistematica del costo dell'accesso al credito), quanto un fattore di diffusione, a macchia d'olio, di fenomeni generalizzati di insolvenza.

L'enorme contrazione subita dal PIL globale (pari circa all'1%, in Italia raggiungendo vette fino al 5%) ha difatti inasprito, nella prima decade del nuovo millennio, le fragilità che già contraddistinguevano alcuni Paesi dell'Unione, causando impennate nell'indebitamento pubblico, aumenti incontrollati del deficit, crollo dei tassi di crescita dell'economia reale ed

---

caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine".

[19] Un'attenta ricostruzione del fenomeno è quella condotta da J. ABEL, *The Resolution of Sovereign Debt Crises. Instruments, Inefficiencies and Options for the Way Forward*, Baden-Baden 2019, pag. 25. L'autrice sottolinea, in particolare, che, se tradizionalmente si riteneva che il fenomeno di crisi del debito pubblico potesse riguardare quasi esclusivamente Paesi in via di sviluppo, "*by end 2009* [...] *European politicians finally had to admit to themselves that sovereign debt crises may indeed be a problem of developed countries*". La concezione diffusa all'epoca, quale fattore alla base del proliferarare del fenomeno era che "*the contracting of borrowings seems like a win-win situation as politicians get the present benefits of being able to service their debts without burdening the citizens, thereby postponing the solution of problems to a later generation of political leaders*".

imponendo, di conseguenza, alti costi per il salvataggio degli intermediari in difficoltà[20]: nell'immediatezza dello scoppio della crisi, gran parte degli intermediari finanziari in Europa arrivarono ad un passo dall'insolvenza e si resero, pertanto, necessari pesanti interventi statali di sostegno[21]. Dal lato degli investitori e risparmiatori, la reazione fu dunque quella di una naturale crisi di fiducia nei mercati e nei modelli di valutazione della loro affidabilità ad opera delle agenzie di *rating*[22], tale da far registrare dei crolli sulle principali piazze finanziarie paragonabili a quelle sperimentate durante la grande recessione del 1929.

La cronistoria delle politiche di contrasto alla crisi dei debiti sovrani, nonché i corrispondenti effetti sulla regolazione di diritto contrattuale europeo può essere, per le esigenze specifiche del presente lavoro, articolata in due fasi successive.

In un primo momento, sono state intraprese sul piano più propriamente politico una serie di manovre di contenimento della spesa pubblica da parte degli organismi dell'Unione Europea - su tutti, la Banca Centrale – che presero il nome di *austerity policies*. Il settore del credito e dei titoli bancari è quello che più da vicino ha risentito della stretta imposta dalle esigenze di politica monetaria[23], che si è tradotto nell'applicazione di condizioni particolarmente gravose in termini di costi per l'accesso a finanziamenti da parte di

---

[20] Il primo paese europeo ad esserne colpito fu la Grecia, dove da decadi erano diffuse politiche di incentivo alla costruzione e all'acquisto di beni immobili ad uso residenziale, promosse anche da aggressive campagne pubblicitarie delle principali banche di investimento; in questo senso, A. MORAITIS, *The transposition of Directive 2014/17 in Greece*, in *The Impact of the Mortgage Credit Directive in Europe*, M.Anderson-E.A.Amayuelas (a cura di), Bacellona 2017, pag. 236 ss.; I. KOKKORIS - R. OLIVARES CAMINAL - K. PAPADAKIS, *The Greek tragedy: is there a* Deus ex Machina?, in AA.VV., *Managing Risk in the Financial System*, Cheltenham, 2011 pag. 155.

[21] In questo senso, C. G. PAULUS, *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, München 2014, pag. 194 ss. La Commissione Europea riporta che nel periodo intercorso fra il 1° ottobre 2008 ed il 1° ottobre 2012, sono state approvate più di 350 decisioni nel settore dei servizi finanziari (sulla base dell'art. 107, par. 3, lett. b), che hanno approvato aiuti statali a più di 90 istituzioni finanziarie. Cfr. Commission Staff Working Paper, Dicembre 21, 2012, SEC (2012) 443 final, COM (2012) 778 final, 28, scaricabile all'indirizzo http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_working_paper_en.pdf.

[22] Sull'inversione del comportamento degli investitori sul mercato in conseguenza della crisi, si veda lo studio di R. J. ROSEN, *Investor behaviour in the period before the 207-08 financial crisis*, in AA.VV., Managing Risk in the Financial System, cit., pag. 3 ss.

[23] Viene definito *Bank Lending Channel* un particolare meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie all'economia reale, che avviene riduzioni o espansioni delle riserve e dei depositi bancari, al fine di condizionare le operazioni di erogazione del credito. Come correttamente sottolineato da taluno, questo meccanismo si sostanzia in due elementi *i)* influenza da parte della banca centrale della disponibilità del credito bancario, attraverso una riduzione o espansione delle riserve e dei depositi detenute dagli intermediari; *ii)* conseguenze sui costi di accesso al credito bancario da parte di imprese e consumatori, cfr. H. BRINKMAYER, *Drivers of Bank Lending: New Evidence from the Crisis*, Berlino 2015, pag. 18.

consumatori ed imprese e, più in generale, di una forte contrazione del credito (fenomeno di *credit squeeze* o *credit crunch*). Se da un lato, questi interventi miravano in via primaria al contenimento degli effetti della deflagrazione della crisi, dall'altro, producevano come *side-effect* un consistente rallentamento della crescita dovuto ad una maggior cautela nell'uso delle risorse finanziarie. In questo contesto di fondo si è, di conseguenza, alimentato un più ampio ricorso agli strumenti negoziali di gestione del rischio finanziario che hanno conosciuto, in pochi anni, una diffusione tale da superare esponenzialmente il valore delle attività finanziarie che erano preordinati a coprire[24].

Un secondo momento è stato invece caratterizzato dall'insieme degli interventi di cui si è fatta carico la Banca Centrale Europea, per la promozione ed il sostegno della liquidità degli intermediari, attraverso un'operazione di *quantitative easing*[25] e mediante un graduale abbassamento pilotato dei tassi di interesse "guida"[26]. Il culmine di questo processo si è avuto nel giugno del 2014, quando il consiglio direttivo della BCE ha deciso di portare il tasso di interesse sui depositi detenuti presso di essa al – 0,10 % e di mantenerlo su valori negativi in un orizzonte di medio-lungo termine[27]. Di recente, la Banca Centrale ha inoltre confermato

---

[24] Nel giugno del 2012, a poco più di un anno dallo scoppio della crisi dei debiti sovrani in Europa, è stato registrato un volume degli strumenti derivati finanziari pari a 639.000 miliardi di dollari, ben superiore al PIL mondiale per quel periodo, pari a 70.000 miliardi di dollari. Il dato è riportato in Bank for International Settlements, *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2012. Monetary and Economic Department*, 2013, disponibile all'indirizzo: https://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf.

[25] Questa operazione viene ricondotta, nella letteratura di settore, fra le misure "non convenzionali" di politica monetaria. In particolare, "*The most high-profile form of unconventional monetary policy has been Quantitative Easing (QE). The phrase was first applied to Japan as it dealt with the bursting of a real estate bubble and the deflationary pressures that followed in the 1990s. Conventional monetary policy operates by affecting short-term interest rates through open market operations. By either buying or selling securities from the banking system, they influence the level of reserves that banks hold in the system. In normal times, these fluctuations in the volume of reserves are merely a by-product and are not a focus or target of policy itself. Instead, fluctuations in reserves are a means to achieve desired changes in interest rates*.", cfr. M. JOYCE – D. MILES – A. SCOTT – D. VAJANOS, *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction*, in The Economic Journal, vol. 122, 2012, pag. F274.

[26] Cfr. S. ALVARO - A. GENTILI - C. MOTTURA, *Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile. Un'analisi dei profili giuridici e finanziari*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2017, 14, pag. 17 ss. Sul background europeo nello sviluppo delle politiche monetarie di riduzione del tasso, cfr. A. JØRGENSEN, *Negative interest rates*, in *Monetary Review*, 3rd Quarter 2012, I, pag. 59 ss.

[27] Nel definire cosa si intenda con tasso di interesse negativo, la Banca Centrale sottolinea che "*un tasso di interesse negativo determina un obbligo di pagamento a carico del depositante nei confronti della banca centrale dell'Eurosistema interessata, ivi compreso il diritto di effettuare il conseguente addebito sul conto della controparte*" (cfr. Art. 1, Decisione del 5 giugno 2014, sulla remunerazione di depositi, saldi e riserve in eccesso, BCE/2014/23, 2014/337/UE).

il perseguimento di un complesso pacchetto di interventi di contrasto alle aspettative di inflazione; fra di essi emerge, in particolare, l'ulteriore taglio ai tassi sui depositi (da – 40% a -50%) ed un nuovo piano di acquisti netti di attività da 20 miliardi al mese[28]. Alla base di questa serie di interventi sta "[l]a (lunga) catena di nessi causali che collega le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi", definita "modalità di propagazione"[29], che si riflette altresì sullo sviluppo delle prassi negoziali e della disciplina del contratto.

1.2. Il contratto

1.2.1. L'indicizzazione delle prestazioni nel contratto

Molteplici sono le meccaniche attraverso cui i contratti del sistema finanziario possono risultare esposti al rischio su tasso di interesse.

La clientela al dettaglio di prodotti bancari, ad esempio, è di frequente bersaglio di politiche commerciali da parte degli istituti di credito, mirate all'offerta di finanziamenti a costi iniziali particolarmente contenuti. La relazione che si instaura fra due parti in detto contratto presenta una durata fisiologica di medio-lungo periodo; questa circostanza impone, pertanto, un'attenta riflessione in sede pre-negoziale circa il carico economico, da un lato, e la redditività, dall'altro, che caratterizzeranno quell'attività nel corso del tempo e che dipendono, in prima battuta, dal tasso di interesse.

In uno sforzo di estrema semplificazione, può dirsi che sul mercato vengono concluse, in prevalenza, due diverse tipologie di operazioni[30].

---

[28] BCE, Comunicato stampa, 12 settembre 2019 (consultabile all'indirizzo: *https://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2019/ecb.mp190912.it.pdf*)

[29] Cfr. Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE,* 2014, pag. 47 ss. Sinteticamente, questo processo può essere segmentato in: *a)* modifica dei tassi applicati dalla BCE alle operazioni attraverso cui eroga fondi al sistema bancario (es. *deposit rate*, tasso sulle operazioni di rifinaziamento marginale), *b)* influenza sui tassi relativi ai prestiti interbancari (come L'EONIA) ed infine *c)* propagazione ai tassi sul mercato finanziario, in particolare sull'Euribor. Specie le variazioni che interessano i tassi sul mercato producono un'incidenza diretta sul rendimento degli impieghi finanziari, quali prestiti e depositi a breve; costi che vengono, dunque, direttamente traslati sul credito concesso ai clienti.

[30] Nell'ambito delle attività finanziarie, la dottrina economica ricorre alla distinzione fra *strumenti a tasso fisso* e *strumenti a tasso variabile*. Della prima categoria fanno parte quegli strumenti la cui remunerazione è oggetto di predeterminazione, i cui flussi sono dunque noti a priori e rimangono indipendenti rispetto alle variazioni che interessino i tassi sul mercato. All'opposto, l'altra tipologia di strumenti si caratterizza per la presenza di un elemento di variabilità nella determinazione del capitale da rimborsare, ovvero del tasso di interesse. Questo elemento viene, di regola, determinato attraverso la tecnica dell'indicizzazione, ossia mediante il riferimento ad indici pubblicati da soggetti indipendenti e diffusi con una continuità superiore a quella della

Una prima categoria si fonda su di una predeterminazione *ex ante* del carico delle prestazioni dovute, attraverso la fissazione di un del tasso di interesse all'accensione che rimarrà costante per tutta la durata del rapporto; va da sé che, il carico economico iniziale per questa tipologia di convenzioni sarà inevitabilmente più alto di quello medio di mercato, perché dovrà "controbilanciare" le oscillazioni che verosimilmente interverranno sul costo del denaro nel corso del tempo e che potrebbero rendere, altrimenti, il contratto non più "conveniente" per una delle parti(31).

Alternativamente, il tasso di interesse può essere stabilito in misura variabile, in funzione dell'andamento di determinati parametri finanziari. Ciò sta a significare che la clausola

---

durata dello strumento. Per un'analisi più approfondita del tema, si veda S. MIANI, *Gli strumenti a reddito fisso*, in *Gli strumenti finanziari di mercato aperto*, G. N. Mazzocco, Torino, 2011, pag. 27 ss.

(31) Una precisazione è, però, d'obbligo. Secondo quanto diremo, solo i rapporti convenuti a tasso variabile attraverso il meccanismo di indicizzazione espongono al rischio su tasso di interesse in senso proprio. Ciò detto, astrattamente, anche peri rapporti che prevedono una percentuale fissa sulla quota capitale può ravvisarsi, a ben vedere, un rischio latamente legato all'andamento del mercato; ciò nei termini per cui, un mutuo, convenuto in un periodo rialzo dei tassi, può non risultare più al passo con il mutamento delle condizioni del mercato. Si è però dell'opinione che occorra tener distinto il piano del rischio legato alla *convenienza* del contratto, da quello sull'entità della prestazione dovuta dalle parti. Il primo caso rimane difatti un'espressione del tema dell'equilibrio economico, o "sostanziale", nei contratti a prestazioni corrispettive e fuoriesce, dunque, da quello oggetto della presente analisi. Il problema dell'equilibrio negoziale e del *contratto giusto* affonda le sue radici nella dialettica fra l'ideologia tradizionale del *lassair faire, lassair contracter* (cfr. J. GHESTIN, *Le contract: formation*, in *Traité de droit civil*, Parigi, 1988, pag. 178 ss.) ed il ripensamento delle categorie dell'ordine pubblico e del fondamento della libertà contrattuale, cfr. N. LIPARI, *Intorno alla "giustizia" del contratto*, in N. Lipari (a cura di), *Il diritto civile tra legge e giudizio*, Milano 2017, pp. 235-268; U. BRECCIA, *Che cosa è "giusto" nella prospettiva del diritto privato?*, in *Immagini del diritto privato, I, Teoria generale, fonti, diritti, Scritti,* U. Breccia (a cura di), Bologna, 2013; V. SCALISI, *Giustizia contrattuale e rimedi: fondamento e limiti di un controverso principio*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, E. Navarretta (a cura di), Milano, 2007, pag. 253 ss.; G. VETTORI, *Autonomia privata e contratto giusto*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, I, pag. 22; G. B. FERRI, voce «*Ordine pubblico* (dir.priv.)», in *Enc. dir.*, XXX, Milano 1980, pag. 1039 ss. Nell'attualità, il canone della giustizia contrattuale si sostanzia altresì attraverso il paradigma della *sentenza giusta* e della conseguente rilettura delle regole processuali alla luce di questo principio (cfr. G. VETTORI, *Contratto giusto e rimedi effettivi*, in *Riv. Trim. Dir. e Proc. Civ.*, 2015, pag. 792 ss.; S. PAGLIANTINI, *La condizione di erede beneficiario come eccezione rilevabile di ufficio: l'opinione del civilista*, in *Nuovi profili del diritto dei contratti. Antologia di casi e questioni*, Torino 2014, pag. 51 ss.).

Anche il dibattito nell'ordinamento tedesco, da sempre sensibile al problema della *Vertragsgerechtigkeit*, conosce oggi un rinnovato interesse sul *iustitia distributiva* e *iustitia commutativa*, come forme di *Partikulargerechtigkeit*. Per la teoria attuale, si veda B. LOMFELD, *Die grunde des Vertrages*, Tübingen, 2015; S. ARNOLD, *Vertrag und Verteilung*, Tübingen, 2014; A. BERGMANN, *Die Rechtsfolgen des ungerechten Vertrages*, Tübingen, 2014. Noti sono inoltre gli studi di Canaris sulla attribuzione di una dimensione di effettività all'idea della giustizia contrattuale come giustizia commutativa e distributiva, nel diritto positivo tedesco, cfr. C. W. CANARIS, *Die Bedeutung der iustitia distributiva im deutschen Vertragsrecht, Aktualisierte und stark erweiterte Fassung des Vortrags vom 2.Juli 1993,* München 1997.

relativa alla cd. parte economica del contratto non individua una percentuale semplice da applicare al capitale in ammortamento, bensì un meccanismo composito che applica, sostanzialmente, uno *spread* ad un indice che varia secondo precise cadenze temporali.

Siffatta tecnica è definibile, nella teoria delle obbligazioni, come *indicizzazione* delle prestazioni[32]. Essa ha la funzione di ancorare l'importo nominale di un debito alla variazione di un determinato indice/valore e nasce allo scopo di adeguare la prestazione al mutamento del potere di acquisto della moneta[33]. Nel contesto in esame, essa assicura che i flussi generati da un'attività finanziaria, come quella di credito, si adeguino al corrispondente mutare del costo del denaro nel corso del tempo, espresso da quegli indici che rappresentano il tasso a cui avvengono le transazioni finanziarie tra le principali banche europee. Il variare di esso rappresenta dunque un rischio per entrambe le parti, in dipendenza del peso che esso assume sulla determinazione del valore delle prestazioni contrattuali.

1.3. Le clausole

1.3.1. Le clausole di indicizzazione al tasso variabile

Di frequente, i contratti di credito quali mutui immobiliari, crediti al consumo, *leasing*, castelletti di affidamento in conto corrente, etc., prevedono una clausola di indicizzazione ad un *tasso di interesse variabile*. Questa convenzione ha l'effetto di sostituire alla autodeterminazione delle parti, la etero-determinazione del mercato del costo del finanziamento, in un momento successivo all'accordo iniziale. In particolare, attraverso di essa, si conviene che la misura dell'interesse compensativo[34] dovuto dal cliente non sia

---

[32] Sul punto, A. CAPUTO, *Le clausole di garanzia monetaria*, Milano 1939; C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, cit., pag. 156 ss.; F. CARBONETTI, *Indicizzazione e contratto nell'era dell'inflazione*, Milano 1988; ID., *Clausole di indicizzazione*, Diz. Irti, I, Milano 1980; G. BOZZI, *Clausole di indicizzazione legale*, in Diz. Irti, V, Diritto Monetario, N. Irti- G. Giacobbe (a cura di), Milano 1987; N. IRTI, *Inflazione e rapporti tra privati*, in *Gius. Civ.*, 1981, II, pag. 311 ss.; P. TARTAGLIA, *L'adeguamento del contratto alle oscillazioni monetarie*, Milano 1984. E. QUADRI, *Il problema delle clausole monetarie tra autonomia e controllo*, in *Credito e moneta*, C. M. Mazzoni- A. Nigro (a cura di), Milano 1982; F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, in *Giur. comm.*, I, 2016, pag. 352 ss.; A. GENTILI, *Le clausole di determinazione del tasso tra TUB e TUF: finanziarizzazione della trasparenza bancaria?*, *in Dir. banc.*, 2018.

[33] In questo senso, G. BOZZI, *Clausole di indicizzazione legale*, cit., pag. 46, secondo cui "*La nozione di clausola di indicizzazione può essere ricondotta a quella più generale di clausola di salvaguardia monetaria*", la quale ricomprende, a sua volta, "*quelle disposizioni di legge o quei patti* [...] *che assicurano la corrispondenza della moneta a un dato potere d'acquisto*".

[34] L'interesse compensativo altro non è che il prezzo del godimento del denaro altrui e consiste in una prestazione pecuniaria percentuale e periodica (su questi caratteri, C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, cit., pag. 174).

determinata in misura fissa, ma vari in relazione all'andamento di un parametro che rappresenta, con buono sforzo di semplificazione, l'andamento del costo al quale le banche si procurano la liquidità per l'erogazione dei prestiti, attraverso finanziamenti interbancari e presso le banche centrali.

Il cliente, da un lato, potrà così profittare dell'applicazione di un tasso di interesse iniziale più contenuto, che non debba esser cioè concepito, fin dall'inizio, per coprire gli eventuali aumenti del costo del denaro che potenzialmente investiranno il rapporto nel corso di esecuzione. La banca, dall'altro, si assicurerà così dal rischio che il mutare degli scenari di mercato non determini delle variazioni eccessive nella rendita assicurata dall'attività finanziaria, modulando il suo andamento a quello del costo del denaro.

Il corrispettivo dovuto dal prenditore di denaro viene così fissato in misura variabile, agganciando la determinazione del tasso ad un parametro maggiorato o diminuito di uno *spread*. Usualmente, le clausole di indicizzazione ad un tasso di interesse riportano la dizione secondo cui il regime del tasso di interesse nominale è individuato "nell'EURIBOR ad un mese lettera, base 365 (trecentosessantacinque), così come rilevato dall'Euribor Panel Steering Commitee alle date del 30 (trenta) giugno e 31 (trentuno) dicembre (o se non rilevabile a tali date, al giorno lavorativo bancario immediatamente precedente) e pubblicato di norma sul quotidiano finanziario "Il Sole 24 Ore" o altro quotidiano finanziario il giorno successivo alla data di rilevazione e che, alla data dell'ultimo aggiornamento era pari al 4,55% (quattro virgola cinquantacinque percento), e maggiorato di uno spread del 1,279 (uno virgola duecentosettantanove) punti percentuali ed arrotondato allo 0,05 (zero virgola zero cinque) superiore. Il tasso rilevato alla data del 30 (trenta) giugno verrà applicato dal giorno 1 (uno) luglio sino al 31 (trentuno) dicembre e quello rilevato alla data del 31 (trentuno) dicembre dal giorno 1 (uno) gennaio al 30 (trenta) giugno. Qualora il suddetto parametro dovesse cessare di esistere o comunque non dovesse essere sostituito come parametro di indicizzazione, lo

---

Il codice civile affianca a due norme generali (artt. 1224 e 1282 c.c.) una serie di disposizioni che configurano la produzione di interessi su debiti pecuniari; sull'analisi di queste norme, si veda M. LIBERTINI, voce «*Interessi*», in *Enc. del dir.*, XXII, Milano 1972, pag. 108 ss. Per i contributi più recenti, a livello sistematico, si veda, B. INZITARI, *Interessi. Legali, corrispettivi, moratori, usurai, anatocistici*, Torino 2017; M. SEMERARO, *Gli interessi monetari. Utilitas temporis, capitale e scelte di sistema*, Napoli 2013; A. DI MAIO, *Debito di interessi e inadempimento*, in *Corr. giur.*, 2001, pag. 1442-1447; O. T. SCOZZAFAVA, *Gli interessi dei capitali*, Milano, 2001; E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Trattato di diritto privato*, P. Rescigno (a cura di), Torino, 1999, IX, pp. 519-716.

stesso si riterrà sostituito in conformità alle leggi o ai regolamenti a quel momento vigenti, dal parametro che il mercato, sul quale era rilevato, adotterà in sostituzione di esso".

Il rischio su tasso grava, di conseguenza, su entrambe le parti contraenti poiché, se anche la prestazione della banca è certa nel suo ammontare – *i.e.* per l'importo erogato a titolo di finanziamento – incerta è invece l'entità della controprestazione dovuta dal prenditore di denaro, che, al netto della percentuale fissa dovuta a titolo di *spread*, subirà l'influenza delle oscillazioni di mercato del parametro di riferimento.

1.3.2. Le clausole di interest rate floor

La variabilità del parametro finanziario assunto come riferimento per l'indicizzazione del prestito può essere, tuttavia, gestita dalle parti attraverso la pattuizione di clausole "barriera"[35], tra le quali rientrano, come figure più ricorrenti, le clausole *floor*, *cap*, *collar* e *corridor*.

Viene definita, anzitutto, come "clausola *floor*" la pattuizione volta a delimitare l'impatto delle conseguenze derivanti da una diminuzione generalizzata dei tassi sul mercato, imponendo un tetto minimo alla variazione, in senso negativo, del parametro adottato per l'indicizzazione del rapporto[36]. Come tali si intendono, dunque, quelle previsioni che fissano

---

[35] La dizione riprende il termine tedesco di *Begrenzunggeschäfte*, il quale sembra cogliere a pieno la funzione di "delimitazione" realizzata attraverso il ricorso ai suddetti strumenti negoziali. Nella terminologia corrente, le opzioni finanziarie vengono spesso definite anche come *Obergrenze* (*Cap*) e *Untergrenze* (*Floor*), v., P. STEINHAEUSER, *Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR und EURIBOR. Eine Analyse kartellenrechtlicher Implikationen von koordinierten Referenzwertverfälscherungen an der Schnittstelle zum Kapitalmarkrecht*, Berlin, pag. 31; M. BITZ - G. STARK, *Finanzdienstleistungen – Darstellung – Analyse – Kritik*, Berlin 2015, pag. 141 ss.

[36] Si sono occupati di recente del tema, fra gli altri, M. F. CAMPAGNA, *La clausola con tasso minimo preteso nel mutuo (cd. floor clause)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, pagg. 99 ss.; L. BALLERINI, *Corrispettivo variabile e clausola floor nei contratti del consumatore*, in *Riv. dir. impr.*, 2018, 2, pag. 389 ss.; A. DALMARTELLO, *Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di Giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2017; D. MAFFEIS, *Trasparenza dei mutui ai consumatori. Dal tasso di interesse nelle clausole floor al tasso di cambio nelle clausole valuta*, in *giust. civ.*com, editoriale n. 10, 2017; G. D'AMICO, *La vessatorietà delle clausole floor*, in *Contratti*, 2017, pag. 261 ss.; R. FERRETTI - D. LUNETTA, *Clausole di indicizzazione al Franco svizzero e floor*, in *Contratti*, 2017, pag. 91 ss.; E. GIRINO, *I derivati impliciti: vizi e virtù della scomposizione*, in *Riv. dir. banc.*, 31, 2016; S. PAGLIANTINI, *L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone di Gentili e della Corte di Giustizia (il dopo Radlinger aspettando le clausole floor, sullo sfondo del nuovo art. 1190 Code civil)*, in *Contratti*, 2016, pag. 1039 ss.; F. GRECO, *La violazione della regola della trasparenza nel mutuo con tasso floor ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito*, in *Resp. civ. e prev.*, 2015, pag. 25 ss.; F. SARTORI, *Sulla clausola* floor *nei contratti di mutuo*, in *Contr. e impr.*, 3, 2015, pagg. 698-718.

una percentuale minima alla misura del parametro variabile (ad. EURIBOR6M), ovvero alla sua somma con lo *spread* fisso, al di sotto della quale le variazioni non produrranno effetto sulle prestazioni contrattuali. Siffatte convenzioni incidono, difatti, direttamente sul flusso di pagamento che l'attività, in assenza di esse, produrrebbe, assicurando un rendimento minimo utile per la parte che eroghi il credito(37).

Il mercato conosce già da tempo la figura dell'*interest rate floor* come contratto attraverso il quale una parte, dietro la corresponsione di un premio, si impegna a rimborsare alla controparte, per periodi di tempo prestabiliti, un importo pari al capitale convenzionale moltiplicato per la differenza tra il tasso minimo e il parametro variabile di riferimento(38); più semplicemente, il venditore di un *floor* si impegna a corrispondere la differenza tra il tasso "pavimento" ed il tasso convenuto sul capitale(39). Qualora tale differenza risulti positiva, la pattuizione di un *floor* sul tasso di interesse impegna il debitore/venditore, a seguito dell'esercizio della relativa opzione da parte del creditore/beneficiario, a corrispondere comunque il tasso minimo convenuto (*strike price*) rispetto a quello – minore – che sarebbe altrimenti maturato sull'attività sottostante. Ove, al contrario, la differenza sia negativa, non trova operatività il tasso *floor*, bensì quello variabile cui è parametrato il sottostante(40).

---

(37) In questo senso, M. F. CAMPAGNA, *La clausola con tasso minimo preteso nel mutuo (cd. floor clause)*, cit., pag. 115.

(38) La Banca dei Regolamenti Internazionali definisce l'*interest rate floor* "*a contract whereby the seller agrees to pay the purchaser, in return for the payment of a premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike) rate, times the notional ammount should interest rates fall below the agreed rate. A floor contract is effectively a string of interest rate guarantees*", in *Recent Developments in international interbank relations*, Basilea 1992, pag. 60.

(39) "*I floors pongono dei limiti inferiori ai tassi d'interesse dei prestiti a tasso variabile*", v., J. C. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., pag. 730. In linguaggio economico, l'opzione *floor* è definita anche come opzione *put* su tasso di interesse, v., C. ANSUINELLI - S. TITTARELLI, *I prodotti derivati dei tassi di interesse*, Milano, 1999, pag. 306.

(40) Un esempio pratico può aiutare a chiarire il funzionamento di tale meccanismo. Si ipotizzi che un'impresa abbia convenuto con una banca la stipula di un finanziamento per 1 milione a 10 anni, a tasso variabile Euribor 6 mesi, pari, al momento della stipula, al 4%. Temendo cali del parametro nel periodo di esecuzione del rapporto, la banca conviene con l'impresa un ulteriore contratto di *interest rate floor*, 2% contro Euribor 6 mesi, sul nozionale sottostante di 1 milione. Attraverso questo ulteriore accordo, la banca si assicura che l'impresa ove l'Euribor scenda sotto la suddetta soglia di *strike price* (2%), corrisponda comunque ad essa la differenza fra il tasso variabile per quel semestre e la soglia fissa convenuta. Ponendo quindi che l'Euribor raggiunga il 0,5%, l'impresa riceverà dalla banca una somma che si ottiene moltiplicando il nozionale di un milione per il 1,5% (differenza tasso variabile-tasso fisso), e per 180 giorni (assumendo sei mesi come periodo di riferimento), dividendo poi il risultato per il numero di giorni dell'anno.

La logica che giustifica l'accordo di *interest rate floor* è quella di garantire, al creditore di una prestazione il cui valore sia correlato al rendimento di un'attività finanziaria, una soglia di redditività minima dell'investimento del denaro. Questa conformazione della funzione del *floor,* quale garanzia minima di rendimento del capitale, mostra taluni tratti di affinità con l'assicurazione, specie in tema di distribuzione del rischio[41]; pare però altrettanto evidente che siffatti strumenti presentino ad una struttura solo apparentemente assimilabile a quella dell'assicurazione, specie in relazione al ruolo del *rischio* nella dinamica dell'operazione[42].

Ad ogni modo, l'*interest rate floor* conosce il suo terreno di maggior diffusione, nella prassi negoziale, non sotto forma di contratto a sé stante, ma *nel* contratto, come clausola apposta alla determinazione convenzionale dell'interesse nei rapporti di finanziamento bancario. Sovente, nella redazione di questa clausola, non è fatto espresso riferimento alla sua denominazione specifica, bensì a lemmi quali "*… il tasso di interesse non potrà comunque scendere al di sotto dell'X%*", ovvero "*…la somma tra Euribor e spread non potrà mai essere inferiore all'X%*". La pattuizione fa parte delle condizioni economiche del finanziamento, e viene apposta, di frequente, all'interno del medesimo comma che regola il meccanismo di indicizzazione dell'interesse.

Invero, accanto ad una manifestazione – per così dire – *espressa* di clausola *floor*, è stata recentemente teorizzata anche l'esistenza di una convenzione *floor implicita* (definito talvolta "*zero floor*") nelle ipotesi di rapporti nei quali, pur in assenza di una specifica pattuizione, l'interesse debba comunque incontrare il limite minimo della gratuità del rapporto. Il riferimento va a quelle fattispecie, di non infrequente verificazione, in cui il parametro di indicizzazione del finanziamento scenda a valori inferiori allo zero, dando luogo all'ormai nota conseguenza dei cd. *interessi debitori negativi*[43]. Il dibattito è sorto attorno alla prassi

---

[41] Si veda, fra molti, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2015, pag. 1333; F. SARTORI, *Sulla clausola* floor *nei contratti di mutuo*, cit., pag. 703; E. MORETTI- G. CUCINOTTA, *Strumenti della nuova finanza, Domestic interest rate swap, warrant, cap, floor, collar, Commercial Paper, opzioni, prestiti convertibili*, Roma 1988, pag. 121.

[42] In questo senso, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pag. 93.

[43] La Banca Centrale Europea, nell'ambito delle sue competenze di politica monetaria, ha difatti stabilito, a partire dal 5 giugno 2014, l'applicazione di un tasso di interesse sulle operazioni principali di rifinanziamento (*Main Refinancing Operation*, vedi *supra*, § 1.1.1.) pari a 0.15% ed il tasso del *Deposit Facility* a -0,10 %. Il tasso di interesse delle banche centrali, come visto in precedenza, ha l'effetto di condizionare l'evoluzione dei tassi di interesse sul mercato, per i prestiti interbancari (EURIBOR e LIBOR su tutti). Per il dettaglio tecnico sull'effetto di "propagazione" dei tassi, si veda F. HEIDER - F. SAIDI -G. SCHEPENS, *Life below zero: bank lending under negative policy rates*, in Working Paper Series ECB, Agosto 2018 (consultabile in https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2173.en.pdf); S. ALVARO -A. GENTILI - C. MOTTURA, *Effetti dei*

degli istituti di credito di applicare comunque il tasso pari a zero anche qualora la formula matematica di indicizzazione comporti il maturare di un interesse positivo a favore del cliente sulla somma presa a prestito; prassi, in seguito, avversata da una nota di chiarimento con la quale, Banca d'Italia, ha intimato agli intermediari di "*astenersi dall'applicare di fatto clausole di cd. tasso minimo (floor clause) non pubblicizzate e non incluse nella pertinente documentazione di trasparenza e nella modulistica contrattuale*"(44). La fattispecie del "*zero floor*" non sembra aver tuttavia altro in comune con la clausola in esame, se non il nome. Essa sembra, piuttosto, porre un problema legato alla struttura negoziale dei rapporti di finanziamento come contratti onerosi, ed insuscettibili, per definizione, di produrre frutti a favore del soggetto che trae godimento dalla disponibilità denaro(45).

Attraverso l'apposizione di un *floor* una parte trasferisce, dunque, all'altra il rischio derivante da una diminuzione del tasso di interesse. Quest'ultima sarà quindi tenuta a

---

tassi negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile. Un'analisi dei profili giuridici e finanziari, in Quaderni giuridici CONSOB, novembre 2017 (consultabile in http://www.consob.it/documents/46180/46181/qg14.pdf/4eb1cb35-6c34-4909-a550-a224173e3d7c) .

(44) Banca d'Italia, *Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela*, 3 febbraio 2016 (scaricabile dal sito web di Banca d'Italia, all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/indicizzazione-finanziamenti/Parametri_indicizzazione_finanziamenti_con_valori_negativi.pdf)

(45) La ricostruzione sembra peraltro confermata dagli indirizzi più recenti. Secondo il Collegio di Coordinamento ABF, 8 novembre 2018, n. 23294, secondo cui "*nel contratto di mutuo non è giuridicamente configurabile un tasso di interesse negativo che incida sul capitale mutuato. Conseguentemente, quando il tasso di interesse sia stato pattuito in misura variabile, esso non può assumere valore negativo in alcun momento della durata del contratto*". Particolarmente vivo il dibattito in Germania sull'identità del rapporto obbligatorio e la teoria degli interessi negativi, fra cui T. LESCH, *Negative Zinsen und das Kreditgeschäft. Rechtliche Herausforderungen für Banken in Deutschland*, Wiesbaden, 2017; H. P. KOLLMANN, *Negative Zinsen. Eine rechtsökonomische Analyse*, Baden Baden, 2016; J. H. BINDER - S. ETTENSBERGER, *„Automatischer" Negativzins bei darlehnsvertraglichen Zinsänderungsklauseln im Niedrigzinsumfeld? Vertragsauslegung und Lösungsansätze*, in *WM*, 2015, pag. 2069-2074; W. ERNST, *Negativzinsen aus zivilrechtlicher Sicht. Ein Problemaufriss*, in *ZfPW*, 2015, pag. 250-256; M. BUCHER - U. NEYER, *Der Einfluss des (negativen) Einlagesatzes der EZB auf die Kreditvergabe in Euroraum*, Düsseldorf, 2014, *Ordunungspolitische Perspektive* n. 64; C. COEN, *Der Negative Basiszinssatz nach § 247 BGB,* in *NJW*, 2012, pag. 3329-3334. Si distingue la posizione di S. BEHR, *Vertragsrechtliche Zulässigkeit negativer Verzinsung im Einlagenbereich. Zugleich ein Beitrag zur Identität des Schuldverhältnisses*, Berlin 2018, secondo il quale il mutamento di segno dell'interesse, nei rapporti finanziari di durata e di risparmio determina un fenomeno di cd. *Typenkombinationsvertrag*, che determina la qualificazione del rapporto come mutuo (*Darlehnsvertrag*) se l'interesse è positivo, come deposito irregolare (*unregelmäßiger Verwahrungsvertrag*) se negativo.

corrispondere un certo *quantum* della prestazione, indipendentemente dall'andamento del parametro di mercato.

1.3.3. Le clausole di interest rate cap

La medesima logica, ma in senso speculare a quello appena descritto, è alla base della convenzione di una "clausola *cap*" [46].

Essa ha, pertanto, l'effetto di imporre un tetto massimo alla variazione, in senso positivo, del parametro assunto come riferimento per l'indicizzazione del rapporto. La previsione stabilisce, di conseguenza, una percentuale al di sopra della quale, le oscillazioni della componente variabile del tasso, o della sua somma con lo *spread*, non influenzeranno la misura della prestazione dovuta dal prenditore di denaro.

Anche la clausola *cap* ha una struttura che può essere ricondotta a quella del contratto di *interest rate cap*. Come tale, è definito l'accordo con cui il beneficiario, a fronte della corresponsione di un premio, paga al venditore, a scadenze prestabilite, la differenza fra il tasso di interesse variabile del sottostante e quello fisso pattuito a titolo di opzione (lo *strike price*)[47]. Analogamente a quanto sottolineato con riferimento al *floor*, la clausola *cap* produrrà i suoi effetti nella sola ipotesi di differenza positiva tra tasso variabile e *strike price*, impegnando il venditore dell'opzione a versare al beneficiario la differenza; ovvero e detto più semplicemente, consentendo all'acquirente dell'opzione di pagare esclusivamente lo *strike*

---

[46] Se sul *floor* già più ampia appare la letteratura in merito, le clausole *cap, collar* e *corridor* hanno suscitato un minor interesse da parte della dottrina civilistica. Ciò si giustifica, in parte, per la minor diffusione di siffatti strumenti nella contrattualistica bancaria, in altra parte, per il minor grado di incidenza sulla posizione del prenditore di denaro, non ponendosi difatti un vero e proprio problema di tutela della parte debole. La loro disciplina, come chiarito meglio nel prosieguo, è difatti mutuata dalla letteratura finanziaria in materia di *option* sulla quale, si veda fin d'ora F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: cap, floor, corridor, collar, PRA e opzioni su FRA,* in *Dir. del comm. int.*, 1993, pag. 873; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floor, swaps, index futures*, in *Dir. del comm. int.*, 1992, pag. 171; C. VECCHIO, *Il contratto di interest rate cap*, in *Corr. Trib.*, 1991, n.36, pag. 2666; E. MORETTI - G.CUCINOTTA, *Strumenti della nuova finanza, Domestic interest rate swap, warrant, cap, floor, collar, Commercial Paper, opzioni, prestiti convertibili*, cit.

[47] Nella definizione fornita dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, il *cap* è indicato come "*a contract whereby a seller agrees to pay the purchaser, in return for a one-off premium, the difference between current interest rates and an agreed (strike) rate, times the notional principal, should interest rates rise above the agreed rate*" (Recent development in international interbank relations, cit., pag. 59).

price convenuto nell'opzione, quando il tasso variabile sia superiore a quest'ultimo[48]. Qualora, invece, il parametro di riferimento si attesti al di sotto della soglia dello *strike price*, il venditore continuerà a corrispondere il solo tasso variabile sul sottostante.

La funzione procede in direzione inversa a quella del *floor,* andando a proteggere il beneficiario del *cap* contro rialzi improvvisi del tasso di interesse, perché i due flussi generati dai contratti (l'uno per quello di finanziamento, l'altro per l'opzione) si "compensano" fra loro, andando a produrre l'effetto di calmierare il saggio di interessi che il debitore sarà tenuto a corrispondere. Dove la convenzione di un *floor* interveniva, difatti, nel garantire una remunerativà minima dell'investimento di una parte, all'opposto, la convenzione di un *cap* consente, a chi si indebiti a tasso variabile, di soddisfare la sua esigenza di programmare il suo impegno finanziario, ponendo un limite all'esborso massimo che dovrà sopportare su quella posizione. In altre parole, se la convenzione del *floor* nasce con la funzione di favorire la redditività dell'investimento della banca, la clausola *cap* protegge il soggetto indebitato dall'esposizione al rischio di non sostenibilità del finanziamento sul medio/lungo periodo.

La prassi della contrattualistica bancaria ha mostrato di far ricorso a due possibili manifestazione della suddetta clausola, attraverso altrettante tecniche di redazione. In una prima forma, la previsione di una soglia alla variazione del tasso di interesse si lega al tema della sopravvenuta usurarietà del tasso, e può essere ravvisata in quelle pattuizioni che stabiliscono, ad esempio, che "*la misura di tali interessi non potrà mai essere superiore al limite fissato ai sensi dell'art. 2 comma quattro, della legge 7 marzo 1996 n. 108, dovendosi intendere, in caso di teorico superamento di detto limite, che la misura sia pari al limite medesimo*", denominate nella prassi "*clausole di salvaguardia*"[49]. La clausola, a ben vedere, si limita però

---

[48] Riprendiamo l'esempio fatto in precedenza e applichiamolo al contesto dell'*interest rate cap*. Si ipotizzi sempre che un'impresa abbia convenuto con una banca la stipula di un finanziamento per 1 milione a 10 anni, a tasso variabile Euribor 6 mesi, pari, al momento della stipula, al 4%. Temendo rialzi del parametro nel periodo di esecuzione del rapporto, l'impresa conclude con la banca un ulteriore contratto di *interest rate cap*, 7% contro Euribor 6 mesi, sul nozionale sottostante di 1 milione. Attraverso questo ulteriore accordo, l'impresa si assicura che la banca ove l'Euribor superi la suddetta soglia di *strike price* (7%), corrisponda comunque ad essa la differenza fra il tasso variabile per quel semestre e la soglia fissa convenuta. Ponendo quindi che l'Euribor raggiunga il 10%, l'impresa riceverà dalla banca una somma che si ottiene moltiplicando il nozionale di un milione per il 3% (differenza tasso variabile-tasso fisso), e per 180 giorni (assumendo sei mesi come periodo di riferimento), dividendo poi il risultato per il numero di giorni dell'anno.

[49] Alla clausola di salvaguardia gli intermediari hanno cominciato a far ricorso per contrastare gli effetti di un possibile superamento del tasso soglia usurario nel corso del rapporto, che dà luogo, secondo alcuni indirizzi emersi in dottrina e in parte della giurisprudenza, al fenomeno definito "usura sopravvenuta". Discutibile pare,

ad integrare il regolamento contrattuale con un vincolo di matrice legale alla libera determinazione delle parti circa gli interessi convenzionali nei rapporti di finanziamento ed assolve, di conseguenza, ad una funzione del tutto diversa dal limite imposto attraverso la convenzione di un *cap*. Pare, dunque, potersi escludere questa prima configurazione della clausola dall'ambito in esame, per diversità di struttura e funzione.

Nella forma che le è invece propria, la clausola *cap* viene pattuita nella determinazione del meccanismo di calcolo del tasso di interesse, attraverso l'uso di espressioni quali "*… il tasso di interesse non potrà comunque superare l'X%*", ovvero "*…la somma tra Euribor e spread non potrà mai essere maggiore dell'X%*".

La prassi manifesta, tuttavia, un minor ricorso a questa tipologia di clausola in mancanza di una corrispondente previsione di un *floor* a favore della controparte: la convenzione di un *cap* "isolato" viene spesso osteggiata da parte della clientela stessa, poiché a fronte del vantaggio garantito dalla clausola in termini di protezione, la banca conviene solitamente uno *spread* più alto sul variabile, dal quale consegue un costo del finanziamento, in media, più elevato. La clausola ha difatti l'effetto di trasferire, in capo all'intermediario, il rischio di una salita del tasso di interesse di mercato, del quale egli non può di conseguenza profittare, ove sia convenuto un tetto massimo all'interesse pretensibile.

1.3.4. Le clausole di interest rate collar e corridor

L'effetto speculare prodotto dalla clausola *floor* e della clausola *cap* fa sì che non sia infrequente riscontrare, nella prassi, ipotesi di una loro coesistenza all'interno del medesimo negozio, agevolata dalla loro elasticità e capacità di adattamento rispetto alle specifiche esigenze delle parti contraenti.

Nell'ambito della modulazione del tasso di interesse variabile, clausole *cap* e clausole *floor* possono interagire tra loro in due diverse modalità.

---

tuttavia, il ruolo della suddetta clausola in conseguenza del recente *revirement* con cui le Sezioni Unite della Cassazione hanno escluso che il superamento del tasso soglia in corso del rapporto possa dar luogo a sanzioni, tanto sotto il profilo della validità, quanto sotto quello della efficacia. V., Cass., SS. UU., 19 ottobre 2017, n. 24675, in *Persona e mercato*, 2018, pag. 20 ss., con nota di F. PISTELLI, *L'usura sopravvenuta di fronte alle sezioni unite*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, II, pag. 558 ss., con nota di S. PAGLIANTINI, *Dopo le Sezioni Unite: sulla cd. usura sopravvenuta ed un abuso del diritto che non c'è*; in *Riv. del not.*, 2018, I, pag. 267 ss., con nota di G. B. FAUCEGLIA, *L'usura sopravvenuta nelle prospettive della giurisprudenza, della dottrina e dell'Arbitro Bancario e Finanziario*.

Secondo un primo meccanismo, articolato a sua volta in due ulteriori fattispecie, possono essere combinati fra loro due *cap* o due *floor*, nella figura che assume il nome di *interest rate corridor*[50]. La funzione di questa convenzione è di limitare il *range* entro il quale il beneficiario dell'opzione potrà godere dell'effetto protettivo contro la salita o la discesa dei tassi. Nel primo caso, la pattuizione di un *interest rate cap-corridor* consentirà al beneficiario di proteggersi dal rischio che l'interesse variabile salga oltre una certa soglia, ma delimitando questo beneficio fino ad un importo massimo, oltre il quale cesserà l'effetto della protezione[51]. Intuitivamente, l'*interest rate floor-corridor* tutela, all'opposto, il beneficiario dai ribassi del tasso fino ad una determinata soglia[52]. Al di là della denominazione specifica, questa figura, assai meno frequente nella prassi negoziale, non pone problemi ulteriori rispetto a quelli già sollevati con riferimento alle clausole *cap* e *floor* singolamente individuate.

Uno strumento, invece, ben più incisivo nella dinamica di gestione del rischio è la clausola *collar*, frutto della compresenza di una clausola *floor* e di un *cap* nella medesima operazione negoziale.

La definizione di questa figura si ricava, implicitamente, dalla combinazione di quanto già discusso con riferimento agli elementi che compongono le singole architetture di base: le parti prevedono un limite minimo (*floor*) e, al contempo, un limite massimo (*cap*), all'interno dei quali incanalare l'andamento della componente variabile del tasso.

Dal punto di vista del contratto finanziario di *interest rate collar*, le parti convengono l'acquisto e la vendita, simultanea, di un'opzione per il rimborso della differenza con un tasso

---

[50] Cfr. F.CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pag. 296; ID., *Profili legali delle opzioni sul tasso d'interesse : cap. floor, corridor, collar, pra e opzioni su fra*, cit., pag. 886 ss.

[51] Un esempio di *interest rate collar* su *cap* è quello convenuto su un indebitamento a tasso variabile in cui sia fissato un limite del 5% fino ad un massimo del 12%; ciò vale a dire che la protezione contro i rialzi del parametro opereranno esclusivamente all'interno di questo "corridoio". Qualora il parametro variabile raggiunga, ad esempio, il 17%, l'acquirente del *cap* beneficerà esclusivamente della protezione offerta da quel *range* (7%), andando a pagare un tasso del 10% (interesse variabile al 17% sottratto della protezione del corridor del 7%).

[52] Riprendendo l'esempio appena fatto, un *interest rate collar* su *floor* può essere convenuto su un indebitamento a tasso variabile in cui sia fissato un limite del 5% fino ad un minimo del 3%; ciò vale a dire che la protezione contro le diminuzioni del parametro opereranno pur sempre all'interno del "corridoio". Qualora il parametro variabile raggiunga, ad esempio, l'1%, l'acquirente del *floor* beneficerà esclusivamente della protezione offerta da quel *range* (2%), andando a pagare un tasso del 3% (interesse variabile al 1% sommato alla protezione del corridor del 2%).

minimo e con un tasso massimo, rispetto ad un medesimo capitale convenzionale[53]. L'effetto ricercato attraverso la convenzione di un *collar* è quello di costruire un rapporto a tasso variabile, nel quale siano individuati con esattezza i confini massimi e minimi entro i quali potrà muoversi il parametro di riferimento. Dal punto di vista più strettamente tecnico, vi è dunque un unico soggetto venditore dell'opzione *collar* (composta, rispettivamente, da un tasso *floor* e da un tasso *cap*) che sarà tenuto al pagamento del differenziale qualora il parametro di riferimento oltrepassi i limiti fissati nei rispettivi *strike prices*; qualora, invece, il parametro di indicizzazione si mantenga entro le soglie previste, l'opzione *collar* rimane priva di effetti e il *writer* non è tenuto al pagamento di alcun differenziale, bensì al tasso variabile convenuto nel rapporto.

L'impiego di questo strumento realizza una forma di *bilanciamento* nelle strutture asimmetriche del *floor* e del *cap*, realizzando un effetto di scambio tra rischi fra le parti; da un lato, l'impiego della somma verrà remunerato sempre in un minimo da individuarsi nel tasso *floor*, dall'altro, il prenditore di denaro sarà comunque garantito dalla copertura del *cap* dall'eccessiva esposizione a rialzi del tasso.

In termini di redazione della clausola, non si è soliti far riferimento ad espressioni particolari, per cui la convenzione di un *collar* si rinviene in tutte le ipotesi di contemporanea fissazione di un tasso massimo e di un minimo sulla variazione dell'interesse, nelle forme di cui si è già dato conto.

2. Il rischio su valuta

Una seconda variabile cui possono essere esposte le attività finanziarie è quella relativa al rischio su *valuta*, legato all'oscillazione del tasso di cambio fra due diverse monete.

L'ambito di elezione è nuovamente quello della macro-categoria del rischio di mercato, vale a dire di esposizione alla volatilità del prezzo di un'operazione finanziaria, dovuta al variare delle condizioni sul mercato. Fra di esse, rientrano le oscillazioni di valore che interessano un *tasso di cambio*, ossia il rapporto aritmetico di conversione del valore di una

[53] Nella definizione dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, il *collar* è indicato come "*the simultaneous purchase of a cap and the sale of a floor with the aim of maintaining interest rates within a defined rage. The premium income frome the sale of the floor reduces or offsets the cost of buying the cap*" (Recent development in international interbank relations, cit., pag. 59).

somma di denaro espressa in una valuta, in una divisa diversa. In sintesi, esso corrisponde al prezzo con cui una valuta estera può essere comprata e venduta con moneta nazionale: ad ogni moneta corrispondono, di conseguenza, x tassi di cambio, uno per ciascuna divista straniera presa a riferimento.

La sua determinazione ha natura complessa, poiché influenzata da una pluralità di fattori; vale però sottolineare, fin d'ora, che essi risultano prevalentemente riconducibili al flusso delle transazioni, dei movimenti di capitale e dell'acquisto di titoli sul mercato dei cambi(54).

Uno degli elementi centrali che caratterizzano questa tipologia di mercato e che ne determinano la differenza sostanziale rispetto a quello dei tassi di interesse, è che la determinazione del tasso di cambio avviene prevalentemente in modo *competitivo*: va da sé, dunque, che questi mercati si caratterizzano inevitabilmente per l'estrema volatilità dei tassi con i quali avvengono i suddetti scambi, nonché per la naturale predisposizione ad attacchi di natura speculativa(55). Il periodo successivo all'abbandono del sistema di Bretton Woods (1971-1973) si è difatti contraddistinto per una tendenza, a livello globale, a rinunciare a rapporti di cambio fissi a favore del mantenimento da parte dei singoli ordinamenti dell'indipendenza monetaria – principalmente per imperativi di politica interna – e dell'accesso al capitale straniero(56).

---

(54) Per un'analisi più nel dettaglio, si veda M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2018; A. RESTI- A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Milano, 2005; R. DORNBUSH, *Expectations and exchange rate dynamics*, in *Journal of Political Economy*, 1976, pag. 1161-1174.

(55) Nota dottrina ha sostenuto in passato "*exchange rates have turned out to be more volatile that they were expected to be, than they should be, and perhaps than they need to be*", R. DORNBUSH - J. A. FRANKEL, *The flexible exchange rate system: experience and alternatives*, in *NBER Working Paper Series*, London, 1988.

(56) Viene definita come era di Bretton Woods quel trentennio che seguì al secondo dopoguerra (1945-1973) attraverso l'iniziativa degli Stati Uniti volta a rimodellare il sistema economico internazionale post-bellico. Attraverso l'accordo raggiunto alla Conferenza di Bretton Woods (luglio 1944), i Paesi firmatari si impegnarono al mantenimento di rapporti di cambio fissi con il dollaro, il cui valore fu fissato convenzionalmente a 35 dollari per oncia di oro puro. Con la creazione di un Fondo Monetario Internazionale (FMI) i Paesi che attraversavano un periodo di squilibrio temporaneo nella bilancia dei pagamenti potevano contrarre prestiti a breve termine, in cui il tasso di cambio fisso agiva da prezzo massimo, impedendo che il prezzo del dollaro salisse rispetto alle singole valute nazionali. Questo meccanismo si basava, principalmente, sulle teorie formulate dall'economica J. M. Keynes, secondo il quale gli Stati potevano impegnare a mantenere rapporti di cambio fissi fra valute, acquistando capitale azionario da una banca internazionale, il quale emettesse una moneta propria con un valore in oro predeterminato. Una serie di fattori - il primo dei quali rappresentato dallo shock dei prezzi del petrolio (1973-1979) – portarono alla decisione di abbandonare il sistema di cambi fissi, riconoscendo un più ampio margine di autonomia al perseguimento di politiche monetarie indipendenti da parte dei singoli Stati. Questo processo fu più graduale nei paesi dell'Ue, i quali convennero un primo periodo di fluttuazione dei cambi fra le valute interne (*Smithsonian Agreement*, dicembre 1971), presto abbandonato però da gran parte degli

In un contesto di *conoscenza imperfetta*(57), la variabilità incontrollata del tasso di cambio si sostanzia nel conseguente rischio di deprezzamenti consistenti delle attività finanziarie espresse in rapporto ad una valuta straniera, così come del portafoglio titoli detenuto dagli intermediari, che si riflette sull'instabilità generalizzata del sistema(58). A fronte di ciò, nel tempo, si sono articolati dei complessi meccanismi volti alla gestione del rischio valutario; vale, difatti, anche con riferimento a questa seconda variabile, un discorso analogo a quello che attiene alla gestione del rischio su tasso di interesse tanto sul piano contrattuale, quanto su quello pubblicistico/sistemico.

Nei paesi industrializzati si è progressivamente diffuso, a livello di sistema, un regime ibrido di tassi di cambio flessibili "manovrati"; ciò significa che il cambio della divisa nazionale con quelle straniere non è oggetto di una predeterminazione in misura fissa, ma gode di un certo grado di flessibilità, potendosi pertanto apprezzare o deprezzare in rapporto alle altre valute. Rispetto alla volatilità del cambio, le banche centrali mantengono comunque un

---

ordinamenti del vecchio continente, a favore di un sistema di libera fluttuazione dei cambi; l'Italia è uscita dall'accordo nel febbraio 1973, perseguendo una propria politica di reazione allo shock petrolifero. Per una ricostruzione dettagliata del mercato delle valute nell'era Bretton Woods, v., L. NEAL, *Storia della finanza internazionale. Dalle origini ad oggi*, Bologna, 2015, pag. 307 ss. Sulle ragioni del fallimento del sistema di B.W., v., R. TRIFFIN, *Gold and the dollar crisis*, New Haven, 1960, nonché M. OBSTFELD – A. M. TAYLOR, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, 2004.

(57) Il termine è di R. FRYDMAN - M. GOLDBERG, *Limiting exchange rate swings in a world of imperfect knowledge*, in *Monetary Union in Europe, Historical perspective and prospects for the future. Essays in honour of Niels Thygesen*, P. SØRENSEN (a cura di), Copenhagen, 2004, pag. 35 ss.

(58) In ottica di rischio di impresa si fa riferimento a tre componenti attraverso cui, la posizione in valuta estera, assume impatto sull'attività. Si parla, in primo luogo, di *transaction exposure,* inteso come livello di rischio delle imprese operanti nel commercio internazionale che il tasso di cambio muti successivamente all'assunzione di una posizione nella suddetta valuta: in altre parole, di dover adempiere la transazione con una maggior quantità di moneta. In secondo luogo, è indicato come *translation exposure* il rischio di un mutamento di valore degli assets patrimoniali e finanziari dell'impresa, che siano espressi in una valuta diversa da quella domestica. In terzo luogo, in una dimensione dinamica, si parla di *operating exposure* quando le oscillazioni del tasso di cambio influenzino i futuri flussi di cassa. La letteratura sul tema ha avuto una proliferazione consistente nel passaggio dagli anni'80 ai '90, quando la quasi totalità dei paesi industrializzati ha abolito i limiti residui alla libera circolazione dei capitali, e si è posto all'attenzione il tema dell'autonomia delle politiche monetarie e degli accordi sul tasso di cambio. Per un'analisi approfondita dell'evoluzione sulle politiche valutarie, J. FORSSBAECK-L. OXELHEIM, *Money markets and Politics. A study of European financial integration and monetary policy options*, Northampton 2003; T. BERNHARDSEN, *Interest rate differentials, capital mobility and devaluation expetations: evidence from European countries*, in *Occasional Paper Norges Bank*, 27, Oslo, 1998; A. F. P. BAKKER, *The liberalization of capital movements in Europe*, Dordrecht, 1996; B. S. BARNANKE- F. S. MISHKIN, *Central Bank behavior and the strategy of monetary policy: observation from six industrial countries*, in *NBER Macroeconomics Annual*, O. Blanchard-S. Fischer (a cura di), Cambridge, 1992.

margine per un intervento correttivo[59]. Per esse è possibile, ad esempio, influenzare l'andamento del mercato dei cambi attraverso scelte inerenti alle riserve di valuta straniera depositate presso le banche stesse (acquistando o vendendo valuta e attività), e agli *asset* finanziari, come anche adottare politiche di stabilizzazione dei tassi di cambio[60]. Gli spazi di autonomia di cui le banche centrali godono rispetto alla svalutazione della moneta domestica espongono talvolta, come conseguenza patologica, a gap di coordinamento nei singoli interventi di politica monetaria[61], financo ad alimentare veri e propri fenomeni di concorrenza nella svalutazione (la cd. *guerra valutaria*). Ciò determina, nella gran parte dei casi, un consistente impatto sulla stabilità dei tassi di cambio e una più alta esposizione dei mercati al rischio valutario *tout-court*.

Il problema della gestione del rischio si pone, di conseguenza, non solo in una prospettiva di politiche valutarie, ma anche – ed in via complementare – sul terreno delle transazioni fra privati. In considerazione dell'incertezza derivante dall'oscillazione dei tassi di cambio, le parti coinvolte in un'operazione finanziaria (prestiti, leasing, obbligazioni etc.) possono maturare l'esigenza di farvi fronte attraverso lo strumentario privatistico, al fine di controbilanciare l'influenza delle variazioni dovute al cambio con la valuta estera. Inizialmente, questo effetto è stato ottenuto attraverso complesse sovrapposizioni fra più negozi, funzionalmente collegati fra loro. Tuttavia, la diffidenza dall'impiego di strutture sì complesse ha convogliato l'attenzione verso modelli differenti di gestione del rischio di cambio, ed in special modo verso la sottoscrizione di contratti di *opzione*, *futures* e, specialmente, *swap*[62]. Lo scopo sotteso allo *swap* su valuta (cd. *currency swap*) è quello di

---

[59] Le banche centrali possono aver interesse a svalutare la propria moneta in reazione a crisi occupazionali, al fine di migliorare il saldo del conto corrente, ovvero per aumentare le riserve di divisa estera mantenute presso la banca stessa.

[60] I cd. interventi non sterilizzanti consistono nell'adozione, da parte di una banca centrale, di politiche dirette all'introduzione di variazioni nella base monetaria, attraverso l'acquisto o la vendita della valuta estera, ovvero di titoli e bond sulla propria moneta.

[61] Nel periodo di tempo compreso fra il 2000 ed il 2010, diversi Paesi (Argentina, Austria, Brasile, Polonia, Romania, Serbia, Turchia, Ungheria) hanno introdotto delle misure macro-prudenziali volte a limitare il ricorso ai prestiti in valuta estera, al fine di ridurre la vulnerabilità del sistema alla variazione dei tassi di cambio con le valute straniere (fonte: *World Development Report* 2014 team based on Claessens, Ghosh, and Mihet, forthcoming, cit., pag. 208).

[62] Le politiche di restrizione valutaria, di ostacolo all'uscita dei capitali interni, hanno favorito la nascita delle prime forme di derivati su cambi (cd. *interest rate and currency swap*). Questi negozi hanno ben presto sostituito le tecniche di *mutui paralleli* (*parallel loan*) e di *back to back loan* nati nel sistema giuridico inglese per evitare il pagamento dei premi sull'acquisto delle divise straniere e consistenti in una serie di prestiti collegati attraverso

realizzare uno scambio fra le parti di due capitali denominati in diversa divisa, ma con valore equivalente, ed obbligare ciascuna di esse all'esecuzione di pagamenti predeterminati, denominati nelle divise di riferimento del capitale iniziale: l'effetto che si produce è di mantenere inalterata l'equivalenza iniziale delle prestazioni, anche in conseguenza di variazioni che possano interessare il tasso di cambio.

Tornando al terreno di elezione dell'indagine, l'effetto di gestione del rischio valutario è perseguibile altresì attraverso il ricorso a clausole che, in vario modo, interessino l'influenza della valuta straniera sull'attività finanziaria di riferimento. La peculiarità di queste fattispecie è data tuttavia dal fatto che non ogni richiamo alla valuta straniera comporta il sorgere di profili legati al suddetto rischio. Occorre, pertanto, esaminare con attenzione le singole ipotesi.

2.1. Il mercato

2.1.1. Il mercato degli immobili residenziali e le valute estere

Il tema del rischio di cambio deve il suo protagonismo al contesto che ha interessato l'evoluzione, nell'ultimo trentennio, del mercato relativo agli immobili ad uso residenziale e alla conseguente diffusione, tra la clientela al dettaglio, di attività finanziarie espresse in una valuta estera

Fin dalla prima metà degli anni duemila, una pluralità di ordinamenti europei ha sperimentato un largo ricorso, nella prassi, a modelli di finanziamento espressi in una valuta diversa da quella nazionale[63]. Il fenomeno si è sviluppato, inizialmente, in risposta

---

banche sussidiarie, esposte ad alti rischi di insolvenza delle controparti. Le prime forme di *currency swap* hanno costituito il risultato dell'innovazione finanziaria mediante la quale si è voluto perseguire l'analogo effetto di copertura sui rischi del cambio, senza incorrere nell'esposizione ad altre tipologie di rischi, legati al numero delle parti coinvolte nell'operazione (solo due) e all'importo della perdita possibile (differenziale di valore dovuto dalle parti). Per una ricostruzione della figura, si veda J. C. ZEREY, *Finanzderivate*, Baden-Baden, 2016, pag. 63 ss.; H. SCHIMANSKY -H. J. BUNTE - H. J. LWOWSKI, *Bankrechts-Handbuch*, München, 2017, pag. 1662 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pag. 36; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit. pag. 54 ss.

[63] Due, in particolare, i contesti che hanno favorito la diffusione di mutui espressi in una valuta differente da quella nazionale. Un primo e più consistente gruppo è rappresentato dagli ordinamenti europei non aderenti alla moneta unica, quali Bulgaria, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania. In ragione delle aspettative di significativa stabilità del cambio con valute straniere, ovvero della prospettiva di una prossima entrata nell'area euro, le percentuali di finanziamenti espressi in valuta diversa da quella nazionale, come l'Euro o il Franco Svizzero, hanno raggiunto delle proporzioni di assoluta prevalenza su questi mercati. In Ungheria, ad esempio, il numero di finanziamenti espressi in franchi svizzeri ha costituito, nel 2008, il 90% del portafoglio

all'insufficiente quantità di depositi in valuta domestica detenuti presso le banche di Stati che non avevano aderito alla moneta unica, per poi espandersi, nell'arco di breve tempo, su tutta l'area europea; forti dalla presenza, sul territorio nazionale, di filiali di istituti di credito stranieri facilitati nell'erogazione di finanziamenti nella valuta del paese d'origine, alcuni ordinamenti hanno, pertanto, promosso l'adozione di politiche di sostegno a prestiti diretti all'acquisto di immobili residenziali. L'estrema fiducia nella sostanziale stabilità dei tassi di cambio, nonché, per un verso, l'aspettativa di una entrata prossima nell'area Euro, per l'altro, la sicurezza garantita dal riferimento a valute considerate particolarmente solide(64), hanno spinto investitori e banche ad assumere forti esposizioni rispetto alle variazioni del mercato

---

complessivo dei finanziamenti erogati dalle banche (il dato è riportato da J. HEGEDŰS et al., *National Report for Hungary* TENLAW*: Tenancy Law and Housing Policy.*, in *Multi-level Europe*, 12, consultabile in, http://www.tenlaw.uni-bremen.de/reports/HungaryReport_09052014.pdf); per una panoramica sulla situazione complessiva del mercato immobiliare in Ungheria e sulle risposte normative di contrasto alla crisi, A. FEJŐS, *Mortgage credit in Hungary*, in *EuCML*, 2017, pag. 139 ss. Un secondo gruppo è rappresentato invece dagli ordinamenti aderenti alla moneta unica i quali, in misura più o meno consistente, hanno visto la diffusione di mutui espressi in valute con cambi particolarmente favorevoli rispetto all'euro, su tutti yen giapponesi e franchi svizzeri. A livello europeo, uno studio approfondito sulla diffusione dei mutui in valuta estera nel periodo 2007-2011 è stato condotto da P. YEŞIN, *Foreign Currency Loans and Systemic Risk in Europe*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2013, pag. 219-236. Per ulteriori contributi sul tema, si veda M. BROWN – R. DE HAAS, *Foreign Banks and Foreign Currency Lending in Emerging Europe*, in *Economic Policy*, gennaio 2012, 27(69), pp. 57-98; J. FIDRMUC - H. MARIYA - S. HELMUT, *Households' Foreign Currency Borrowing in Central and Eastern Europe*, in *Working Paper Austrian Central Bank*, 171, luglio 2011; J. PANN – R. SELIGER – J. ÜBELEIS, *Foreign Currency Lending in Central, Eastern and Southeastern Europe: The Case of Austrian Banks,* in *Financial Stability Report*, dicembre 2010, 20, pp. 56-76. Ad ulteriore conferma del rilievo assunto dalla gestione del rischio di cambio, può farsi riferimento alla circostanza per cui, nell'aprire il mercato dei capitali agli enti locali (Lg. 23 dicembre 1994, n. 724), il legislatore italiano avesse previsto l'obbligo di garantire, sin dal momento della loro emissione, tutti i prestiti in valuta estera attraverso una speculare operazione di swap a copertura del rischio di cambio (art. 2 D.M. 5 luglio 1996, n. 420). Sul punto di veda, P. FADEL – A. MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2008.

(64) Le prime avvisaglie della crisi hanno indotto un sempre maggior numero di risparmiatori a rivolgere i loro investimenti verso beni che costituissero un "*safe harbor*", perché ritenuti particolarmente sicuri e stabili. Fra di essi, una particolare predilezione è stata mostrata, fin dalla prima metà degli anni 2000, agli indebitamenti in Franchi Svizzeri (CHF), forti di una minor volatilità del cambio con altre valute e maggiormente favorevoli sul piano degli interessi da corrispondere sulle somme erogate. L'emergere della crisi dei debiti sovrani dell'area Euro ha poi intensificato l'interesse del mercato sulla moneta elvetica, specie negli ordinamenti europei non aderenti alla moneta unica e restii ad affidarsi ad una valuta, come l'euro, fortemente esposta ad un rischio di implosione. Una panoramica più nel dettaglio è contenuta in Banca Nazionale Svizzera (BNS), 104° *Rapporto di gestione* 2011, consultabile all'indirizzo (https://www.snb.ch/it/mmr/reference/annrep_2011_komplett/source/annrep_2011_komplett.it.pdf). Sul fondamento economico di questa visione, E. BALTENSPERGER – P. KUGLER, *The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc*, in *Aussenwirtschaft*, 2016, vol. 67, issue 02, 1-30.

dei cambi. I mutui espressi in determinate valute – su tutte il Franco Svizzero (CHF) – si contraddistinguevano, inoltre, per la particolare appetibilità delle condizioni che consentivano di applicare, su tutte, un tasso di interesse particolarmente favorevole, unito all'aspettativa di una limitata volatilità sul medio-lungo periodo.

Il sistema pareva dunque poggiarsi su una stabile architettura, retta dall'instaurazione di un circolo virtuoso tra incentivi statali di promozione del *right of housing,* fiducia nelle prospettive di crescita del mercato e apparente configurazione di questi schemi negoziali come *free of risk loans*(65).

La sostanziale fragilità e l'ottimismo mal riposto nel meccanismo di gestione del rischio di credito in ambito immobiliare hanno fatto sì che, allo scoppiare della bolla finanziaria, venisse presto alla luce la sua reale natura di gigante dai piedi d'argilla. La sicurezza fornita dai *collateral* ai mutui immobiliari, basata sulla concezione per cui, anche in ipotesi di eccessivo indebitamento della controparte, la banca avrebbe comunque realizzato la garanzia ipotecaria rivolgendosi al mercato, si è difatti mostrata inconsistente di fronte alla difficoltà di liquidare la garanzia immobiliare vantata dall'intermediario, quantomeno in un orizzonte di breve

(65) Il fenomeno trae origine dall'innovazione della tecnica finanziaria, che ha consentito di trasformare i crediti in titoli commerciabili. Si parla, in proposito, di obbligazioni che hanno come collaterale un debito (*Collateralized debt obligation*, CDO) e che hanno contribuito, negli anni antecedenti allo scoppio della bolla immobiliare, al rovesciamento del paradigma «originate to hold», basato sulla concessione di un prestito il cui valore e peso economico rimaneva nel bilancio dell'intermediario, in «originate to distribute». Il finanziamento, una volta concesso da parte dell'istituto di credito, viene difatti trasformato in un titolo di credito attraverso un'operazione cd. di "cartolarizzazione", per essere poi venduto ad una società veicolo, facente riferimento alla banca stessa (*Structured Investment Vehicles*, SIV). Queste società, con i titoli così acquistati, formano un portafoglio strutturato in base alle diverse classi di rischio dei prestiti che lo compongono e vanno così a confezionare il prodotto obbligazionario (CDO). Nella loro versione più semplice, queste obbligazioni sono suddivise in una prima classe (*Senior*), dove sono collocati i titoli che presentano un basso rischio di insolvenza, una classe intermedia (*Mezzanine*) ed infine una caratterizzata da rischi e rendimenti più elevati (*Junior*). Questra tripartizione consente, in astratto, ad investitori privati, professionali e *hedge funds* di valutare il rischio assunto con l'acquisto di titoli appartenenti ad una delle tranches del portafoglio obbligazionario. In concreto, l'estrema complessità nella strutturazione dei CDO, il progressivo discostamento dal rischio effettivo assunto con l'erogazione dei prestiti sottostanti e l'amplificazione prodotta dall'effetto leva hanno messo in luce l'estrema pericolosità insita in questi strumenti e la sostanziale fallacia del modello *no risk loan*. Sull'utilizzo di questo processo come fattore scatenante della crisi, P. SPARKES, *What is Mortgage Credit?*, in *The Impact of the Mortgage Credit Directive in Europe*, AA. VV., 2017, pag. 24 ss.; L. NEAL, *Storia della finanza internazionale. Dalle origini a oggi*, cit., pag. 355 ss.; L. GALLINO, *Finanzcapitalismo. La civilità del denaro in crisi*, Torino 2011, pag. 45 ss.; R. BLACKBURN, *The Subprime Crisis,* in *New Left Review*, 2008, pag. 63-106; W. KÖHLER, *Wall Street Panik. Banken ausser Kontrolle*, Murnau am Staffelsee, 2008. Per uno studio sulle ricadute civilistiche del processo di cartolarizzazione, R. CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Riv. Trim. Dir. e Proc. Civ.*, 2018, 4, pag. 1485 ss.

periodo e con un valore minimo di realizzo, dissipando eventuali dubbi sull'esistenza di *no-risk loans*[66].

Sul piano opposto del risparmio, la progressiva e consistente diffusione di prestiti in valute straniere ha amplificato gli echi dell'impatto sistemico prodotto dal rischio su tasso di interesse, esponendo i rapporti alla variabile ulteriore del rischio di cambio. La scarsa trasparenza con cui sono stati commercializzati i prodotti indicizzati a valute straniere ha determinato un'assunzione inconsapevole, per una vasta percentuale del mercato del credito al consumo, di rischi legati all'oscillazione dei tassi di cambio fra la valuta domestica e quella contrattuale, financo a richiedere interventi di sostegno all'economia reale da parte delle autorità nazionali[67]. Inoltre, le clausole apposte a siffatti rapporti hanno frequentemente

---

[66] Sottolinea, in particolare, la fragilità e l'inadeguatezza dei meccanismi di gestione del rischio posti in essere dalle banche nel settore immobiliare M. F. HELLWIG, *Finanzkrise und Reformbedarf*, in *NJW*, 2010, II, pag. 96-97, secondo cui "*Hinter disem Versagen stehen grundsätzlich Probleme: Die empirische Basis der Risikomodellierung der Banken ist ungenügend*".

[67] Il caso più emblematico è rappresentato, nuovamente, dalla vicenda che ha interessato il cambio Euro-Franco Svizzero. In particolare, il forte interesse alimentatosi sul mercato per gli indebitamenti nella valuta elvetica (considerata un porto sicuro, al riparo dalle conseguenze della crisi sul dollaro e sulla moneta unica europea) ha comportato un progressivo apprezzamento del Franco Svizzero ed una sua conseguente sopravvalutazione rispetto alle altre monete diffuse sul territorio europeo. Nell'agosto del 2011 la SNB (Schweizerische Nationalbank) ha pertanto intrapreso una serie di misure di politica monetaria dirette ad una riduzione straordinaria dei tassi di interesse e ad una espansione della liquidità sul mercato, al fine di scongiurare il rischio che l'eccessivo apprezzamento della moneta svizzera si riflettesse negativamente sul settore dell'export. Quest'intensa riduzione dei tassi, fino al raggiungimento di valori prossimi all'interesse negativo, ha determinato, come risultato, una forte espansione del credito. Il culmine di queste misure si è avuto il 6 settembre 2011 con la decisione, da parte della SNB, di fissare un valore minimo (*floor*) di 1,20 Franchi per Euro al cambio tra le due valute, misura che, secondo la Banca Centrale Europea, "*has been taken by the Swiss National Bank under its responsibility*" (cfr. ECB Press Release, Statement of the Governing Council of the ECB on the decision of the Swiss National Bank, 6 settembre 2011, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110906.en.html). La misura era volta, principalmente, a rafforzare i margini di guadagno delle imprese nazionali di esportazione nel periodo di deflagrazione della crisi ed era attuata, in concreto, attraverso l'acquisto di euro da parte della SNB, quando il tasso di cambio fra valute scendeva sotto alla suddetta soglia. Il floor è stato mantenuto sino al 15 gennaio 2015, quando la SNB ha deciso di abbandonare la politica di difesa del cambio. Nel comunicato stampa diffuso dall'autorità nazionale svizzera, viene sottolineato come "*The minimum exchange rate was introduced during a period of exceptional overvaluation of the Swiss franc and an extremely high level of uncertainty on the financial markets. This exceptional and temporary measure protected the Swiss economy from serious harm. Recently, divergences between the monetary policies of the major currency areas have increased significantly – a trend that is likely to become even more pronounced. The euro has depreciated considerably against the US dollar and this, in turn, has caused the Swiss franc to weaken against the US dollar. In these circumstances, the SNB concluded that enforcing and maintaining the minimum exchange rate for the Swiss franc against the euro is no longer justified.*" (cfr. SNB Press Release, Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to –0.75%, Zurigo, 15 gennaio

disvelato – all'esame dei giudici del Lussemburgo – un assetto visibilmente asimmetrico nella ripartizione dei rischi derivanti dal potenziale scarto di valore fra la moneta con cui il prenditore di denaro percepisce i suoi redditi e quella con la quale è tenuto al rimborso delle rate del finanziamento.

2.2. Il contratto

2.2.1. Il rischio di cambio nell'obbligazione pecuniaria

Il rischio di cambio non contraddistingue, in modo indiscriminato, ogni obbligazione nella quale sia coinvolta, *lato sensu*, una *valuta estera*[68].

Anzitutto, per obbligazione pecuniaria si definisce, in estrema sintesi, quella avente ad oggetto una somma di denaro (art. 1224 c.c.): il denaro, in questo senso, si contraddistingue per la sua configurazione come bene portatore di un *valore economico*[69]. Come tale, ed in considerazione della sua assoluta prevalenza nella prassi, questa tipologia di obbligazione risente direttamente delle vicende che interessano i cicli economici e l'andamento del mercato, così come le conseguenti scelte di politica legislativa per far fronte ad esse[70].

Alla base del sistema dell'obbligazione pecuniaria fa da sfondo un articolato sistema di principi sul valore giuridico della moneta, faticosamente consolidatosi nel corso del tempo[71].

2015, disponibile all'indirizzo: https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf).

[68] Per un primo inquadramento della obbligazione pecuniaria di valuta estera si veda, M. F. CAMPAGNA, *Clausole di parametrazione monetaria (Indice-merci, c.d. valuta estera, oro),* in *Clausole Negoziali*, vol. II, M. Confortini (a cura di), Torino, 2019, pag. 533 ss.; S. NAPOLITANO, *La clausola di pagamento effettivo in monete non aventi corso legale*, in *Clausole Negoziali*, M. Confortini (a cura di), vol. I, Torino, 2017, pag. 569 ss.; R. CALVO, *Le obbligazioni*, in *Diritto Civile*, R. Calvo (a cura di), I, Bologna, 2015, pag. 32 ss.; B. INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, F. Galgano (a cura di), Bologna, 2011, pag. 180 ss.; A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Torino, 1996, pag. 113 ss.; C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, cit., pag. 163 ss.; U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, cit., pag. 305 ss.; T. ASCARELLI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, A. Scialoja - G. Branca (a cura di), Bologna, 1959, pag. 366 ss.

[69] Cfr. C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, cit. pag. 145; V. LOJACONO, *Aspetti privatistici del fenomeno monetario*, Milano, 1955, pag. 146.

[70] Per un primo confronto si veda, G. CARLI- F. CAPRIGLIONE, *Inflazione e ordinamento giuridico*, Milano 1983; F. CARBONETTI, *Indicizzazione e contratto nell'età dell'inflazione*, Milano, 1988; N. IRTI, *Inflazione e rapporti tra privati*, in *Giust. civ.*, 1981, II, pag. 308-313; R. NICOLÒ, *Gli effetti della svalutazione della moneta nei rapporti di obbligazione*, in *Foro .it*, 1944, IV, c. 41-54.

[71] Dà conto, ampiamente, del dibattito sull'emersione del principio nominalistico B. INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, cit., pag. 136 ss.; T. ASCARELLI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, cit., pag. 94 ss.; A. DI MAJO, voce «*Obbligazioni pecuniarie*», in *Enc. dir.*, XXIX, pag. 246 ss.

Fra di essi, l'ordinamento fa propria la scelta di informare il valore dell'obbligazione pecuniaria al cosiddetto *principio nominalistico*[72], secondo cui "il debito pecuniario è estinto con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento e per il suo valore nominale"(art. 1277 c.c.). Ciò vale a dire che, di regola, l'obbligazione viene meno attraverso la dazione della corrispondente misura nominale del denaro convenuta al momento della nascita dell'obbligo, senza guardare all'effettivo potere di scambio al tempo del pagamento. Ad ogni debito di carattere pecuniario è pertanto sotteso fisiologicamente un rischio di oscillazione del valore della moneta, distribuito fra le parti secondo specifici criteri di matrice legale o convenzionale (il principio nominalistico, il risarcimento del danno nella mora dell'adempimento, la clausola *rebus sic stantibus* etc.), che consegue, ad esempio, nel caso della perdita del potere d'acquisto della moneta[73].

Il panorama del rischio nell'obbligazione pecuniaria non si limita, tuttavia, al solo rischio di svalutazione, poiché si arricchisce ulteriormente dalla possibilità per le parti di attribuire rilievo ad una valuta diversa da quella domestica, nell'adempimento di un'obbligazione pecuniaria. Il riferimento alla divisa straniera non va a mutare la struttura o la sostanza del rapporto obbligatorio nei suoi elementi fondamentali, ma amplia lo spettro dei rischi che le parti assumono nel momento in cui contraggono un'obbligazione che presenti siffatti requisiti.

In particolare, il codice riconosce la facoltà delle parti di determinare la prestazione dovuta in una somma non avente corso legale nello Stato, attraverso la figura del cd. *debito di valuta estera* (art. 1278 c.c.): ipotizziamo, ad esempio, che le parti convengano per l'accensione, in Italia, di un mutuo per 1 milione $[74]. Per un verso, la norma ammette che il debitore possa pagare nella moneta estera determinata, secondo il suo valore nominale (es. debito di 1 mln. $ pagato nella stessa valuta). Per l'altro, essa riconosce una «*facultas solutionis*» in capo al debitore, consistente nella possibilità di pagare il debito di moneta estera nella valuta avente corso legale nello Stato, secondo il corso di cambio vigente al momento della scadenza dell'obbligazione (es. debito di 1 mln. $ pagato nel corrispondente controvalore in €). Il

---

[72] Su tutti si veda, E. QUADRI, *Principio nominalistico e disciplina dei rapporti monetari*, Milano, 1979.

[73] Secondo T. ASCARELLI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit., pag. 145, "*il principio del valore nominale addossa al creditore, anziché il rischio delle oscillazioni di valore dell'oggetto della prestazione* [...] *le variazioni del potere d'acquisto del bene unità di misura, nonché le alterazioni di questa*".

[74] Ampiamente, su questa figura, T. ASCARELLI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit., pag. 366 ss.; nonché ID., *I debiti di moneta estera*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, pag. 444;

debitore potrà dunque sempre pagare il debito nella valuta nazionale, salvo espressa deroga pattizia attraverso la cd. *clausola di pagamento effettivo*[75].

L'art. 1278 c.c. rimane invece estraneo all'ipotesi in cui, benché l'importo dell'obbligazione sia espresso nella valuta nazionale, esso venga, però, determinato quantitativamente attraverso il richiamo al valore equivalente di una moneta straniera, cd. *clausola di indicizzazione alla valuta straniera*[76]: ipotizziamo, ad esempio, che le parti convengano per l'accensione, in Italia, di un mutuo per 1 mln. € il cui rimborso avvenga nel valore corrisponde al cambio con il $.

L'esegesi delle norme sull'obbligazione pecuniaria e sui rapporti di cambio con la valuta estera ha condotto, parte della dottrina, a tentare di ricostruire la struttura del rischio di cambio nelle obbligazioni facendo leva su di una distıinzione: quella fra *money of contract* e *money of payment*[77]. Il primo termine (moneta *in obligatione* o, nella dizione anglosassone, *money of contract*) indica la valuta con la quale è espressa l'obbligazione nel contratto e costituisce, pertanto, il parametro di inviduazione dell'ammontare dovuto. Diversamente, il secondo termine (moneta *in solutione* o, *money of contract*) sta ad indicare la valuta con la quale dovrà essere adempiuta l'obbligazione nell'importo espresso dal contratto; in una parola, indica la divisa con la quale dovrà essere effettuato il pagamento.

---

[75] La clausola ha la funzione di rendere infungibile la somma di denaro in moneta estera prevista dal titolo dell'obbligazione. Le parti possono dunque accordarsi per derogare alla previsione dell'art, 1278 c.c., escludendo la facoltà di liberarsi dall'obbligazione attraverso il pagamento nel corrispondente valore della moneta avente corso legale nello Stato. Sul punto, S. NAPOLITANO, *La clausola di pagamento effettivo in monete non aventi corso legale*, cit., pag. 567 ss.

[76] Questa distinzione è riconducibile agli studi di Cesare Grassetti. Attraverso le *clausole-corso*, le parti stipulano il contratto direttamente nella valuta estera di riferimento (debito di valuta estera). Diversamente, attraverso le *clausole-valore*, le parti agganciano il valore attribuito alla moneta con la quale deve essere rimborsata l'obbligazione, ad una diversa da essa (clausole di indicizzazione in valuta). V., C. GRASSETTI, *Sulla stipulazione di talune clausole d'aggio nel vigente ordinamento monetario*, in *Foro della Lombardia*, 1934, c. 664. Per queste ultime, in particolare, si è a lungo dibattuto in merito allo loro validità ed efficacia, il cui momento di culmine è stato raggiunto con l'intervento dell'art. 3, Regio D.Lg. 5 ottobre 1936, n. 1745, in esito al quale fu introdotto un blocco temporaneo delle indicizzazioni, supportato da un uniforme indirizzo con il quale la giurisprudenza aveva sancito l'inefficacia temporanea delle clausole valore-oro. L'indirizzo è però stato ribaltato in esito ad una pronuncia con la quale, le Sezioni Unite della Cassazione hanno ritenuto siffatto articolo tacitamente abrogato a far data dalla cessazione del blocco ufficiale dei prezzi (30 settembre 1947), v., Cass., SS. UU., 29 luglio 1950, n. 2156, in *foro .it*, 1950, I, c. 993 ss.

[77] Siffatta distinzione è tradizionalmente ricondotta allo studio di A. NUSSBAUM, *Money in the Law national and international. A comparative study in the borderline of Law and Economics*, Brooklyn, 1950.

Orbene, secondo siffatta ricostruzione, nelle obbligazioni pecuniarie si darebbe luogo a due differenti scenari, variamente articolati fra loro.

In un primo caso, può esservi corrispondenza fra la valuta con la quale è espresso il finanziamento e quella con la quale è adempiuto il pagamento dell'obbligazione (*money of contract = money of payment*). L'ipotesi più ricorrente, nel contesto dei traffici nazionali, è che un'obbligazione espressa nella moneta avente corso legale nello stato sia adempiuta nella medesima moneta. Analoga situazione è però quella cui si dà luogo quando le parti esprimano un'obbligazione in valuta straniera e prevedano che il rimborso debba essere effettuato nella stessa valuta straniera.

In un secondo caso, il titolo fonte dell'obbligazione può distinguere fra la valuta con la quale essa è espressa e quella con la quale essa vada adempiuta (*money of contract ≠ money of payment*). Non infrequenti sono, difatti, le ipotesi in cui le parti convengano un mutuo in una valuta estera, prevedendo che il rimborso debba essere effettuato nella moneta avente corso legale nello Stato dei contraenti. O, ancora, che un mutuo espresso in valuta nazionale debba essere rimborsato in una quantità di valuta nazionale, pari al cambio sussistente con una valuta estera.

Ebbene, è proprio nel disallineamento sussistente fra *money of contract* e *money of payment* che questo indirizzo dottrinario ravvisa le opportunità ed i rischi offerti dall'oscillazione del tasso di cambio fra valute, in risposta ai quali la prassi ha sviluppato pattuizioni preordinate alla loro gestione. È nostra intenzione dimostrare, tuttavia, come questa distinzione non riassuma efficacemente la problematica dell'assunzione del rischio di cambio, semplificando in misura eccessiva i termini della questione.

2.3. Le clausole

2.3.1. Le clausole di denominazione in valuta straniera

Una prima convenzione è quella definita di *denominazione* del finanziamento *in valuta estera*[78].

---

[78] Sulla figura del prestito in valuta straniera, può farsi riferimento a M. F. CAMPAGNA, *Clausole di parametrazione monetaria (indice-merci, cd. valuta estera, oro)*, cit., pag. 558 ss.; D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischio di cambio e di tasso e valore nella componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, I, pag. 190 ss.; P. DE GIOIA CARABELLESE – C. CHESSA, *La direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Resp. civ. e prev.*, 2016, pag. 1434 ss.; F. AZZARRI, *I «prestiti in valuta estera» nella direttiva 2014/17/UE sui «contratti di credito ai consumatori relativi a*

L'ordinamento europeo conosce una definizione per i rapporti che prevedano l'inserimento del patto di denominazione in valuta estera, cd. *Credit agreements denominated in foreign currency)*, contenuta all'interno della direttiva che regola il credito immobiliare ai consumatori[79]; come tale, viene qualificato il contratto di credito espresso in una valuta diversa da quella in cui il consumatore percepisce il reddito o detiene il patrimonio con cui dovrà rimborsare il finanziamento, ovvero diversa da quella domestica nello Stato di residenza.

Nella specie, l'effetto caratterizzante questa clausola è ravvisabile nel ruolo assunto dalla valuta straniera nella determinazione della prestazione pecuniaria, in una valuta differente da quella avente corso legale nello Stato in cui è acceso il prestito. Se, di regola, l'importo del finanziamento viene erogato nella valuta *domestica* (ad es. Euro), è consentito alle parti di stabilire, diversamente, che la determinazione del capitale avvenga in una valuta non avente corso legale nello Stato di riferimento (ad es. Dollari, Yen o Franchi svizzeri). La denominazione viene, nella prassi, indicata attraverso clausole con le quali si conviene che "*l'importo in valuta estera del mutuo è stabilito in base al corso di acquisto della valuta applicato dalla banca alla data di erogazione dei fondi* [...] *dopo l'erogazione dei fondi, l'importo del mutuo, dei relativi interessi e delle spese di gestione, nonché l'importo degli interessi di mora e delle altre spese saranno fissati in valuta estera*"[80].

È opportuno, tuttavia, chiarire che la clausola di denominazione non determina *ex se*, l'assunzione di un rischio di cambio. Essa definisce difatti unicamente la valuta con la quale è espresso l'importo del finanziamento (*money of contract*), e può dunque dar adito a due differenti ipotesi.

In un primo caso il finanziamento espresso in valuta straniera deve essere altresì adempiuto nella stessa moneta (*money of contract = money of payment*). Una tipica modalità di redazione della clausola è quella per cui "*Le parti convengono che il presente mutuo è espresso in dollari americani (USD) [...] qualsiasi pagamento effettuato dal mutuatario per rimborsare il credito dovrà essere effettuato nella valuta in cui è stato concesso il credito*".

---

beni immobili residenziali», in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2015, pag. 200 ss.; V. ROPPO, *Iscrivibilità di ipoteca per somma denominata in moneta estera*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, pag. 55 ss.

[79] Cfr. Direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 febbraio 2014, in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali.

[80] La formulazione della clausola di denominazione in valuta estera è tratta dal caso *Árpad Kásler, Hajnalka Káslerné Rábai contro OTP Jelzálogbank Zrt*, Corte di Giustizia, IV Sezione, 30 aprile 2014, causa C-26/13.

Questa fattispecie non differisce, qualitativamente, da un finanziamento espresso e adempiuto nella moneta avente corso legale nello Stato di residenza del prenditore di denaro. Ciò vale a dire che le parti, attraverso di essa, non assumono alcun rischio diretto di cambio ed anzi, l'effetto di gestione si ricava proprio nella logica di copertura avverso di esso (*headging*), che induce le parti a convenire un finanziamento in valuta differente da quella nazionale: il mutuatario potrebbe difatti aver interesse ad ottenere un prestito nella stessa valuta (estera) con cui percepisce i propri redditi o gestisce i propri affari, proprio al fine di scongiurare il rischio di dover sopportare le variazioni del cambio tra le due valute.

Distinta da essa è, invece, l'ipotesi in cui il mutuo espresso in valuta straniera debba essere comunque adempiuto nella valuta domestica di riferimento (*money of contract ≠ money of payment*)[81]. Le previsioni contrattuali possono difatti disporre che "*il creditore determina l'importo in euro di ogni rata mensile che deve essere corrisposto in base al corso applicato dalla banca alla vendita della valuta [estera] il giorno precedente la data di esigibilità*".

L'effetto gestorio è, in questo caso, prodotto dall'assunzione per ambo le parti di un rischio legato alla conversione della moneta – estera - con cui è denominato il finanziamento (*money of contract*), in quella – domestica – impiegata per il pagamento (*money of payment*)[82]. A fronte di una diminuzione del tasso di cambio, il debitore profitterà della minor quantità di valuta domestica necessaria per adempiere la prestazione in valuta straniera; specularmente, il creditore sarà invece avvantaggiato dall'aumento del tasso di cambio cui il debitore farà fronte con una maggior quantità della valuta corrispondente[83].

---

[81] La mera denominazione del finanziamento in valuta estera, come dicevamo, attiene al piano della espressione dell'importo della prestazione dovuta (in dollari, euro, franchi svizzeri, etc.); una volta determinato nel suo ammontare ed espresso nella valuta di riferimento, le parti hanno la facoltà di prevedere che l'esecuzione del pagamento avvenga comunque nel corrispondente valore della moneta domestica. L'elemento del rischio di valuta emerge, di conseguenza, esclusivamente con riferimento a questo iato fra divisa in cui è denominato il finanziamento e divisa con cui avviene il pagamento, perché è l'unica ipotesi in cui le parti siano esposte al mutamento del tasso di cambio fra le due valute. Non altrettanto si ha difatti, nell'ipotesi esaminata in precedenza, ove vi sia corrispondenza tra divise, come nel caso in cui, pur essendo il finanziamento espresso in una valuta diversa da quella domestica, il mutuatario percepisca i redditi per il rimborso del finanziamento in quella stessa valuta estera. In questo senso, F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati*?, cit., pag. 12.

[82] B. INZITARI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit. pag. 189.

[83] Un esempio aiuta a guardare più da vicino il funzionamento della clausola. Ipotizziamo che le parti convengano l'erogazione di un finanziamento per l'importo di 80.000 dollari, con cambio iniziale 0,80 dollari per un euro. Ciò sta a significare che un debito di 80.000 dollari equivale ad un corrispondente importo di 100.000 euro. Il debitore sarà di conseguenza tenuto a corrispondere, alla scadenza di ciascuna rata, un importo in euro

Il rischio sotteso all'operazione appare dunque insito non tanto nella variabilità del parametro di determinazione dell'interesse, spesso, anzi, convenuto in misura fissa, quanto nel costo (in valuta domestica) che il debitore dovrà sopportare per acquistare la quantità di divisa straniera necessaria per adempiere al pagamento degli interessi: l'entità della prestazione sarà pertanto determinata, alla scadenza di ciascuna rata, dal rapporto di cambio fra divisa domestica e divisa straniera(84).

La *ratio* della suddetta operazione, nonché la ragione giustificativa della consistente diffusione della clausola di denominazione negli ordinamenti europei, è da riscontrarsi nella particolare condizione di favore garantita da alcune "monete sicure"(85). In condizioni di eccessivo costo della divisa nazionale, le parti possono aver interesse a convenire il rapporto di finanziamento alle medesime condizioni di un ordinamento con una divisa più vantaggiosa assumendo, di conseguenza, il relativo rischio di cambio con la valuta straniera. L'indebitamento diretto nella divisa straniera, realizzato attraverso la convenzione di denominazione, assicura difatti un potenziale vantaggio per entrambe le parti, conseguente ad un minor costo complessivo del prestito, a fronte, però, della creazione di un rischio insito nel rapporto di conversione alla valuta domestica.

2.3.2. Le clausole di indicizzazione al cambio con la valuta straniera

La clausola di indicizzazione in valuta estera rappresenta una seconda tipologia di convenzione di gestione del rischio di cambio, affatto assimilabile a quella esaminata in precedenza.

---

pari al corso applicato dalla banca alla vendita della valuta straniera (nel nostro caso, il cambio euro/dollaro): il rapporto di cambio esprimerà dunque la quantità di euro necessari per acquistare i dollari per il pagamento della rata del mutuo.

(84) Riprendendo le parole di un noto autore "*La problematica relativa a questo tema, d'altro canto, non è tanto collegata al fatto che oggetto del debito sia la moneta estera, quanto piuttosto al particolare rapporto tra la moneta estera e la moneta nazionale*", cfr. B. INZITARI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit. pag. 189.

(85) Un confronto fra tre diverse valute emerge con riferimento all'esperienza ungherese, dove la particolare diffusione dello strumento del prestito in divisa straniera (circa il 68% del portafoglio complessivo dei prestiti, per un totale di circa 11 milioni di euro) è sorta in conseguenza dell'impennata del costo del fiorino ungherese nei primi anni 2000. Nel periodo compreso tra il 2003 ed il 2009, la divisa ungherese (HUF) assicurava un tasso di interesse in un range del 9-11%, a fronte del tasso corrispondente dell'Euro 2-4% e del Franco svizzero 0.25-0.32%. I dati sono riportati da J. FAZEKAS, *The consumer credit crisis und unfair contract terms regulation – Before and after Kásler*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 3, 2017, pag. 99-106.

La tecnica dell'indicizzazione, in senso più ampio, comporta la determinazione dell'entità della prestazione in un rapporto obbligatorio *per relationem* rispetto ad un parametro esterno alla volontà delle parti, costituito, fra gli altri, da un tasso di interesse, da un indice espresso da un mercato azionario, ovvero da un tasso di cambio ad una valuta straniera[86].

A differenza della figura esaminata in precedenza, la clausola di indicizzazione al cambio con la valuta straniera presta una più ampia varietà di manifestazioni nella prassi, ragion per cui occorre valutare con maggior attenzione quali ipotesi rientrino nel presente campo di indagine.

Una prima forma di indicizzazione è quella *al tasso variabile* di una *valuta straniera*, quale, ad esempio, il LIBOR del Franco svizzero (LIBOR6M CHF)[87]. Essa compare, di regola, secondo la dizione per cui "*Le parti convengono che il presente mutuo è indicizzato al tasso Libor (London Interbank Offered Rate) Franco svizzero 6 mesi rilevato per valuta ultimo giorno lavorativo del mese di erogazione, sulla pagina LIBORO2 del circuito Reuter, maggiorato di … punti percentuali*". La clausola produce, di conseguenza, l'effetto di modulare l'entità della prestazione all'andamento di un parametro variabile, legato allo scambio sul mercato di una valuta straniera. Pare pertanto evidente che non sussista, in questa ipotesi, alcun legame di conversione fra la divisa domestica e quella straniera, poiché quest'utima rileva esclusivamente come dato numerico, cui le parti hanno fatto riferimento per determinare la percentuale applicabile all'interesse convenuto nel rapporto[88]. La scelta di ancorare la prestazione ad un indice finanziario che esprime il tasso con cui le banche si scambiano fra loro euro (EURIBOR), ovvero franchi svizzeri sul mercato di Londra (LIBOR CHF), rimane nella totale determinazione autonoma delle parti, sulla base di ragioni di convenienza, di costo

---

[86] Oltre alla bibliografia già indicata *supra*, § 1.2.1., v., F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pag. 352 ss.

[87] Questo parametro rappresenta una media dei tassi con cui le banche si scambiano franchi svizzeri (CHF) sul mercato di Londra (London Interbank Offered Rate).

[88] Ai fini della assunzione di un rischio di cambio, non si ravvisa difatti alcuna distinzione tra due ipotetici finanziamenti, dei quali il primo sia indicizzato all'Euribor 6m, il secondo al Libor CHF 6 mesi. Assumendo che entrambi i rapporti siano convenuti il 3 dicembre 2018, con uno *spread* applicato sul variabile del 3%, il primo meccanismo di indicizzazione condurrebbe all'applicazione di un tasso del 2,73% (Euribor 6m -0,27% al 3 dicembre 2018, cui va sommato lo *spread* contrattuale del 3%), il secondo del minor tasso del 2,212% (Libor CHF 6 mesi -0,788% al 3 dicembre 2018, sommato al medesimo *spread* contrattuale del 3%). L'esempio dimostra, di conseguenza, che in nessuno dei due casi sussiste un rischio specificamente legato al cambio con la valuta straniera, quanto esclusivamente quello riferito alla variabilità del parametro di indicizzazione del tasso. La prestazione rimane difatti in Euro, con la sola peculiarità per cui il suo ammontare è determinato, nel primo caso, nella variazione dei tassi variabili per i depositi in euro, nel secondo da quella sui depositi in franchi svizzeri.

dell'operazione, ovvero di maggiore stabilità del parametro rispetto ad altri di analoga natura e non comporta, di conseguenza, l'assunzione, su alcun piano, di un rischio di cambio.

Il ragionamento assume, invece, tutt'altra piega rispetto ad una seconda tipologia di clausole, definibili più propriamente *clausole di indicizzazione al cambio* con la *valuta straniera*. È il caso, questo, in cui le parti intendano ancorare il valore della prestazione pecuniaria con cui debba essere effettuato il rimborso (*money of payment*) al tasso di cambio fra due valute di riferimento. Si è soliti pattuire questa clausola secondo tecniche di redazione quali *"Le parti convengono che il presente mutuo è in Euro indicizzato al Franco Svizzero, secondo le modalità esposte più avanti e che il piano di ammortamento allegato è stato predisposto con riferimento ad un tasso di interesse stabilito nella misura iniziale del % mensile, pari a un dodicesimo del tasso nominale annuo del …%. Si pattuisce espressamente che il tasso di cambio Franco Svizzero/Euro è stato determinato convenzionalmente in … Franchi Svizzeri per un Euro".*

La struttura ed il meccanismo di gestione del rischio differiscono, con evidenza, da quello realizzato attraverso la clausola di denominazione alla valuta estera.

Invero, alla pattuizione di quest'ultima l'assunzione del rischio di cambio è sottesa alla volontà delle parti di distinguere la moneta di espressione del finanziamento da quella con cui deve essere effettuato il rimborso (*money of contract ≠ money of payment*). Diversamente, nell'ipotesi delle clausole di indicizzazione, il tasso di cambio tra le due monete, ed il rischio di cambio ad esso connesso, rileva all'interno del rapporto non come meccanismo di determinazione fisica della prestazione – *i.e.* quanta moneta nazionale occorre per "comprare" la moneta straniera con la quale è espresso il finanziamento -, bensì come unità di misura matematica della prestazione – *i.e.* a quale tasso di cambio sono convertite le prestazioni espresse e adempiute in moneta nazionale[89].

Ebbene, come anticipato, le clausole di indicizzazione al cambio evidenziano le lacune della teoria fondata sulla distinzione fra "moneta *in obligatione*" e "moneta *in solutione*"[90]. In questa fattispecie, a ben vedere, la moneta nazionale costituisce tanto la *money of contract*

---

[89] Siffatta distinzione è ben nota alla dottrina più risalente. Sul punto, limpida è l'analisi di T. ASCARELLI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit., pag. 223, secondo cui "*Tra noi, come ricordato, le clausole moneta estera sono tuttavia lecite e ciò in via generale sotto il duplice aspetto della stipulazione della prestazione di pezzi monetari stranieri (clausola c.d. corso) e della fissazione della quantità dovuta (in pezzi monetari nazionali o in altri beni) nei termini di un'unità monetaria legale straniera (clausola cosiddetta valore)*

[90] L'opinione è condivisa da T. ASCARELLI, *Dell'obbligazione pecuniaria*, cit., pag. 224 ss.

quanto la *money of payment*, in quanto il debito espresso nella valuta domestica deve essere rimborsato nella medesima divisa. Invece di essere fissata direttamente nella valuta straniera, la somma di denaro – attraverso la clausola di indicizzazione – è calcolata in moneta domestica sulla base del rapporto di conversione con la moneta estera. Siffatta somma dovrà, pertanto, essere aumentata in ipotesi di rivalutazione della moneta estera, ovvero diminuita in caso di sua svalutazione: queste oscillazioni rappresentano, di conseguenza, il rischio assunto dalle parti attraverso la convenzione della clausola[91].

2.3.3. Le clausole di rischio cambio

A fianco delle clausole di denominazione e di indicizzazione, la prassi ha di recente fatto uso di convenzioni dirette alla gestione del rischio attraverso meccanismi finanziari più complessi. Queste clausole hanno assunto correntemente il nome di "clausole rischio cambio"[92].

---

[91] La distinzione fra la clausola di denominazione e quella di indicizzazione si apprezza più chiaramente attraverso un esempio concreto. Assumendo il caso in cui un'impresa intenda finanziare una propria attività espressa in una valuta straniera, al fine di gestire le conseguenze derivanti dal rischio di cambio con la valuta domestica, essa ha a disposizione due alternative. Da un lato, potrà direttamente contrarre il finanziamento nella valuta con la quale è espressa l'attività (*clausola di denominazione*); dall'altro, potrà invece contrarre il finanziamento nella valuta domestica ed indicizzarlo al cambio con la valuta con la quale è espressa l'attività (*clausola di indicizzazione*). Nel primo caso, l'assunzione di una posizione nella medesima valuta, annulla specularmente il rischio di cambio con quella domestica. Nel secondo caso, l'effetto di gestione del rischio si apprezza nella misura in cui, i vantaggi derivanti da un apprezzamento della valuta straniera, producono benefici sul rendimento dell'attività, controbilanciati dal rapporto di cambio cui è indicizzato il finanziamento nella divisa domestica, e viceversa. La differenza fra le due ipotesi è che, nel secondo caso, le parti dovranno sopportare tanto il rischio della variabilità del tasso di interesse (*rischio su tasso*), quanto quello del cambio fra valute (*rischio di cambio*). Dove, invece, non si realizza un analogo effetto di gestione è nelle clausole di indicizzazione prive di riferimento al cambio (*clausole di indicizzazione al tasso variabile* di una *valuta straniera*). Il mero riferimento al tasso medio applicato ai prestiti interbancari di una determinata valuta straniera (come nel caso del Libro CHF 6 mesi) non assume alcun rilievo in termini di rapporto tra il valore della suddetta, e la valuta domestica di riferimento, non potendo, di conseguenza, esercitare alcun effetto di gestione del rischio di cambio fra esse. Su questa posizione, si veda F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati*, cit., pag. 7.

[92] Questa dizione si ritrova, *ex multis*, in App. Trieste, 28 maggio 2018, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, pag. 232, con nota di V. CUSUMANO, *La clausola rischio cambio nei contratti di leasing*; in *Contratti*, 2019, pag. 44, con nota di M. INDOLFI, *La non meritevolezza della clausola rischio cambio, quale strumento finanziario autonomo con finalità speculativa*. V., inoltre, Trib. Udine, sentenze n. 263, 29 febbraio 2016, n. 711, 13 maggio 2015 e n. 1036, 20 luglio 2015; i tre provvedimenti sono reperibili all'indirizzo www.dejure.it.

A livello terminologico, occorre premettere anzitutto che, sovente, le convenzioni di questo tipo vengono ricondotte al *genus* delle clausole di *indicizzazione*[93]. L'effetto di queste pattuizioni è, difatti, quello di imporre una determinata modalità di calcolo delle prestazioni di un finanziamento - relativamente all'importo delle singole rate e dell'estinzione in via anticipata - espresso e adempiuto in valuta domestica, ma indicizzato alla valuta straniera. A rigor di logica, dunque, siffatte pattuizioni costituiscono una *species* delle tecniche già esaminate all'interno del precedente paragrafo.

Pur tuttavia, l'esigenza di riconoscer loro un'autonoma denominazione deriva dal *proprium* che caratterizza le convenzioni di rischio cambio rispetto ai meccanismi ordinari di indicizzazione delle prestazioni.

La clausola non comporta, a ben vedere, una semplice indicizzazione con il cambio applicabile fra le due valute al tempo dell'adempimento della prestazione (T^1), ma produce i suoi effetti in un'ottica *differenziale*: ciò vale a dire che, per determinare la prestazione dovuta, le parti dovranno far riferimento alla differenza fra il cambio applicabile al momento iniziale del rapporto (cd. cambio storico)(T^0) e quello, di volta in volta, attualizzato nelle singole fasi in cui è eseguita la prestazione di pagamento (T^0 - T^1; T^0 - T^2; T^0 - T^3; T^0 - T^x).

Attraverso detta convenzione, le parti determinano una strutturazione complessa dei flussi finanziari derivanti dal contratto.

Un primo flusso consiste nella corresponsione, dal cliente all'intermediario, del tasso di interesse pattuito sulla somma erogata a titolo di finanziamento. Parallelo ad esso corre, il flusso consiste nella differenza intercorrente fra il tasso vigente al cambio storico e quello, di volta in volta, attualizzato alla data di maturazione della singola rata, ovvero al momento dell'esercizio della facoltà dell'estinzione anticipata[94]. La clausola opera di conseguenza un

---

[93] È ad esempio il caso di Trib. Roma, ord., 3 gennaio 2017, in *Corr. Giur.*, 2017, pag. 1098, con nota di M.DE PAMPHILIS, *Profili di nullità nei mutui indicizzati alla valuta estera*. Anche l'Arbitro Bancario e Finanziario si è espresso negli stessi termini, v., ABF, Collegio Milano, 28 marzo 2018, n. 6999; Collegio Napoli, 14 marzo 2018, n. 5874; Collegio Milano, 8 luglio 2013, n. 3645.

[94] Questo meccanismo è assimilabile, secondo taluno, al funzionamento del *domestic currency swap*. Come tale si intende il contratto attraverso il quale "*due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute*", v., Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Giust. civ. Mass.* 2005, 5. Questa opinione è condivisa da F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, cit., pag. 373 ss.; nonché D. MAFFEIS, *I derivati*

trasferimento, fra le parti, del rischio di cambio dovuto alla svalutazione, ovvero alla rivalutazione della moneta estera rispetto a quella nazionale.

Il tema della differenzialità concorre, inoltre, ad accomunare le due manifestazioni entro le quali la clausola di rischio cambio ha trovato maggiore diffusione nella prassi. Vediamole più in dettaglio.

2.3.3.1. Le clausole di aggiustamento del canone

Una prima forma di manifestazione della clausola rischio cambio è quella che compare in special modo all'interno di taluni contratti di *leasing* finanziario[95].

Utilizzatore e concedente possono difatti accordarsi affinché, oltre alla corresponsione di un tasso di interesse per il godimento del bene, la determinazione del canone sia "aggiustata", al maturare delle singole rate, in relazione all'andamento di un tasso di cambio fra la valuta domestica ed una valuta estera di riferimento. Questo effetto di aggiustamento si ottiene mediante la rivalutazione dell'entità della prestazione pecuniaria dovuta dall'utilizzatore (in moneta domestica), sulla base del meccanismo cui facevamo cenno poc'anzi.

Solitamente, nella redazione della clausola, le parti si accordano che "*in caso di canoni determinati sulla base del rapporto di cambio euro/valuta* [clausola di indicizzazione] *i canoni saranno altresì variabili secondo il seguente criterio. Il Concedente determinerà mensilmente la variazione tra il cambio storico ed il cambio di scadenza del canone, intendendosi per tale il cambio di riferimento giornaliero della Banca Centrale Europea rilevabile su* […] *del giorno della scadenza del canone* [clausola di aggiustamento del canone]." Segue poi una sezione successiva della clausola, con la quale sono regolati i pagamenti differenziali fra le parti, "s*e la variazione è positiva, il canone oltre IVA maturato sarà suddiviso per il cambio di scadenza del canone e moltiplicato per la differenza tra il cambio storico e quello attuale della scadenza del*

---

incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento, in *Soc.*, 2016, pag. 1385 ss.

[95] Come noto, la legge 4 agosto 2017, n. 124 ha tipizzato la fattispecie della locazione finanziaria, qualificando come tale "*il contratto con il quale la banca o l'intermediario finanziario* […] *si obbliga ad acquistare o a far costruire un bene su scelta e secondo le indicazioni dell'utilizzatore, che ne assume tutti i rischi, anche di perimento, e lo fa mettere a disposizione per un dato tempo verso un determinato corrispettivo che tiene conto del prezzo di acquisto o di costruzione e della durata del contratto*", art. 1, c. 136. Per un commento alle nuove disposizioni, v., E. LUCCHINI GUASTALLA, *Il contratto di leasing finanziario alla luce della legge n. 124/2017*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, II, pag. 179 ss.; S. SCUDERI, *Il leasing finanziario alla luce della L. n. 124/2017*, in *Contratti*, 2019, pag. 335.

canone. L'importo risultante, aumentato dell'IVA di legge, costituirà il rischio di cambio del mese a carico dell'Utilizzatore. Se la variazione è negativa, la quota capitale del canone imponibile maturato sarà suddiviso per il cambio di scadenza del canone e moltiplicato per la differenza tra il cambio storico e quello attuale della scadenza del canone. L'importo risultante, aumentato dell'IVA di legge, costituirà il rischio di cambio del mese a favore dell'Utilizzatore.". La clausola riporta, infine, una formula di chiusura, secondo la quale "*L'Utilizzatore prende atto che la presente clausola, per quanto attiene al rischio di cambio, ha carattere aleatorio*".

Il caso più frequente nella prassi è quello del leasing denominato in Euro, sul quale è apposta la clausola di aggiustamento del canone al cambio con il Franco svizzero (CHF). L'operazione prevede un complesso meccanismo di conversione, che, per semplificazione, può essere strutturato in due fasi.

In una prima, l'importo del canone dovuto è espresso in euro, ma viene convertito in franchi svizzeri al tasso di cambio applicabile al maturare della singola rata: questa fase caratterizza, a ben vedere, ogni rapporto nel quale sia convenuta una clausola di indicizzazione per la parametrazione della prestazione ad un cambio fra valute.

Una seconda fase caratterizza, invece, l'operatività specifica della clausola di aggiustamento. L'importo del canone viene difatti assunto come base di calcolo per determinare uno scambio di differenziali fra le parti, a secondo del rapporto sussistente, a ciascuna scadenza della rata, fra cambio storico (T^o) e cambio attuale (T^x). Nel caso in cui il tasso storico sia inferiore al tasso attuale ($T^o < T^x$), l'utilizzatore (cliente) sarà tenuto a corrispondere alla banca la differenza *positiva* tra questi; all'opposto, ove il tasso storico sia superiore a quello attuale ($T^o > T^x$), sarà invece il concedente (banca) a dover versare la corrispondente differenza *negativa*.

Se, dunque, la valuta straniera si apprezza, il debitore sarà tenuto a versare un maggior importo di valuta domestica, per far fronte alla provvista di valuta straniera acquistata dal creditore. All'opposto, qualora sia la valuta domestica ad apprezzarsi rispetto a quella straniera, l'entità della prestazione dovuta dal debitore diminuirà in misura corrispondere all'aumento del potere d'acquisto della divisa domestica(96).

(96) La necessità per l'intermediario di cautelarsi attraverso il ricorso a siffatte convenzioni è dovuta al rischio di svalutazione in cui esso incorre nell'acquisto di una provvista in valuta estera per erogare al cliente un finanziamento ad un tasso iniziale agevolato. L'indicizzazione del rapporto al cambio euro/franco svizzero viene difatti effettuata attraverso l'acquisto, da parte della banca, di una provvista in franchi svizzeri per un valore

2.3.3.2. Le clausole di *conguaglio*

Una seconda manifestazione della convenzione di rischio cambio, spesso coesistente con quella di aggiustamento del canone, è definita "clausola di conguaglio"(97).

Il meccanismo appare del tutto analogo a quello visto in precedenza, in virtù del fatto che alla base vi è sempre uno scambio di differenziali fra le parti che corre parallelo al flusso generato dalle prestazioni ordinarie del contratto. Anche nella clausola di conguaglio, i contraenti si accordano per l'adeguamento della prestazione pecuniaria alla differenza sussistente fra il tasso storico e quello attualizzato. Ciò avviene, in particolare, nelle ipotesi di estinzione anticipata del rapporto(98), ovvero nel caso in cui l'utilizzatore eserciti l'opzione finale di acquisto del bene al termine del *leasing finanziario*(99).

---

corrispondente a quello erogato con il finanziamento in euro. L'aggiustamento del canone va, dunque, a compensare il rischio derivante dall'oscillazione del rapporto di cambio fra le due valute. Se il CHF si apprezza rispetto all'Euro, la banca dovrà far fronte al pagamento della provvista con una maggior quantità di moneta, andando di conseguenza ad incrementare l'importo dovuto attraverso il canone mensile. Specularmente, qualora l'Euro si apprezzi rispetto al CHF, sarà necessaria una minor quantità di moneta per l'adempimento della prestazione da parte della banca, la quale sarà tenuta a versare al cliente *leasee* la suddetta differenza di valore. In ottica puramente orientata al risultato economico della clausola, questa sembrerebbe produrre un effetto analogo a quello che si avrebbe qualora l'indebitamento fosse direttamente denominato ed erogato nella valuta estera, v., G. GALLONE, *Il tasso minimo e i "derivati incorporati", o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l'opzione floor vanilla*, in *Giurimetrica*, 2016, pag. 20, secondo cui "*più banalmente potrebbe darsi che quel mutuo o leasing integri, nella sostanza economica, un finanziamento in valuta estera, regolato in euro attraverso operazioni implicite di cambio valuta a pronti* […]".

(97) La terminologia stavolta ha matrice "giudiziale", ed è rinvenibile in alcune pronunce di merito, fra cui, Trib. Roma, ord., 3 gennaio 2017, cit.

(98) Il Testo Unico Bancario prevede la facoltà *ex lege* per il mutuatario di "*estinguere anticipatamente, in tutto o in parte, il proprio debito, corrispondendo alla banca esclusivamente un compenso omnicomprensivo per l'estinzione contrattualmente stabilito*", art. 40, comma 1, TUB. La previsione gode, inoltre, di due ulteriori specificazioni, che derogano la norma generale nei settori, rispettivamente, del credito immobiliare ai consumatori e del credito ai consumatori. Anzitutto, l'art. 120 *ter*, TUB, stabilisce che sia "*nullo qualunque patto o clausola, anche posteriore alla conclusione del contratto, con il quale si convenga che il mutuatario sia tenuto al pagamento di un compenso o penale o ad altra prestazione a favore del soggetto mutuante per l'estinzione anticipata o parziale* […] *per l'acquisto o per la ristrutturazione di unità immobiliari adibite ad abitazione ovvero allo svolgimento della propria attività economica o professionale da parte di persone fisiche. La nullità del patto o della clausola opera di diritto e non comporta la nullità del contratto*". L'art. 125 *sexies,* TUB, riconosce altresì il diritto del consumatore all'estinzione anticipata del rapporto, ma prevede il diritto del finanziatore "*ad un indennizzo equo ed oggettivamente giustificato per eventuali costi direttamente collegati al rimborso anticipato del credito*".

(99) L'esercizio di una facoltà per l'acquisto del bene al termine del contratto è previsto direttamente dalla già citata, Lg. 4 agosto 2017, n. 124, art. 1, comma 136, secondo cui "*Alla scadenza del contratto l'utilizzatore ha diritto di acquistare la proprietà del bene ad un prezzo prestabilito ovvero, in caso di mancato esercizio del diritto, l'obbligo di restituirlo*".

La redazione della clausola tiene pertanto conto del contesto in cui è inserita. Nel contratto di mutuo, il conguaglio è previsto direttamente all'interno della pattuizione relativa alla facoltà di estinzione anticipata[100], secondo una formula per cui "*ai fini del rimborso anticipato, il capitale restituito, nonché gli eventuali arretrati che fossero dovuti, verranno calcolati in Franchi Svizzeri in base al «tasso di cambio convenzionale» e successivamente verranno convertiti in Euro in base alla quotazione del tasso di cambio Franco Svizzero/Euro rilevato sulla pagina FXBK del circuito Reuter e pubblicato su «Il Sole 24 Ore» nel giorno dell'operazione di rimborso*". Il contratto di *leasing* può disporre, a sua volta, che il meccanismo di aggiustamento del canone attraverso i pagamenti differenziali si estenda altresì alla prestazione conseguente all'esercizio dell'opzione di riscatto, con una formulazione secondo cui "*l'Utilizzatore dichiara pertanto di accettare fin d'ora ogni variazione dei canoni e del prezzo dell'opzione finale di acquisto conseguente al mutato rapporto di cambio euro/valuta, obbligandosi a pagare la variazione in aumento dei canoni con rimessa diretta a mezzo procedura R.I.D., mentre le variazioni in diminuzione saranno accreditate mediante rimessa diretta*".

La differenza sostanziale che corre rispetto alla clausola di aggiustamento e dalla quale sorge, pertanto, l'esigenza di distinguerla, è che, se nella prima il meccanismo di rivalutazione opera in via automatica alle singole scadenze – *i.e.* le rate del mutuo ed i canoni del *leasing finanziario* -, la clausola di conguaglio ha effetto esclusivamente in conseguenza dell'esercizio di una facoltà prevista nel contratto. L'efficacia della clausola di conguaglio è pertanto subordinata all'esercizio di un diritto di fonte contrattuale – insito però, prima ancora, nella qualificazione stessa del tipo legale. In esito ad esso si determina il sorgere di una prestazione pecuniaria consistente, rispettivamente, nella restituzione del capitale residuo da parte del mutuatario, solitamente maggiorato di una percentuale a titolo di penale, ovvero nel pagamento pattuito per il riscatto del bene locato da parte dell'utilizzatore. Il meccanismo del conguaglio opera, dunque, in costanza dell'adempimento di siffatte prestazioni, applicando il più volte richiamato scambio differenziale, al fine di coprire il rischio di apprezzamento o

[100] A sua volta, la clausola di estinzione anticipata prevede la "*facoltà della Parte mutuataria* [di] *effettuare rimborsi parziali e estinguere anticipatamente il mutuo* [...] *La Parte mutuataria dovrà inoltrare richiesta scritta tramite lettera raccomandata con avviso di ricevimento che dovrà pervenire alla Banca almeno 60 giorni prima della scadenza della rata in cui la Parte mutuataria intende effettuare la restituzione parziale o totale*".

deprezzamento delle valute al tempo dell'estinzione/del riscatto; per riassumerla con la sintesi propria delle formule matematiche, banca paga se $T^o > T^x$, cliente paga se $T^o < T^x$.

2.4. La combinazione delle tecniche di gestione nelle clausole monetarie

Riprendendo categorie note alla dottrina tradizionale, è attraverso il ricorso a differenti tipologie di *clausole monetarie* che le parti introducono elementi di gestione del rischio valutario all'interno dei contratti di finanziamento[101]. Queste potranno avere direttamente ad oggetto l'unità valutaria straniera (clausole di denominazione in valuta straniera), ovvero potranno operare attribuendo al cambio con la suddetta valuta il ruolo di unità di misura (clausole di indicizzazione alla valuta straniera, clausole di rivalutazione, clausole di conguaglio). Ciascuna di esse pone dunque un differente problema di collocazione della valuta straniera – e del conseguente rischio connesso ad essa – nella dinamica complessiva del contratto; tutto ciò, anche in considerazione della diversa modalità con la quale, ciascuna di queste fattispecie, realizza una forma peculiare di gestione del rischio di cambio (attraverso l'indebitamento diretto, l'indicizzazione, o lo scambio di differenziali).

Il quadro del problema appena descritto tende tuttavia a complicarsi ulteriormente in considerazione della combinazione *omogenea* ed *eterogenea* dei diversi strumenti di gestione del rischio.

Con il primo termine, è nostra intenzione riferirsi alla combinazione di strumenti che siano preordinati alla modulazione di un medesimo rischio. È il caso, ad esempio, della contemporanea sussistenza, all'interno di un medesimo rapporto, di una clausola di denominazione alla valuta straniera, con pagamento *effettivo* nella medesima valuta, in aggiunta ad un meccanismo di indicizzazione della prestazione al tasso di cambio. Ancora, più frequente è il caso in cui coesistano una clausola di indicizzazione al cambio ed una clausola di rivalutazione e conguaglio. Già in precedenza[102], inoltre, abbiamo sottolineato come nella prassi della gestione del rischio sul tasso di interesse, siano del tutto frequenti le ipotesi nelle quali convivano diverse clausole di delimitazione, tanto da aver assunto una denominazione specifica (*interest rate collar* ed *interest rate corridor*). In ambito del rischio valutario, le differenze sussistenti tra i meccanismi di gestione giustificano, con ogni evidenza,

---

[101] U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Trattato di diritto privato*, G. Iudica – P. Zatti (a cura di), Milano, 1991, pag. 295.

[102] Cfr. *supra*, §. 1.3.4.

il ricorso ad una loro combinazione al fine di realizzare delle complesse operazioni in cui, il vantaggio derivante dall'applicazione di un tasso di favore al rapporto, viene bilanciato con dei sistemi di copertura dall'oscillazione di valore delle divise di riferimento.

Problemi di non minor conto sono poi quelli sollevati in ipotesi di combinazione *eterogenea*, ove la molteplicità dei rischi cui è astrattamente esposto il rapporto dà luogo al simultaneo ricorso di più strumenti fra quelli fin ora esaminati. Nello schema elementare cui si è dato conto in questa prima sezione, il rischio su tasso di interesse e quello valutario sono stati trattati separatamente, nel tentativo di cogliere le implicazioni e le peculiarità che sottendono a ciascuno di essi, nonché le singole figure che la prassi ha elaborato per assicurarne la gestione. La realtà dei rapporti di credito e delle attività finanziarie in senso lato dimostra tuttavia che varie possono essere le tipologie di rischio che interessano ciascuna operazione, solo alcune delle quali vengono gestite a livello contrattuale. L'indicizzazione ad un tasso di cambio fra valute, analizzata nei suoi elementi essenziali, determina senz'altro l'esposizione ad un rischio relativo al variare del potere d'acquisto delle divise, ma anche, inevitabilmente, a quello di oscillazione del tasso di interesse da corrispondere. La compresenza di più tipologie di rischio e la flessibilità insita negli strumenti fin ora esaminati giustifica, dunque, la combinazione fra più clausole dirette ad una gestione più strutturata del rischio finanziario in ogni sua manifestazione[103]. Non risulta, pertanto, così infrequente il ricorso a clausole di indicizzazione al cambio "corrette" dalla previsione di limiti massimi (*cap*), minimi (*floor*), come anche di entrambi (*collar*), all'oscillazione assunta dal suddetto parametro.

Pare pertanto evidente che se, da un lato, la distinzione tra tipologie di rischio coperte assume una funzione più propriamente descrittiva – tendendo spesso a sfumare, specie in operazioni con una struttura complessa -, dall'altro, il vero nodo problematico pare doversi individuare nel rilievo che il rischio assume, alla luce delle diverse modalità di gestione realizzate da ciascuna clausola convenzionale, nella dinamica complessiva del contratto.

[103] Sul valore della gestione trasversale dei rischi, si veda il World Development Report, Banca Mondiale, cit., pag. 196, secondo cui "*mix of financial tools helps people increase resilience, because in real life, they do not manage each risk in isolation but different risks at the same time*".

3. Il rischio su titoli

La terza variabile nella quale può articolarsi il rischio di mercato in un'attività finanziaria è quello relativo al cd. *rischio su titoli*. La terminologia appare in questo caso tutt'altro che univoca, facendovi riferimento, taluno[104], come *rischio di prezzo dei titoli*, altri[105], come *rischio azionario* (*Aktienkursrisiko*, nella dizione tedesca più ricorrente[106]).

Al di là delle precisazioni linguistiche, questa categoria di rischio abbraccia le potenziali perdite che possano derivare dalle oscillazioni di valore di titoli quotati sul mercato, quali indici azionari, indici obbligazionari, ovvero altre tipologie di strumenti analoghi ad essi. L'elemento caratterizzante della categoria si ravvisa, dunque, nella dinamica propria delle negoziazioni sul mercato, e nella conseguente variazione di valore di questi; ragione per cui, il mero riferimento al profilo del *prezzo* e dell'*azione* pare delimitare questa categoria, dal punto di vista terminologico, in un'accezione eccessivamente limitante.

Con estrema semplificazione, può dirsi che i valori mobiliari e, più in generale, le attività finanziarie negoziabili sono oggetto di una valutazione basata sulle caratteristiche tecniche di quel determinato strumento: una valutazione funzionale alla formulazione, da parte del mercato, di un giudizio sintetico circa l'apprezzamento di quella attività finanziaria singolarmente individuata, ovvero del portafoglio complessivo di cui essa è parte. Lasciando per il momento sullo sfondo considerazioni di carattere più tecnico, attraverso il calcolo del rendimento di un'attività (inteso come confronto complessivo delle entrate e delle uscite connesse all'operazione), del suo grado di rischio e della probabilità di realizzazione del risultato dell'investimento[107], il mercato attribuisce un determinato valore a quello strumento, equivalente all'aspettativa riposta sul suo andamento futuro. Come tale ed intuitivamente, questo parametro è sottoposto alla continua influenza di fattori esogeni ed endogeni che ne condizionano il giudizio sintetico, determinando la conseguente oscillazione di valore. In ciò è dunque insito il rischio legato alle potenziali perdite connesse alla

---

[104] M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., pag. 63.

[105] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit. pag. 16

[106] G. REINER, *Derivative Finanzinstrumente im Recht*, Baden-Baden, 2001, pag. 38.

[107] In senso tecnico, si definisce *liquidità* di uno strumento, la sua idoneità ad essere trasformato in moneta, prontamente e senza perdite rilevanti rispetto al potere d'acquisto. Lo strumento è, in sostanza, tanto più liquido, quanto più rapidamente e con minori sacrifici economici può essere smobilizzato dall'acquirente al fine di realizzarne il valore. Più nel dettaglio, si veda G. N. MAZZOCCO, *I criteri di valutazione delle attività finanziarie*, in *Gli strumenti finanziari di mercato aperto*, cit., pag. 17; A. FERRARI - A. LANDI - P. VEZZANI, *Gli strumenti finanziari*, Torino, 2004; I. BASILE - L. ERZEGOVESI, *L'analisi del rischio degli investimenti finanziari*, Milano, 1989.

diminuzione, financo al totale azzeramento, del valore attribuito dal mercato ad uno strumento finanziario.

Il rischio su titoli, al pari delle altre fattispecie cui si è dato conto[108], può essere assunto direttamente o indirettamente a seconda del rapporto che interviene fra le parti dell'operazione negoziale[109].

Mediante l'acquisto di un'azione, obbligazione, o altro strumento analogo, l'investitore sopporta in via immediata i mutamenti di valore cui è soggetto il titolo e che contraddistinguono, fisiologicamente, la *ratio* per cui è maturata la decisione di rivolgersi al mercato mobiliare. A prescindere dall'intermediazione, fra le parti, di un soggetto professionale (una banca, una società di intermediazione mobiliare, etc.), sussiste comunque un rapporto diretto fra il singolo investitore e la società emittente dello strumento, di cui, il primo, diviene effettivamente titolare[110].

---

[108] A ben vedere, maggiori parallelismi sembrano potersi cogliere con il rischio su valuta. In questa ipotesi, l'assunzione del rischio sul rapporto di cambio può difatti realizzarsi in via diretta, mediante un indebitamento nella valuta straniera, ovvero indiretta, attraverso il meccanismo di indicizzazione del rapporto in valuta domestica, al cambio con quella straniera. Secondo un profilo che guarda esclusivamente agli effetti finanziari prodotti, si è già sottolineato come non siano da ravvisarsi differenze di rilievo fra queste due ipotesi.

[109] Questa distinzione è fatta propria e specificata all'interno del Reg. UE n. 1286/2014 sull'informazione per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. In particolare, il considerando 6, definisce i prodotti di investimento preassemblati come "*tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall'industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l'importo dovuto all'investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall'investitore al dettaglio* [...] *Per tutti questi prodotti, gli investimenti* non sono di tipo diretto, *quale l'acquisto o la detenzione di attività. Essi agiscono invece da interfaccia tra l'investitore al dettaglio e i mercati attraverso un processo di assemblaggio consistente nel confezionare le attività in modo da creare prodotti che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto ad una detenzione diretta*". La distinzione fra acquisizione diretta dello strumento e prodotti che espongono la prestazione dell'investitore alle fluttuazioni di mercato è ribadita all'interno dell'art. 4, n. 1 Reg. citato, secondo cui per "prodotto di investimento al dettaglio preassemblato" o "PRIP" si intende "*un investimento* [...] *nel quale, indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto dall'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio*".

[110] È questo il caso, ad esempio, dei certificati Lehman Brothers, non particolarmente diffusi nel nostro ordinamento, ma all'origine di un ampio contenzioso in Germania. Si tratta, in particolare, di strumenti finanziari derivati cartolarizzati, che sono contraddistinti per l'ampia varietà di struttura, da forme che si limitano a replicare l'attività di un sottostante, a quelle più complesse atte a realizzare varie strategie di investimento. Con ampia sintesi, possono definirsi come strumenti di debito emessi da banche, il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante. Del dibattito sulla responsabilità degli intermediari nell'ordinamento tedesco, dà conto S. BAUSCH, *Beratung und Beratungshaftung von Banken im Lichte der*

Il medesimo rischio contraddistingue però, ugualmente, ipotesi in cui, pur non essendovi un'acquisizione diretta dello strumento finanziario, il suo andamento vada comunque ad incidere sul valore di un negozio diverso, ad esso indicizzato o che comunque *derivi* da esso. In questo secondo caso, si prescinde da una qualunque relazione diretta fra la società emittente del titolo e chi assuma un rischio legato alla posizione corrispondente, in quanto lo strumento finanziario coinvolto nell'operazione ricopre il ruolo di mero parametro di misurazione del valore di un diverso negozio. Si tratta, in sostanza, di operazioni che non hanno per oggetto diretto l'acquisizione di un'azione o di un'obbligazione, ma la cui *performance* è legata all'andamento dei suddetti titoli. Queste tipologie di operazioni possono avere ad oggetto veri e propri strumenti finanziari, su tutti obbligazioni a tasso fisso, *reverse convertible* e *index linked*[111], ovvero negozi di altra natura, di tipo assicurativo, creditizio o previdenziale.

Entrambe le ipotesi considerate, quella dell'acquisizione diretta del titolo e quella della indicizzazione al suo andamento, espongono, di conseguenza, al rischio finanziario collegato al mutamento del valore sul mercato.

La prassi ha alimentato il sorgere di varie tecniche di gestione del rischio di valore, difficilmente tipizzabili a priori, ma riconducibili comunque ai meccanismi propri dello *swap*, dell'*option* e del *future*. Attraverso il pagamento di un premio, è possibile, ad esempio, coprirsi dal rischio di un investimento azionario assicurandosi il diritto di vendere (*opzione put*) ad un determinato prezzo (*strike*) il titolo sottostante, ad una scadenza prefissata. Si tratta purtuttavia di tecniche di gestione del rischio che richiedono un'autonoma espressione di volontà contrattuale, che si manifesta, analogamente a quanto diremo nel prosieguo,

---

Pilotentscheidungen zu Lehman-Zertifikaten, in *NJW*, 2012, pag. 354 ss.; W. SPÄTH, *Lehman-Zertifikate im Fokus der Rechtsprechung der letzten 2 Jahre*, in *VuR*, 2010, pag. 451 ss.

[111] Con *reverse convertible* si fa riferimento a titoli, con scadenza a breve e prezzo di rimborso dipendente dal valore di un titolo azionario prestabilito. Le parti fissano una soglia per la quale, alla scadenza del titolo, se il prezzo dell'azione risulta superiore, ne sarà corrisposto il valore nominale, se inferiore, un numero predeterminato di esse. Le obbligazioni *index linked*, più semplicemente, sono strumenti il cui rendimento del titolo dipende dall'andamento di un determinato mercato, di regola rispetto a indici azionari. Questi strumenti sono definiti, nel linguaggio giuridico, *titoli strutturati*. La nozione risente tuttavia di contrasto fra un'impostazione più oggettivante, secondo cui sono strutturati gli strumenti che combinino titoli a tasso fisso con uno o più strumenti derivati, ovvero una maggiormente soggettivante, secondo cui la definizione deve essere riconosciuta sulla base della percezione della comunità finanziaria riguardo all'insieme delle caratteristiche presentate dal titolo; da conto del dibattito, U. RIGONI, *I titoli strutturati*, in *Gli strumenti finanziari di mercato aperto*, cit., pag. 175 ss.

attraverso la conclusione di un negozio separato ma associato all'operazione che è diretto a coprire.

3.1. Il mercato

3.1.1. I fondi di investimento e la crisi delle banche internazionali

Il corso dei mercati azionari ha profondamente influenzato, fin dalla prima decade del nuovo millennio, la determinazione del valore dei contratti del sistema finanziario. In diversi ordinamenti dell'Europa continentale si sono diffusi prodotti, nel settore bancario ed assicurativo su tutti, le cui prestazioni sono direttamente collegate all'andamento di investimenti su titoli quotati sui mercati azionari.

Il contesto di fondo che giustifica, in più ampia parte, lo sviluppo di una prassi di gestione del rischio su corsi azionari è quello relativo al dissesto della banca americana Lehman Brothers, e del conseguente crollo del valore delle quote dei fondi comuni di investimento che ad essa facevano riferimento[112]. Nei giorni immediatamente successivi all'approvazione di un piano di salvataggio statale da 200 miliardi a favore delle due *government sponsored enterprises* di promozione dei finanziamenti immobiliari (Fannie Mae e Freddie Mac), la Lehman Brothers conobbe un imponente crollo in borsa del valore delle sue azioni (attorno al 55%), in conseguenza di una perdita di fiducia generalizzata da parte degli investitori. A differenza degli aiuti di Stato erogati ad altre banche di investimento[113], nonché del salvataggio delle due società sopra menzionate, il governo americano non fu in grado di trovare un accordo per evitare la bancarotta della Lehman Brothers, la quale il 15 settembre 2008 presentò istanza di fallimento ai sensi del noto "Chapter 11" dello United States

---

[112] La letteratura, economica e giuridica, sui fondamenti e le conseguenze del *default* della Lehman Brothers è particolarmente ampia. Si segnalano, in particolare, D. FABER - N. VERMUNT, *Bank failure. Lessons from Lehman Brothers*, Oxford, 2017; E. PIRAS, *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni* Lehman Brothers, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, II, pag. 73 ss.; P. HOFLICH, *Banks at Risk. Global Best Practices in an Age of Turbolence*, Singapore, 2011; J. BERMUDEZ – E. VIDAL, *Restructuring US financial institution: Fannie Mae and Freddie Mac, Lehman Brothers and AIG*, in *Global Financial Crisis. Navigating und Understanding the Legal and Regulatory Aspects*, E. A. Bruno (a cura di), Londra, 2009; D. VATTERMOLI, Chapter 11 *e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2009, pag. 67 ss; W. MÖSCHE, *Die Finanzkrise – Wie soll es weitergehen?*, in *ZRP*, 2009, pag. 129 ss.

[113] Una prima tranche di aiuti da 13 miliardi di dollari fu difatti approvata dalla Federal Reserve americana in favore della Bearn Stearns, sulla base della sezione 13 (3) Federal Reserve Act, che le consentiva di erogare prestiti nei confronti di un qualunque soggetto "*In unusual and exigent circumstances*". Cfr. L. NEAL, *Storia della finanza internazionale. Dalle origini ad oggi*, cit., pag. 367.

Bankruptcy Code[114]. In quello stesso giorno, il "Dow Jones Industrial Average" (DJI), il più noto indice di ponderazione del prezzo di trenta tra i principali titoli scambiati sul mercato azionario americano (New York Stock Exchange, NYSE), sperimentò la perdita più elevata della storia, preceduta solo dall'11 settembre 2001, cui fece però seguito il crollo ulteriore registratosi il 9 marzo 2009 (6.547,05). Nonostante l'epicentro della crisi dei mercati azionari fosse collocato negli Stati Uniti[115], essa non tardò a propagarsi nell'area dell'Europa Continentale così come nelle economie emergenti asiatiche e dell'America latina, evidenziando un'elevata interconnessione fra i diversi sistemi ed un'eccessiva concentrazione di attività su segmenti particolarmente rischiosi[116].

All'epoca dello scoppio della crisi finanziaria, la diffusa attenzione rivolta da parte degli investitori professionali e dalla clientela al dettaglio ai prodotti collegati all'andamento di titoli azionari si giustificava in relazione al progressivo calo dei tassi di interesse sul mercato e ai bassi rendimenti garantiti dai titoli di Stato[117]. Il mercato dei titoli azionari, forte della

---

[114] Il giorno precedente alla presentazione dell'istanza di fallimento, la banca inglese Barclays, intenzionata ad acquistare la Lehman Brothers, ad esclusione degli assett relativi ai crediti immobiliari, non riuscì ad ottenere il voto necessario da parte degli azionisti per concludere l'accordo, oltre a ricevere il divieto da parte della Financial Services Authority inglese, in ragione dell'insufficienza delle garanzie prestate dal governo americano e del timore di ripercussioni nel Regno Unito. In questo senso, J. BERMUDEZ – E. VIDAL, *Restructuring US financial institution: Fannie Mae and Freddie Mac, Lehman Brothers and AIG*, cit., pag. 18-19.

[115] Netta è la posizione assunta dal premio Nobel J. STIGLITZ, *Serve una nuova Bretton Woods*, in *La Repubblica – Affari e Finanza*, 10 novembre 2008, secondo cui "*la crisi è made in America per parecchi motivi. L'America ha esportato in tutto il mondo i suoi mutui tossici, sotto forma di titoli garantiti da asset. Ha esportato ovunque la sua filosofia del libero mercato deregolamentato, che perfino il suo sommo promotore, Alan Greenspan, ammette essere stata un errore. Ha esportato la sua cultura dell'irresponsabilità per le corporation, di stock option non trasparenti che favoriscono quel tipo di pessima amministrazione che ha rivestito un ruolo di primo piano in questa débacle, proprio come è accaduto per gli scandali Enron e Worldcom alcuni anni fa*".

[116] Come sottolineato da taluno, "*Concentration risk is usually present in most banking crises* [...] *Concentration is not good or bad per se; rather, it is concentration on the riskier segments that is mistake* [...] *Therefore, concentration risk should be assessed together with credit risk to gauge its potential impact. The way that the crisis has humbled some banks that had piled into a certain risky business area that ran into difficulties shows that these banks had forgotten this very basic risk management principle*", J. M. ROLDÀN – J. SAURINA, *Old and New Lessons of the Financial Crisis for Risk Management*, in *Banks at Risk*, cit., pag. 92.

[117] Il settore in esame non è comunque il solo ad aver risentito della promozione della cd. "cultura azionaria" (il termine è di R. DORE – A. PONTIERI, *La finanziarizzazione dell'economia globale*, in *Stato e Mercato*, 2008, 84, pag. 386). La Gran Bretagna è stata una delle protagoniste del processo diretto all'alleggerimento delle restrizioni sugli investimenti sicuri su fondi pensione. Si è assistito, in questo contesto, ad un progressivo discostamento dagli schemi pensionistici a prestazione definita, verso modelli cd "a contribuzione definita", in cui è il beneficiario della prestazione pensionistica che individua il piano di investimento del proprio capitale e sopporta, di conseguenza, il rischio che esso manifesti rendimenti più bassi.

fiducia riposta nelle valutazioni sulla solvibilità delle emittenti da parte delle agenzie di *rating*[118], esercitava difatti un'attrattiva ben maggiore in termini di massimizzazione del profitto dall'investimento di capitale, proveniente tanto dall'accumulo di premi assicurativi quanto dalla commercializzazione di finanziamenti bancari; attrattiva, peraltro, non sempre seguita da una consapevolezza effettiva del rischio connesso all'impatto del mutamento del valore dell'indice sull'attività finanziaria sottostante.

I contratti sui segmenti del mercato bancario e assicurativo sono risultati, di conseguenza, i più colpiti dal crollo che ha interessato gran parte degli indici da cui essi derivavano il proprio valore, ragione per cui la spinta ad un ripensamento delle tecniche di gestione del rischio si è mossa tanto nella direzione della regolazione "prudenziale" e di supervisione (cd. *Risk Managment and Macroprudential Supervision*)[119], quanto in quella dei meccanismi convenzionali di condivisione e distribuzione del rischio.

3.2. Il contratto

3.2.1. Prestazioni assicurative, indici azionari e rischio di investimento

Il moto di progressiva finanziarizzazione dei contratti, dei servizi e dei beni aventi natura estranei alla logica dell'"investimento"[120], implica che persino in siffatte operazioni si siano

---

[118] Nessuna delle principali agenzie di *rating* americane aveva registrato un significativo deprezzamento del merito creditizio della Lehman Brothers fino al crollo del valore dei suoi titoli. In particolare, J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 1, disponibile su SSRN, all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625; l'autore sottolinea, fra le variabili, il *deficit* riscontrato nei modelli di valutazione dei prodotti della finanza strutturata, in particolare dei CDO, su cui si basavano le analisi condotte dalle agenzie per l'attribuzione del *rating*.

[119] L'ambizioso intervento legislativo di riforma trasversale del sistema finanziario americano (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010, promulgato dal Presidente Obama il 21 luglio 2010) dedica un'ampia sezione al miglioramento qualitativo del capitale detenuto dagli intermediari finanziari, oltre che alla riduzione nell'assunzione di determinate tipologie di rischi (le cosiddette regole di *risk retention* per le emittenti di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione). La panoramica più esaustiva dell'intervento di riforma americano è di G. ROMANO, *La riforma dei derivati "OTC" negli USA: dalle regole di* common law *al* Dodd-Frank Act, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, I, pag. 137 ss. Nonché, nell'ottica della regolazione macroprudenziale, E. S. ROSENGREN – J. WERKEMA, *Implications of the Financial Crisis for Risk Management and Macroprudential Supervision*, in *Banks at Risk*, cit., pag. 44 ss.

[120] Occorre una precisazione ulteriore a fini di disambiguazione. Ai fini del presente lavoro, si intende far uso di quella terminologia che inquadra i contratti del mercato bancario, assicurativo e dell'intermediazione mobiliare nella macro-categoria dei contratti del sistema finanziario. Ciò detto, il riferimento ai contratti aventi, per definizione, una struttura estranea all'investimento, va a quei negozi che realizzano, in prevalenza, una funzione di carattere creditizio, assicurativo, ovvero previdenziale.

sviluppati meccanismi convenzionali di gestione del rischio derivante dall'andamento dei corsi azionari. La sovrastruttura di investimento su titoli innestata su di una transazione diretta all'erogazione di un credito o di una polizza assicurativa impone, tanto al produttore quanto al destinatario del servizio, di tutelare il valore delle prestazioni contrattuali attraverso l'apposizione di convenzioni negoziali *ad hoc*.

Orbene, il contesto in cui più intensa è stata l'interazione tra valore delle prestazioni nel contratto e andamento dei mercati azionari è quello dei prodotti vita assicurativo/finanziari[121]. Queste polizze conoscono difatti un'articolazione del rischio che costituisce un *unicum* nel panorama del diritto delle assicurazioni.

Il codice civile, pur definendo l'assicurazione contro i danni e quella sulla vita all'interno della medesima norma (art. 1882 c.c.) ed identificandole nell'ottica della prestazione dovuta dall'assicurato (il pagamento del premio), le distingue in ragione di due fattori, legati alla controprestazione dovuta dall'assicuratore. Nelle polizze vita, l'impresa di assicurazione sarà tenuta *i*) all'erogazione di un capitale o una rendita a favore del beneficiario (l'assicurato stesso o un terzo), *ii)* in conseguenza del verificarsi di un determinato evento collegato alla vita della persona[122].

La dinamica di operatività delle polizze riconducibili a questa categoria dà, già di per sé, evidenza dell'ampio raggio di rischi cui sono esposte le parti.

Una prima considerazione nasce in conseguenza del peso generalmente assunto dal rischio nella determinazione dell'importo del premio[123].

---

[121] Per una panoramica sul fenomeno e sullo sviluppo dei prodotti misto assicurativo/finanziari, L. BRIZI, *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, in *Danno e Resp.*, 2019, pag. 24 ss.; M. RIZZUTI, *Prodotti assicurativi finanziari e nullità contrattuali sanabili*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2016, 6, pag. 783; G. GIANNINI, *Crisi finanziaria e impatto sul settore assicurativo in Italia*, in *Bancaria*, 2009, pag. 57; P. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2008, pag. 91 ss.; R. LENER, *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, in *Dir. ed econ. dell'ass.*, 2005, pag. 1233.

[122] P. CORRIAS, *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, Napoli, 2016, pag. 37 ss.; L. GAGLIARDI, *La produzione assicurativa del ramo vita*, in *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione, finanza e produzione*, M. Vincenzini (a cura di), Milano, 2003, pag. 501 ss.

[123] Il codice civile non attribuisce un significato specifico al concetto di "rischio" in ambito assicurativo, sebbene incentri su di esso l'intera disciplina del contratto di assicurazione (l'art. 1895 c.c. sanziona con la nullità il contratto assicurativo in cui il rischio sia assente). In dottrina ne sono state riconosciute differenti formulazioni, A. DONATI – G. VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2016, pag. 113, "*possibilità di un evento futuro ed incerto*"; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, Milano, 1973, pag. 68, "*possibilità oggettiva del determinarsi dell'evento garantito*"; L. FARENGA, *Manuale di diritto delle assicurazioni private*, Torino 2019, pag.

A ben vedere, la peculiarità di questa figura risiede nel differimento temporale fra la prestazione adempiuta dall'assicurato – il pagamento, in soluzione unica o rateale, del premio – e quella dovuta dall'impresa assicuratrice – certa nell'*an*, incerta nel *quantum* e nel *quando*. Diviene dunque essenziale, per quest'ultima, quantificare e gestire i rischi potenzialmente insiti nel divario fra la prestazione iniziale dell'assicurato ed il carico economico cui essa dovrà far fronte al maturare delle condizioni per l'adempimento. L'impresa di assicurazione è esposta, anzitutto, ad un rischio definito "demografico", consistente cioè nella probabilità di verificazione dell'evento legato alla vita della persona; detto più concretamente, nell'attribuzione di un costo all'aspettativa di sopravvivenza dell'assicurato(124). Inoltre, il versamento anticipato del premio rispetto alla prestazione dovuta dall'impresa la espone altresì al rischio, di carattere prettamente "finanziario", che il capitale accumulato non sia sufficiente a coprire la prestazione assicurativa dovuta, vuoi in ragione di eventi legati all'inflazione, vuoi per movimenti sfavorevoli degli indici sul mercato.

Insito dunque nei caratteri delle polizze vita è questo elemento di ambivalenza fra una dimensione puramente *previdenziale* - nella logica di anticipazione della prestazione in previsione di un futuro bisogno economico – ed una *finanziaria*/di *risparmio*, alla luce dell'impatto prodotto dal tempo sul denaro e sul valore della prestazione assicurativa. L'evoluzione che ha interessato i prodotti assicurativi del ramo vita negli ultimi anni ha sancito la progressiva valorizzazione della componente finanziaria dell'operazione a scapito della struttura fondata sul rischio demografico, in ragione dell'inadeguatezza dei meccanismi tradizionali di accumulo del premio e capitale fisso rispetto al carico economico gravante sulle imprese(125). I caratteri delle nuove tipologie di operazioni hanno, di conseguenza, fortemente

---

149 ss., "*possibilità di un evento dannoso*". Queste definizioni non sembrano comunque appropriate ad identificare il carattere del rischio nell'assicurazione vita, poiché "*la differente natura del rischio nei due tipi assicurativi rappresenta il riflesso ineliminabile della differenza di funzione che contraddistingue i contratti vita rispetto a quelli danni*, L. BUGIOLACCHI, *L'assicurazione sulla vita. La natura del contratto ed il rischio assicurato*, in *Le assicurazioni private*, Guido Alpa (a cura di), III, Milano, 2006, pag.2524.

(124) G. SCALFI, *L'assicurazione tra rischio e finanza*, Milano, 1992.

(125) Sottolinea le problematiche del modello assicurativo "tradizionale", A. GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari*), in *Riv. Dir. Comm.*, 1985, pag. 105-121, secondo il quale l'esigenza umana di provvedere al mantenimento delle generazioni in età post lavorativa può essere soddisfatta "*solo se la prestazione assicurativa venga protetta dal processo inflazionistico*". Nello stesso senso, A. LONGO, *Assicurazione vita in Italia: passato e futuro di un'attività nascente*, in *Assicurazioni*, 1985, pag. 3 ss; M. POGLIANI, *Fondi di investimento ed assicurazione vita come strumenti di risparmio e di previdenza*, in *Assicurazioni*, 1984, pag. 407 ss.

innovato il rapporto esistente tra il rischio e la componente del risparmio. L'elemento legato alla vita umana ha progressivamente lasciato il posto alla centralità del rischio finanziario, essenziale ai fini di garantire un margine di redditività del risparmio affidato alle imprese di assicurazione.

Varie sono state le tecniche di adeguamento del valore della polizza e vari si presentano, di conseguenza, i meccanismi di gestione a seconda del rischio assunto dalle parti. L'elemento comune che li contraddistingue è rappresentato dal fatto che il capitale assicurato ed i premi da corrispondere non sono oggetto di una rigida determinazione *ex ante*, ma variano in conseguenza dell'andamento di determinati indici, quote di fondi di investimento o strumenti del mercato azionario. Siffatta configurazione muta, altresì, il carattere del rischio finanziario tipico della polizza vita: da un sistema che lo identificava, essenzialmente, nel rischio di svalutazione monetaria, ad uno che pone al centro la dimensione dell'investimento e delle perdite di valore dovute all'andamento del mercato.

Il collegamento della prestazione assicurativa alla variazione di un indice azionario, ovvero all'oscillazione del valore delle quote espone, di conseguenza, le parti ad un rischio di investimento nella determinazione dell'importo finale del capitale o della rendita alla scadenza della polizza. Al fine di mitigare l'impatto prodotto dalle variazioni sull'entità del capitale assicurato, l'impresa assicurativa ricorre anzitutto a coperture di tipo "economico", consistenti nell'acquisto, con una parte del premio versato, di strumenti obbligazionari a rendimento certo. La garanzia di un risultato predeterminato in termini economici, derivante dalla liquidazione dell'obbligazione, ha la funzione di risolvere in astratto il problema della garanzia di un capitale minimo, quantomeno per la parte di premio impiegata per l'acquisto di questa.

Questo meccanismo di gestione evidenzia tuttavia i propri limiti, di fronte al pericolo di insolvenza della controparte emittente[126]. Il rendimento certo garantito dal titolo viene

[126] Il rischio di controparte interessa i contratti a termine con prestazioni corrispettive e si identifica nel maggior costo, ovvero nel minor ricavo, sopportato dalla parte solvente qualora la controparte diventi insolvente prima dell'adempimento della propria prestazione. L'elemento discriminante del rischio risiede nel differimento temporale fra la prestazione della parte solvente e la controprestazione di quella insolvente. Questa tipologia di rischio si differenzia da quella, ad essa assimilabile, del *rischio di credito*, perché non coinvolge tanto l'ambito dei prestiti e del credito bancario, quanto piuttosto il funzionamento dei sistemi di pagamento, ovvero le operazioni su titoli e cambi. Sul punto, v., Banca d'Italia, Circolare 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche,* Titolo IV, Capitolo 3, Requisiti patrimoniali sui rischi di mercato. In letteratura, M. ONADO,

difatti meno nelle ipotesi in cui il soggetto terzo emittente non sia in grado di far fronte agli impegni assunti con l'emissione del titolo obbligazionario. L'obbligazione costituisce, nella sua sostanza, un diritto di credito che una parte del contratto (l'assicurato) vanta nei confronti di un soggetto terzo (l'emittente del titolo), per il tramite dell'attività di intermediazione operata dalla controparte contrattuale (la società di assicurazione); il fallimento del soggetto terzo, pur ascrivendosi a fattore meramente esterno alla dinamica del rapporto assicurativo, è idoneo, purtuttavia, ad influenzare il valore della polizza *indicizzata* o *unita* al debito di cui esso sia emittente.

In ragione di siffatti limiti, la prassi ha pertanto sviluppato meccanismi di gestione endo-negoziale del rischio insito nell'investimento e nella possibilità di *default* dell'emittente.

3.3. Le clausole

3.3.1. Le clausole di rivalutazione delle prestazioni assicurative

Una prima forma di gestione finanziaria dell'assicurazione sulla vita è quella realizzata attraverso la "clausola di rivalutazione"[127]. Come tali, vengono definiti quei prodotti nei quali il premio versato dal cliente è fatto confluire su un fondo di investimento, giuridicamente autonomo ed indipendente dal rapporto assicurativo, destinato a produrre degli utili attraverso l'acquisto di strumenti finanziari[128]. L'effetto prodotto dalla clausola è quello di rivalutare annualmente l'importo del capitale assicurato, in proporzione all'andamento degli investimenti; così facendo, l'assicurato partecipa in qualità di cointeressato agli utili che derivano dalla gestione delle risorse del fondo.

Il complesso meccanismo operato attraverso la clausola si articola in tre fasi: investimento su titoli, rivalutazione del capitale e consolidamento degli utili.

Economia e regolamentazione del sistema finanziario, cit., pag. 60; G. N. MAZZOCCO, *I criteri di valutazione delle attività finanziarie*, cit., pag. 13; A. RESTI - A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, cit., pag. 573 ss.

[127] L. BUTTARO, *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, pag 466 ss; G. VOLPE PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm*, 1984, I, pag. 227 ss; A. GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari*, cit., pag. 110 ss.; M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988.

[128] Tecnicamente, ad essere investito nel fondo, non è tanto il premio stesso, quanto la *riserva matematica* di cui esso è espressione. Questa misura esprime la quantità di accantonamento di denaro (effettuata sulla base delle tecniche attuariali tipiche del sistema delle assicurazioni) necessario all'impresa per far fronte alla propria obbligazione; per un approfondimento tecnico, L. GAGLIARDI, *La produzione assicurativa del ramo vita*, cit., pag. 516 ss.

Il testo contrattuale esplicita anzitutto le regole sulla gestione degli investimenti, nonché il controllo operato dall'attività di vigilanza condotta dalle autorità indipendenti, secondo cui "*viene attuata una speciale forma di gestione degli investimenti, separata da quella delle altre attività della Società, che viene contraddistinta con il nome di … Nella gestione … confluiranno le attività relative alle forme di assicurazioni sulla vita che prevedono la rivalutazione annua delle prestazioni. Nella gestione … confluiranno attività per un importo non inferiore alle riserve matematiche dei contratti in essere a prestazioni rivalutabili. L'alimento della gestione … avverrà con periodicità mensile, in corrispondenza con il giorno 15 del mese di scadenza di ciascun premio*". Il meccanismo di rivalutazione prevede che "*ad ogni anniversario della data di decorrenza del Contratto, il capitale assicurato viene rivalutato dalla Società. Il capitale assicurato rivalutato ad un determinato anniversario si ottiene sommando al capitale assicurato, in vigore alla ricorrenza annuale precedente, la rivalutazione calcolata nella misura e secondo le modalità previste dalla Clausola di Rivalutazione*". L'effetto si produce applicando sul capitale un'aliquota di retrocessione degli utili maturati nel corso della gestione: "*La Società dichiara entro il … di ciascun anno il rendimento annuo da attribuire ai Contraenti, ottenuto moltiplicando il rendimento, di cui al punto 4 del Regolamento, per l'aliquota di partecipazione, pari 100%, e trattenendo la commissione di gestione pari a … La misura annua di rivalutazione è uguale al rendimento attribuito (beneficio finanziario), diminuito del tasso tecnico del … e scontato a tale tasso, già conteggiato nel calcolo della prestazione iniziale assicurata*". Infine, la clausola produce l'effetto ulteriore di consolidare gli aumenti maturati attraverso la rivalutazione, acquisendo *definitivamente* gli effetti utili derivanti dall'investimento e incrementando, di conseguenza, il capitale riscattabile: "*Ad ogni anniversario della data di decorrenza del Contratto il capitale garantito viene rivalutato mediante aumento, a totale carico della Società, della Riserva Matematica accantonata a tale data. Tale aumento viene determinato secondo la misura di rivalutazione fissata … entro il … che precede il suddetto anniversario. Da tale anniversario il capitale garantito viene aumentato nella stessa misura e quindi il Contratto si considera come sottoscritto sin dall'origine per il nuovo capitale garantito. Segue, in particolare, che ciascuna rivalutazione viene applicata al capitale, comprensivo degli aumenti derivanti da eventuali precedenti rivalutazioni. L'aumento del capitale garantito viene comunicato di volta in volta al Contraente*".

In considerazione della natura e della funzione realizzata dalle polizze vita – contraddistinte da una durata tendenzialmente di medio lungo periodo – i titoli sui cui si

concentra prevalentemente l'attività di investimento del fondo sono strumenti a basso rischio e a reddito fisso, quali obbligazioni e Titoli di Stato, contraddistinti da un certo grado di stabilità nel rendimento delle cedole e dei dividendi. L'assicurato non gode, inoltre, di alcuna facoltà di scelta sull'investimento ed il disinvestimento del premio, poiché l'attività di gestione del rendimento dei titoli è svolta direttamente dal fondo. Il rendimento dei titoli è espresso, annualmente, attraverso una percentuale, il "tasso di retrocessione", che viene poi distribuita a titolo di interesse agli assicurati, al fine di incrementare la misura del capitale riscattabile alla scadenza della polizza. L'utile maturato attraverso il tasso di retrocessione viene, quindi, consolidato ed acquisito definitivamente dal cliente come incremento del capitale; come tale, esso non risentirà di successive oscillazioni negative del valore dei titoli[129].

La clausola di rivalutazione, nella prospettiva di distribuzione del rischio, pone le parti in una posizione di sostanziale simmetria. L'effetto di rivalutazione copre il rischio per l'impresa assicuratrice che l'inflazione impatti negativamente sul valore delle somme accumulate a premio, rendendole insufficienti a compensare l'onere economico derivante dalla corresponsione del capitale o della rendita alla scadenza della polizza. L'effetto di consolidamento assicura, invece, il cliente contro il rischio di rendimento del premio, dovuto alla possibile diminuzione o anche all'azzeramento del suo valore in caso di esito negativo dell'investimento[130]. In questo senso, dunque, ciascuna parte si fa carico del rischio finanziario derivante dall'operazione. Ciò vale a dire che l'andamento negativo nella gestione del fondo non investe l'acquisizione degli utili pregressi, maturati sulla base del meccanismo di rivalutazione.

---

[129] In questo senso, E. PIRAS, *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, cit., pag. 3-4, secondo cui "*Le imprese assicuratrici perciò idearono nuovi modelli diretti, al pari delle polizze indicizzate, a contrastare gli effetti negativi della svalutazione monetaria ma, allo stesso tempo, ad evitare che l'inflazione venisse posta a carico dell'assicuratore come tipico rischio di impresa*". La clausola rende, in sostanza, l'assicurato partecipe del rendimento finanziario delle riserve tecniche, garantendogli una rivalutazione minima annua del capitale assicurato ed un incremento delle somme, che rimangono insensibili ad eventuali e successive variazioni negative della gestione separata dei premi, v., L. GAGLIARDI, *La produzione assicurativa nel ramo vita*, cit., pag. 533.

[130] Richiamando un esempio concreto, qualora il capitale iniziale assicurato sia di 30.000 e, alla prima scadenza, gli venga attribuita una percentuale di rivalutazione del 5%, alla successiva scadenza il capitale di riferimento non sarà quello iniziale di 30.000, bensì quello maggiorato dalla prima rivalutazione (5% di 30.000 = 31.500). Il meccanismo di rivalutazione interessa però, nella prassi, anche l'entità del premio, il quale solo raramente viene concordato in misura fissa; allo stesso modo, dunque, il procedimento anzidetto, si applicherà anche alla determinazione del premio dovuto alla singola scadenza.

In questa prima fattispecie, in conclusione, la tecnica di gestione del rischio fa leva sul duplice carattere della rivalutazione e del consolidamento della prestazione assicurativa, al fine di preservare il valore del contratto indipendentemente dai cicli avversi del mercato azionario e obbligazionario.

3.3.2. Le clausole *linked*

Parallelamente al modello di gestione attuato mediante clausole di rivalutazione, la prassi dei contratti assicurativi ha mostrato di far ricorso, in misura sempre più consistente, ad un ulteriore meccanismo di finanziarizzazione del contenuto delle polizze vita.

Il progresso dell'ingegneria nei prodotti finanziari, di pari passo con lo spostamento di attenzione verso la redditività promessa dai mercati azionari[131], ha comportato l'emergere di un sistema alternativo a quello delle polizze rivalutabili[132], in cui le prestazioni assicurative siano indicizzate al valore di strumenti finanziari[133]. Vengono definite, pertanto, polizze "*linked*", quelle le cui entità del capitale assicurato e del premio siano collegate al valore di determinati parametri di mercato (*index linked*), quali indici di borsa, panieri di azioni etc.,

---

[131] In parte, la diffusione del modello *linked* si giustifica in relazione alla crisi dei debiti sovrani e al consistente ribasso che ha interessato i tassi di interesse di mercato ed il conseguente rendimento dei titoli di Stato. Ciò ha determinato, di conseguenza, il progressivo interessamento da parte degli stessi investitori *retail* per la maggior redditività offerta dai mercati azionari ed obbligazionari, correlativamente al maggior rischio derivante dalle oscillazioni di valore di questi strumenti. Sul punto, si veda l'approfondimento condotto *supra*, §§ 1.1.1.-3.1.1.

[132] Nella relazione IVASS relativa all'anno 2017, viene registrato che nel totale delle polizze afferenti al ramo vita (per un valore di circa 99 miliardi), il 64% di queste è costituito da polizze rivalutabili, a fronte di un 34% del tipo *unit linked* (dati riportati nella relazione annuale 27 giugno 2018, scaricabile all'indirizzo https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/Relazione_IVASS_2017.pdf).

[133] Il tema delle polizze *unit* e *index linked* è ampiamente trattato dalla letteratura giuridica nazionale; per un inquadramento sul tema, M. RIZZUTI, *Prodotti assicurativi finanziari e nullità contrattuali sanabili*, cit., pag. 783; A. C. NAZZARO, *La causa delle polizze unit e index linked*, in *Dir. del merc. ass. e fin.*, 2016, 1, pag. 57 ss.; V. SANGIOVANNI, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2013, pag. 770; M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'Unione europea*, in *Ass.*, 2013, I, pag. 3-17; E. PIRAS, *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, cit. pag. 73 ss.; A. TARANTINO, *Caveat emptor: polizze index linked a garanzia di restituzione del capitale alla scadenza*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2011, pag. 617 ss.; F. PARRELLA, *La ripartizione del rischio finanziario nelle polizze index linked: un caso Lehman Brothers*, in *Soc.*, 2010, pag. 459; D. SCARPA, *Natura della polizza finanziaria index linked e tutela dell'assicurato*, in *Contr.*, 2010, pag. 581 ss.; S. LANDINI, *Art. 1932 c.c. e polizze index e unit linked*, in *Rivista giuridica sarda*, 2011, pag. 394-398; P. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, pag. 91 ss.; F. QUARTA, *Le polizze vita index linked*, Bari, 2001; C. BAZZANO, *Index linked e unit linked. Le polizze che investono in borsa*, Milano, 1997.

ovvero a quote di fondi di investimento (*unit linked*). Queste tipologie di polizze si contraddistinguono, come *unicum* nel modello "vita", per il quasi totale abbandono della componente previdenziale a favore della struttura a carattere prevalentemente di investimento, tanto da assumere il nome di *prodotti assicurativo-finanziari*[134]. Il rischio demografico perde dunque la sua centralità nella determinazione della copertura assicurativa, in favore del rilievo riconosciuto al rischio finanziario, inteso nell'accezione di rischio di investimento legato alla performance della polizza. Il modello assicurativo *linked* ed il conseguente assetto di gestione del rischio impongono, pertanto, attente riflessioni sulla natura e sulla qualificazione del contratto[135].

Prima di esaminare più da vicino le modalità con le quali è gestito il rischio finanziario nelle polizze *linked,* occorre premettere qualche considerazione sul funzionamento di questi modelli assicurativi, nella forma *index* e *unit linked*. Le due fattispecie divergono in modo significativo a livello di struttura negoziale, mentre la funzione perseguita rimane sostanzialmente la medesima e ne ricalca la natura ibrida di prodotto *assicurativo-finanziario*.

Le polizze *index linked* realizzano l'effetto di modulazione della prestazione assicurativa attraverso l'investimento del premio in un'obbligazione strutturata emessa da un soggetto

---

[134] Le polizze *linked* sono state introdotte nel nostro ordinamento attraverso il recepimento della Direttiva comunitaria "Vita" (79/267/CEE), con Lg. 22 ottobre 1986, n. 742, prima nella sola forma delle cd. *unit linked* (assicurazioni sulla durata della vita, il cui valore del capitale è legato al rendimento dei titoli facenti parte di un fondo di investimento), poi con la terza Direttiva "Vita" (92/96/CEE) ed il recepimento con l'art. 30, comma 2, d.lgs. n. 174/1995, anche quelle in forma *index linked* (prestazioni collegate ad indici azionari e altri valori di rifrimento). A partire dal 2005 (Legge sulla tutela del risparmio n. 262/2005) le polizze rientranti in questa categoria sono oggetto di regolazione normativa all'interno dello stesso Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria (TUF), e vengono definiti all'art. 1 come *prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione*.

[135] L'affermazione si comprende anche alla luce degli orientamenti dell'autorità di vigilanza sul settore assicurativo (ISVAP), secondo la quale "*non possono essere qualificate come contratti di assicurazione sulla durata della vita umana, e quindi non possono essere incluse nel ramo III, quelle polizze le cui condizioni contrattuali siano articolate in modo tale da rendere, di fatto, l'entità` e l'effettiva erogazione delle singole prestazioni, per il caso di sopravvivenza e/o per il caso di morte, indipendenti dalla durata della vita della testa assicurata(ad esempio, contratti che si limitino a considerare l'evento morte come mera occasione di pagamento di somme senza che vi sia assunzione di rischio demografico ovvero contratti in forma mista che prevedano, in caso di morte dell'assicurato, modalità di differimento del capitale dovuto per tale evento che consentano ai beneficiari di ottenere alla scadenza contrattuale la liquidazione del capitale previsto per il caso di vita)"* (cfr. Circolare 332/D del 25 maggio 1998). La sussistenza di un certo grado minimo di *previdenzialità* della prestazione nel contratto contraddistingue difatti la natura stessa del negozio, non potendosi altrimenti ravvisarne la qualifica di polizza vita, ove non sia ravvisabile alcun rilievo del rischio demografico.

terzo (emittente)[136]. Secondo la tecnica finanziaria, essa risulta scomponibile in due parti[137]. Una prima componente è quella propriamente obbligazionaria, definita *zero coupon bond*, che non produce interessi a favore del sottoscrittore - le cosiddette cedole - durante la sua durata, poiché prevede fin dall'inizio un rendimento certo alla scadenza[138]. La seconda componente ha invece natura *derivativa* ed aleatoria, in quando lega il rendimento dell'obbligazione semplice alla variazione di un indice, di regola appartenente ad un paniere di azioni ovvero ad altri riferimenti sul mercato azionario. Questa duplice struttura si riflette, come detto, sul carattere ibrido della polizza vita *index linked*; se, da un lato, la componente *obbligazionaria* assicura – *rectius*, può assicurare, in caso di solvibilità dell'emittente – la restituzione del capitale a titolo *previdenziale*, dall'altro, quella *opzionaria* corrisponde invece alla dimensione più propriamente *finanziaria* del contratto, legando direttamente l'incremento (o il decremento) della performance assicurativa al rendimento positivo (o negativo) dell'indice di riferimento[139].

Le polizze *unit linked* si fondano invece su di un meccanismo più simile a quello delle polizze rivalutabili. Il termine *unit* si riferisce difatti all'*unità di conto* cui è collegata la *performance* del contratto assicurativo, consistente nelle quote di uno o più fondi di investimento mobiliari, ovvero fondi interni alla compagnia di assicurazione stessa. A differenza, però, della figura analizzata nel precedente paragrafo, la prestazione non è legata

---

[136] Gran parte del contenzioso nazionale e degli altri ordinamenti europei è maturato in relazione ai prodotti *linked* aventi come sottostante obbligazioni emesse dalla banca di investimenti americana *Lehman Brothers*, il cui valore è stato completamente azzerato a seguito del noto *default* dell'istituto agli albori della crisi globale del 2008. Cfr. D. FABER - N. VERMUNT, *Bank failure. Lessons from Lehman Brothers*,cit.; E. PIRAS, *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, cit., pag. 73; D. VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, cit., pag. 67 ss.; U. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, I, pag. 491 ss.

[137] Sull'obbligazione strutturata, si veda U. RIGONI, *I titoli strutturati*, in Gli strumenti finanziari di mercato aperto, cit., pag. 175 ss.; R. MAVIGLIA, *Le obbligazioni strutturate*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, S. Amorosino (a cura di), Milano, 2008, pag. 441 ss.; E. FRANZA, *Il rischio di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contr.*, 2009, pag. 85 ss.

[138] Il rendimento garantito da questa tipologia di obbligazione *semplice* è dato dalla differenza fra il suo prezzo di emissione e l'ammontare del rimborso, comprensivo degli interessi capitalizzati.

[139] La dottrina finanziaria evidenza l'esistenza di un *trade-off* nel rapporto fra risorse destinate alla componente opzionaria dell'obbligazione e tasso di partecipazione dell'assicurato all'andamento del mercato. In altre parole, e detto più banalmente, maggiore è la "quantità" di premio investita nella componente opzionaria, più alta sarà la risposta, in termini di mutamento del valore della polizza, alle oscillazioni registrate dall'indice sul mercato. All'inverso, maggiore sarà l'entità di premio destinata alla componente obbligazionaria, minore sarà di conseguenza l'impatto delle variazioni di mercato sull'entità finale del capitale assicurato.

al rendimento annuale del fondo di investimento, bensì al valore delle quote del fondo in un determinato momento[140]. Se dunque, nelle polizze rivalutabili, è previsto per definizione un meccanismo di garanzia del capitale investito e un meccanismo di consolidamento della rendita annuale del fondo, ciò risulta del tutto eventuale nell'ipotesi delle polizze *unit linked*. Ove infatti sia prevista una scadenza contrattuale predeterminata (come nel caso in cui la prestazione sia subordinata all'evento morte), il valore della polizza corrisponderà a quello delle quote del fondo in quel preciso momento: il rischio relativo all'investimento del premio e all'andamento di mercato delle quote grava, per effetto della clausola, interamente sull'assicurato. Nella prassi, la tipologia di assicurazione *unit linked* più diffusa è quella sul modello "vita intera" in quanto l'assicurato ha la possibilità di "speculare" sull'oscillazione di valore delle quote del fondo nell'esercizio della facoltà di riscatto del capitale o della rendita, individuando il momento più favorevole per l'effettuazione del disinvestimento[141].

Entrambe le polizze dunque, pur presentando una struttura finanziaria ampiamente divergente, pongono parimenti un problema di gestione del rischio di investimento all'interno del contratto: nelle polizze *index linked*, dovuto all'impatto assunto dalla componente opzionaria/derivativa dell'obbligazione strutturata, nelle polizze *unit linked* invece, per l'andamento del valore delle quote del fondo.

3.3.3. Le clausole linked pure

Un primo modello è quello realizzato attraverso la "clausola *linked* pura"[142].

La clausola opera un totale trasferimento in capo all'assicurato del rischio finanziario relativo al rendimento del premio per tutta la durata della polizza. La convenzione stabilisce difatti che "*la presente assicurazione comporta rischi finanziari a carico del Contraente*

[140] Il trasferimento della gestione finanziaria della polizza può avvenire in modo *diretto*, quando avvenga su fondi costituiti presso l'impresa stessa o presso finanziarie del gruppo cui essa fa parte, ovvero *indiretto* quando avvenga per delega a soggetti esterni. A seconda inoltre della linea di investimento prescelta, si distingue fra *unit linked monocomparto*, quando interessino singolarmente il mercato monetario, obbligazionario o azionario, e *unit linked pluricomparto*, quando diversifichino l'investimento fra i vari settori.

[141] Il modello di polizza *vita intera* individua ugualmente nel momento "morte" il sorgere dell'obbligo in capo all'assicurazione di corrispondere il capitale. Il rischio morte viene però garantito durante tutta la vita del beneficiario, il quale avrà la possibilità di riscattare in ogni momento il contratto, ottenendo il capitale o la rendita. Trattandosi difatti di una polizza *mista*, parte del premio viene dedicata alla copertura del rischio morte, parte all'accumulazione del capitale e del premio a risparmio, il quale potrà essere riscattato, una volta decorso un certo termine stabilito nel contratto.

[142] Sul punto, v., E. PIRAS, *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, cit., pag. 64.

riconducibili all'andamento dell'indice di riferimento a cui sono collegate le prestazioni, nonché – per alcuni aspetti – alle oscillazioni di valore delle specifiche attività finanziarie" [clausola index linked pura]; ovvero che "*i prodotti di seguito indicati non prevedono alcuna garanzia di risultato; il rischio di investimento è, infatti, a totale carico del Contraente. L'importo liquidabile in caso di riscatto o in caso di decesso dell'Assicurato non è predeterminato e potrà dunque essere superiore o inferiore ai premi complessivamente versati in funzione delle possibili variazioni del valore delle quote, valore che a sua volta dipende dalle oscillazioni di prezzo delle attività finanziarie di cui le quote sono la rappresentazione*" [clausola unit linked pura][143]. Ciò vale a dire che, al momento del riscatto della polizza, l'impresa assicuratrice non è tenuta a garantire al cliente alcuna soglia di redditività minima del premio, poiché, a differenza della clausola di rivalutazione, non si verifica alcun effetto di consolidamento nel corso del rapporto.

Inoltre, attraverso una variante più estrema della clausola, l'impresa trasferisce altresì all'assicurato il rischio di controparte. Nella redazione viene difatti sottolineato che "*le prestazioni previste contrattualmente sono collegate al titolo obbligazionario in Euro … emesso, specificamente per questa serie di contratti, da … Ente Emittente ed interamente garantito da essa, che ha attualmente un rating di …*" "(…) *la Società ha selezionato un titolo obbligazionario di adeguata sicurezza e negoziabilità considerato che, in caso di inadempimento da parte dell'Ente Emittente di tali attività finanziarie, eventuali effetti secondari pregiudizievoli sono in capo al Contraente*". Il cliente sopporta, di conseguenza, anche il rischio di perdita totale del capitale accumulato, poiché l'impresa di assicurazione non garantisce il rimborso dell'obbligazione a rendita certa, in esito all'insolvenza dell'emittente.

Invero, l'utilizzo di questa convenzione è stato fortemente limitato da parte dell'autorità regolamentare in materia assicurative, la quale ha imposto divieti specifici al trasferimento del rischio di investimento e di controparte dall'impresa al cliente[144].

---

[143] Le tipologie di rischio esaminate fin d'ora non si configurano come sistemi a compartimenti stagni perché spesso coesistono all'interno del medesimo rapporto. Ne è un caso, ad esempio, l'acquisto di quote di fondo di investimento che prevedano obbligazioni indicizzate a valuta estera. In queste ipotesi, è frequente riscontrare nella prassi convenzioni che affermino come "*i valori degli O.I.C.V.M. di natura azionaria e obbligazionaria emessi e/o denominati in valuta diversa dall'Euro comportano un ulteriore elemento di rischio dovuto alla variabilità del rapporto di cambio*".

[144] V., Regolamento ISVAP (ora IVASS), 11 giugno 2009, n. 32, il quale impone limiti precisi alla convenzione di polizze *index linked* con clausola *pura*. Anzitutto, la compagnia di assicurazione deve assumere su di sé il rischio di insolvenza dell'emittente, in considerazione del principio generale secondo cui "*i contratti classificati*

3.3.4. Le clausole linked guaranteed e partial guaranteed

Una seconda tipologia di convenzioni assicurative sul modello *linked* è quello rappresentato dalle clausole cd. *garantite*, nelle due forme *guaranteed* e *partial guaranteed*.

Nella prima, cd. *a capitale parzialmente garantito* (*partial guaranteed*), l'impresa si impegna a riconoscere una prestazione minima a favore dell'assicurato, alla scadenza o al riscatto della polizza, consistente di regola nella restituzione di una parte del capitale iniziale investito. Nella seconda invece, cd. *a capitale garantito* (*guaranteed*), la copertura offerta dalla clausola si estende all'intero ammontare del capitale, ovvero, anche cumulativamente, ad un rendimento minimo predeterminato[145]. Le prestazioni garantite dall'impresa assicuratrice sono indicate direttamente all'interno della convenzione, e stabiliscono che "*in caso di vita dell'Assicurato alla scadenza del contratto, è previsto il pagamento ai Beneficiari designati: 1) del capitale assicurato iniziale indicato in Polizza. Il capitale assicurato iniziale coincide con il premio versato al netto del costo fisso di cui al successivo punto 2) di una cedola variabile, determinata in funzione della performance realizzata dall'indice ..., così come illustrato al punto ... della Nota informativa; 3) di un eventuale "Bonus Coupon" determinato in funzione dell'ammontare delle cedole variabili liquidate sul contratto*".

Alla base di esse vi è sempre un collegamento (*indicizzazione* o *unione*) della performance della polizza al valore assunto da uno strumento finanziario contraddistingue. A mutare, nelle clausole *garantite* rispetto alla forma pura, è tuttavia il rapporto tra la dimensione finanziaria e quella più propriamente previdenziale della polizza. L'insolvenza che ha colpito i principali titoli quotati sul mercato ed i conseguenti crolli registrati dagli indici sulle principali Borse mondiali ha guidato il processo di *innovazione finanziaria* verso la creazione di prodotti che

---

nel ramo III di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto, sono caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico" (art. 9). In secondo luogo, le azioni e le obbligazioni sulle quali vengono costituiti gli indici di riferimento devono essere negoziate su mercati regolamentati *attivi* e *liquidi* (artt. 4-6). Da ultimo e conformemente alla natura previdenziale del contratto, deve essere garantita una copertura assicurativa in caso di decesso almeno pari ai premi versati fino a quel momento (art. 9, comma 2).

[145] V., più diffusamente, E. PIRAS, *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, cit., pag. 80; L. GAGLIARDI, *La produzione assicurativa del ramo vita*, cit., pag. 564 ss.

offrissero una soglia di copertura sui premi corrisposti – o su parte di essi -, o assicurassero anche un rendimento minimo dell'investimento[146].

Il rischio nelle clausole garantite ricade su entrambe le parti, in una proporzione che dipende dalla configurazione della prestazione minima assicurata. Da un lato, la garanzia sul capitale minimo (al netto dei caricamenti e dei compensi riconosciuti all'impresa) opera una prima forma di trasferimento, relativa all'impatto che la svalutazione delle quote o del valore dell'indice assunto a riferimento possono produrre sulla prestazione riscattabile col recesso dell'assicurato, ovvero con il verificarsi dell'evento legato alla vita della persona[147]. Dall'altro, la garanzia sul rendimento minimo ha l'effetto di incidere sul flusso finanziario generato dagli strumenti da cui si ricava il valore della polizza, operando un trasferimento del rischio di oscillazioni del valore dell'investimento oltre certe soglie (riducendo, di conseguenza, la partecipazione dell'assicurato alla variazione degli indici di riferimento). Concretamente, la clausola opera riconoscendo, al beneficiario, una prestazione minima alla scadenza consistente in: *a)* restituzione dei premi corrisposti nel corso di esecuzione del contratto (*capitale minimo garantito*) *b)* maggiorazione assicurata da un determinato rendimento finanziario ottenuto attraverso l'applicazione di un tasso di interesse fisso annuo (*rendimento minimo garantito*). Ciò vale a dire che solo una parte dell'oscillazione di valore degli strumenti finanziari cui fa riferimento la polizza incidono effettivamente sulla determinazione della performance riconosciuta all'assicurato; al di sotto di essa, il meccanismo, per certi versi, richiama il funzionamento del *floor*, in quanto viene comunque riconosciuto un rendimento minimo sul capitale investito, espresso in una percentuale che "sostituisce" il flusso finanziario che il contratto avrebbe, altrimenti, generato.

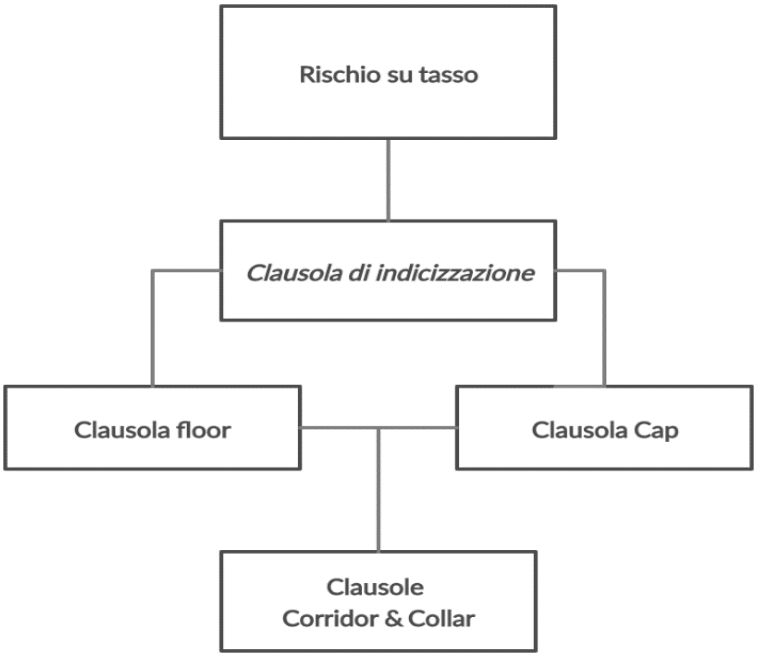
---

[146] A. E. FABIANO, *La riforma della disciplina delle polizze linked nelle disposizioni del TUF e dei regolamenti di attuazione: le ragioni di una scelta*, in *Dir. e fisc. dell'ass.*, 2012, 2, pag. 283-310.

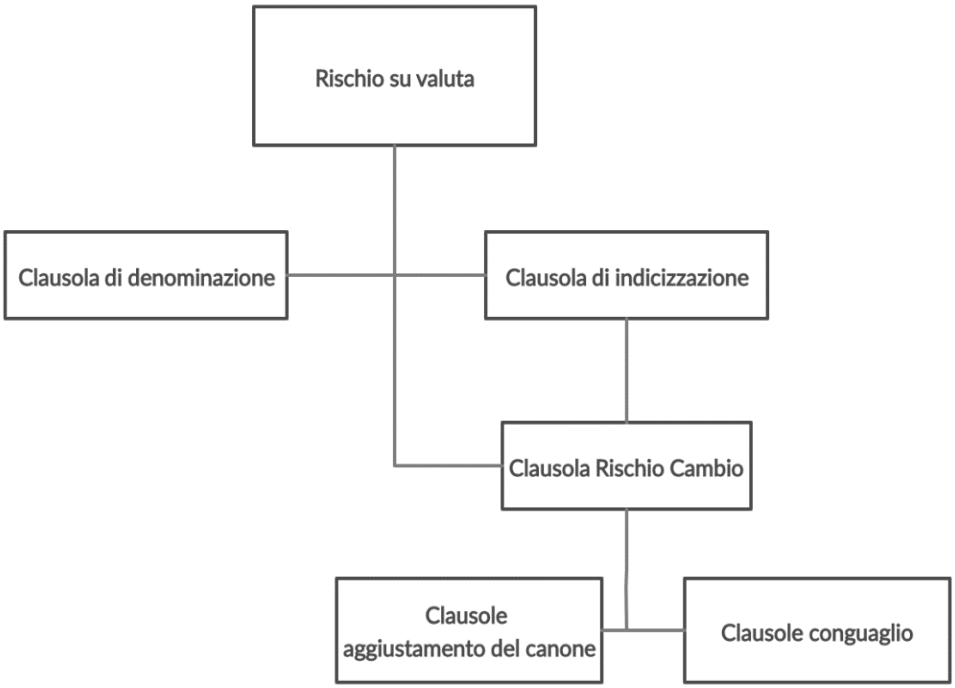
[147] Come visto, l'incidenza del *default* dell'emittente dello strumento obbligazionario nelle polizze *index linked* è comunque limitata dalla assunzione, in capo all'impresa assicuratrice, del *rischio di controparte* (cfr. art. 9 Reg. ISVAP 32/2009). Ciò vale a dire che il meccanismo di gestione operato dalla clausola, per questa tipologia di polizza, interessa esclusivamente il rischio finanziario di investimento, non anche quello demografico, che rimane comunque a carico dell'assicurazione e che caratterizza, di conseguenza, la natura stessa del contratto.

4. Una mappa di sintesi della gestione del rischio nel contratto

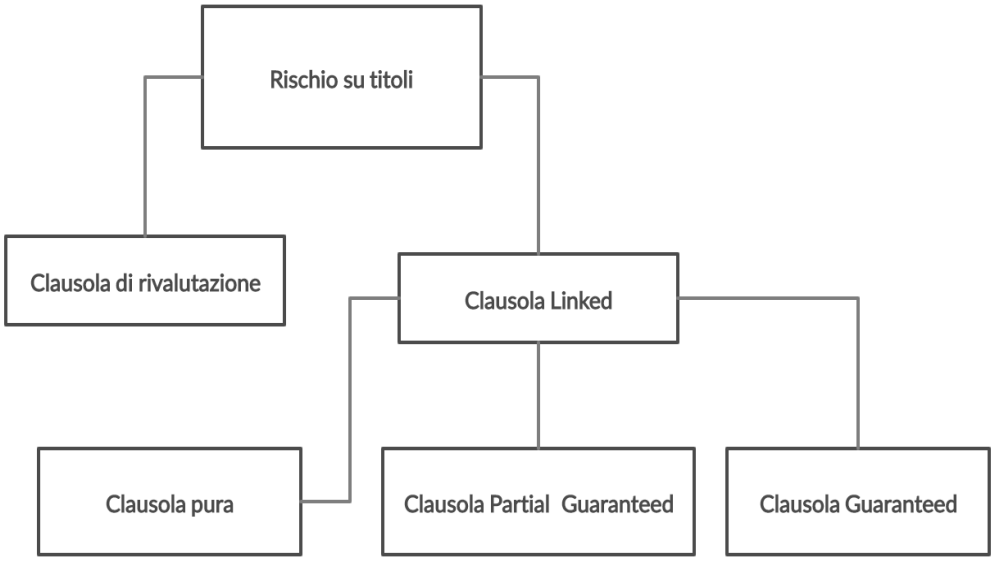
Al fine di agevolare la comprensione del discorso e la struttura del lavoro, di seguito si propone una mappa concettuale sulla suddivisione, per classi di rischio, delle clausole che sono state prese in esame.



(Fig. 1) La gestione del rischio su tasso



(Fig 2.) La gestione del rischio su valuta



(Fig. 3) La gestione del rischio su titoli

CAPITOLO II

I LIMITI DELLA QUALIFICAZIONE TRADIZIONALE

Sommario:

1. La decostruzione del sistema. Clausole atipiche e qualificazione; 2. Impostazione soggettiva. Critica; 2.1. Il consumatore e il professionista; 2.2. L'investitore e l'impresa di intermediazione; 2.3. Il risparmiatore e la banca; 2.4. Il cliente e l'assicurazione; 3. Impostazione oggettiva. Critica; 3.1. Il contratto di credito; 3.1.1. Il caso Banif Plus Bank (C-312/14) (I): valuta straniera e qualificazione del contratto di credito; 3.2. Il contratto di investimento; 3.2.1. Il risvolto della qualificazione nel caso Banif Plus Bank (C-312/14) (II): strumenti finanziari e gestione del rischio; 3.3. Il contratto assicurativo; 3.3.1. L'indirizzo della Corte di Giustizia nei casi Gonzales Alonso (C-166/11) e Länsförsäkringar (C-542/16); 3.3.2. Il diverso orientamento della giurisprudenza di legittimità; 4. La ricostruzione del sistema: ripensare la categoria delle convenzioni di gestione del rischio.; 4.1. Un nuovo approccio qualificatorio. Dinamiche di gestione del rischio e funzionamento del contratto; 4.2. La condivisione del rischio; 4.3. Il trasferimento del rischio

1. La decostruzione del sistema. Clausole atipiche e qualificazione

Lo studio della prassi sulle convenzioni di gestione del rischio ha evidenziato un dato difficilmente controvertibile: quello relativo al loro carattere di *atipicità*[1].

[1] Di tipicità e qualificazione del contratto ci occuperemo più in dettaglio nel prosieguo del lavoro. Vale però fin d'ora di precisare che la nozione di "contratto innominato" e di "contratto atipico" vanno ad identificare fenomeni non necessariamente – e non del tutto – coincidenti. Fra di esse vi è senz'altro un nucleo comune, costituito dal fatto di trattarsi di "*relations contractuelles pour lesquelles le législateur n'a pas édicté de dispositions spécifiques*", v., TERCIER P., *Des législateurs innommés*, in *Innominatverträge, Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep*, Zürich, 1998, pag. 45. tanto che nel vigore del codice italiano del 1865 si stabiliva espressamente che "*I contratti, abbiano o non abbiano una particolare denominazione propria, sono sottoposti a regole generali, le quali formano l'oggetto di questo titolo*". Allo stesso modo, il contratto atipico, nella definizione di Sacco è il contratto che non rientra in una figura che ha una disciplina legale particolare, rispetto alla categoria con il quale viene confrontato, v., R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, Torino, 2016, pag. 1402. La distinzione tra le due espressioni è pertanto sottile, per taluno inesistente, v., voce "*Contratto Atipico*" in C.M. BIANCA – G. PATTI – S. PATTI, *Lessico di diritto civile*, Milano, 1995, pag. 197, la quale richiama quella di "*Contratto innominato*", definito come *"il contratto che non rientra in un dato tipo legale*". Nello stesso senso, cfr. C. M. BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto Civile*, III, Milano, 2019, pag. 449, "*il contratto innominato è il contratto che non*

Come visto, siffatte convenzioni si sono difatti sviluppate in un contesto in cui, l'instabilità e l'incertezza sui mercati prodotte dallo scoppio della crisi economica globale, hanno determinato il sorgere di un'esigenza, comune alle parti, di gestire l'elemento del rischio finanziario attraverso accordi volti alla sua distribuzione e al suo trasferimento nel contratto. Sebbene i modelli convenzionali di gestione del rischio, data la matrice comune del problema, abbiano sperimentato una qualche forma di "tipicità sociale" attraverso la loro circolazione all'interno dei diversi ordinamenti dell'Unione Europea, tanto il legislatore nazionale quanto quello europeo non si occupano, *expressis verbis*, di fornirne una qualificazione sul piano normativo. L'assenza di una cornice di regole all'interno della quale inquadrare il fenomeno ha posto, pertanto, l'interprete di fronte al problema di definire più compiutamente i limiti cui incorrono le parti nella negoziazione sul rischio. Ebbene, l'approccio tradizionale al problema ha condotto a guardare alle clausole in esame attraverso due differenti prospettive, non necessariamente in stretta alternativa fra loro.

In un primo senso, il punto di osservazione è stato posto dal lato di chi conclude il contratto, ossia dell'individuazione dei soggetti fra i quali avviene la transazione. L'emergere del paradigma del "contratto asimmetrico" a livello europeo ha determinato, come noto, il sorgere di una disciplina uniforme che detta uno "statuto generale" della clausola nel contratto fra professionista e consumatore[(2)]. Si è pertanto sostenuto che, in questo caso ed in ogni altro in cui il legislatore euro-unitario riconosca un rilievo giuridico alla posizione di squilibrio fra i contraenti, le convenzioni debbano essere sottoposte al relativo apparato di regole e rimedi (sull'informazione, sulla trasparenza, sulla sottoponibilità a controllo di vessatorietà etc.). La regolazione della clausola di gestione non è stata, tuttavia, identificata unicamente nello statuto della clausola abusiva.

---

rientra in un dato tipo legale [...] *I contratti innominati sono regolati dalla disciplina legale del contratto in generale e dalla disciplina convenzionale, cioè desumibile dal contenuto dell'accordo*". Pare, invero, fondato ritenere che siffatta distinzione poggi sulla capacità del nomen contractus di "*delimitare esclusivamente l'ambito (astratto) di applicazione*" riferendosi al solo "*momento creativo del contratto*", senza dir nulla sulla sua operatività, v., M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, pag. 5. Allo stesso modo, anche A. BELVEDERE, *Il problema delle definizioni nel codice civile*, Milano, 1977. In altre parole, se la riconduzione di una figura ad un determinato tipo contrattuale significa riconoscere per essa l'applicazione della disciplina secondo "*il modello di operazione economica ricorrente nella vita di relazione*", attribuirvi invece un *nomen* comporta solo il compimento di un'attività di classificazione, lasciando invece aperto il discorso relativo alla sua concreta regolazione.

[(2)] Dir. 93/13/Ce, 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori.

In un secondo senso, si è difatti spostato il punto di osservazione sul contratto concluso, ossia sul tipo di negozio nel quale è stata convenuta la clausola. Alla "tipicità sociale" della clausola si tiene dunque luogo attraverso la "tipicità normativa" che caratterizza, all'opposto, il contratto o il servizio nel quale essa è convenuta. I diversi segmenti nei quali si articola il mercato finanziario sono stati difatti protagonisti, nelle ultime decadi, di un'imponente attività di regolazione che ha riguardato, fra le altre, proprio la dimensione del contratto e delle regole del diritto privato(3). Nel settore bancario, in quello di investimento e in quello assicurativo la legislazione euro-unitaria ha mostrato un evidente cambio di passo rispetto alla regolazione che aveva caratterizzato i suoi primi interventi, realizzando una tendenziale spinta all'armonizzazione massima e alla standardizzazione del contenuto del contratto e del servizio offerto. Si è, pertanto, sostenuto che ove la clausola afferisca ad un determinato tipo contrattuale, la sua disciplina debba venir necessariamente ricavata dalle disposizioni previste per quella fattispecie negoziale, indipendentemente dall'effetto perseguito dalla convenzione(4).

---

(3) Il diritto contrattuale è stato interessato, da vicino, da una pluralità di interventi normativi da parte del legislatore europeo, intensificatisi in particolar modo con l'inizio degli anni '90. Fra i principali, è possibile annoverare, la direttiva sui contratti conclusi fuori dai locali commerciali (85/577/CE), sui contratti tra professionista e consumatore (93/13/CEE), sulla vendita di beni di consumo (99/44/CE), sulla vendita di pacchetti turistici "all inclusive" (2302/2015/UE), sui contratti di acquisto della multiproprietà (122/08/CE), sul commercio elettronico (2000/31/CE), sulla vendita di beni digitali e la fornitura di servizi a contenuto digitale (770-771/2019/UE), etc. L'obiettivo di armonizzazione è proceduto, dunque, in direzione di una uniformazione dei singoli segmenti in cui si articola il diritto contrattuale. Il profilo relativo al contratto in genere e alla qualificazione dei suoi elementi è stato oggetto di considerazione, a livello europeo, unicamente nella direzione delle fonti cd. *persuasive*, stimolate da una serie di risoluzioni del Parlamento Europeo, volte alla elaborazione di codici uniformi per la razionalizzazione dei principi in materia contrattuale. Fra di essi, i "Principi di diritto europeo dei contratti" (PECL)(1995-2001), il "Progetto preliminare del Codice Europeo dei Contratti (curato dall'Accademia dei gius-privatisti europei, 2001) del "Draft Common Frame of Reference" (2008). I tentativi di una regolazione uniforme delle regole sul contratto hanno invece conosciuto una maggior difficoltà di emersione nel quadro comune europeo, come dimostrato dalla proposta di regolamento sulla "Common European Sales Law" (COM/2011/0635 final). Vedi, più ampiamento, G. ALPA, *L'armonizzazione del diritto contrattuale e il progetto di codice civile europeo*, in *Nuov. Giur. civ. comm.*, 2003, II, pag. 169. In senso critico, R. ROLLI, *Problemi e questioni sull'armonizzazione del diritto privato*, in *Riv. dir. priv.*, 2018, pag. 385.

(4) Il fenomeno è ben noto a R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 1409, secondo cui "*La tipizzazione delle clausole non è – beninteso – la tipizzazione dei contratti. Ma la prepara e la rende possibile, perché sostituisce alla variabilità del «voluto» la lista oggettiva delle «clausole». Con un secondo espediente logico, la giurisprudenza, là dove confligge con la tipicità dei contratti la clausola estranea al tipo, dà la vittoria al tipo, affermando come regola generale che «anche un rapporto avente qualche caratteristica non aderente alla fattispecie legale può ricondursi, in base al concetto della prevalenza degli altri elementi tipici, alla disciplina propria del rapporto tipico*

Questi espedienti hanno consentito agli interpreti di tracciare taluni limiti alla negoziazione convenzionale del rischio finanziario, muovendo dal dato positivo e ricercando in esso le regole applicabili alle clausole di gestione, in dipendenza di *chi* le abbia convenuta e attraverso quale contratto. Ebbene, il proposito di decostruzione dell'impostazione tradizionale con cui si è guardato alle clausole secondo il profilo soggettivo/oggettivo, muove anzitutto dalla constatazione dei limiti manifestati da ciascun approccio.

2. Impostazione soggettiva. Critica

Il primo criterio con cui la normativa europea e le discipline di diritto nazionale euro-derivato guardano alla regolazione delle convenzioni è di matrice "soggettiva".

Questa visione matura dalla consapevolezza per cui non ogni forma di contrattazione si svolge su di uno stesso piano: l'evidenza reale dei rapporti sociali tradisce una sostanziale disuguaglianza di potere negoziale tra le parti, tanto sul piano informativo quanto su quello economico. Da lì, la progressiva decostruzione del contratto "di diritto comune" in favore del paradigma del "contratto asimmetrico"[5] è proceduta di pari passo con l'emergere di una serie di figure che hanno orientato le scelte classificatorie della legislazione.

Si è pertanto iniziato a distinguere un primo, un secondo (B2c) e persino un terzo contratto (B2b)[6], in dipendenza della qualità soggettiva delle parti coinvolte nella negoziazione. Il mercato è divenuta la sede per transazioni concluse fra un «professionista»[7] ed un

---

che gli elementi prevalenti concorrono a costituire". La giurisprudenza citata è quella di Cass., 6 marzo 1951, n. 552, in *Foro it.*, 1951, I, c. 104.

[5] G. VETTORI, *Il contratto dei consumatori, dei turisti, dei clienti, degli investitori e delle imprese deboli. Oltre il consumatore*, in *Contratto e Responsabilità*, G. Vettori (a cura di), Padova, 2013; A. M. BENEDETTI, voce «*Contratto asimmetrico*», in *Enc. dir.*, Ann., V, Milano, 2012, pag. 370 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Il contratto del duemila*, E. Roppo (a cura di), Torino, 2011, pag. 65 ss.; A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2008, I, pag. 525 ss.

[6] G. GITTI – G. VILLA, *Il terzo contratto*, Bologna, 2008; nonché, G. AMADIO, *L'ipotesi del terzo contratto*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, E. Navarretta (a cura di), Milano, 2007, pag. 329 ss.

[7] Art. 2, lett. c, dir. 93/13/CE.

«consumatore»[8], fra un «cliente»[9] ed un «impresa di assicurazione»[10], un «intermediario del credito»[11], ovvero un'«impresa di investimento»[12]. Il "contraente" ha preso dunque il posto del "contratto" nella costruzione di un criterio di identificazione della disciplina applicabile ad un atto di autonomia fra privati.

Evidenza diretta di siffatto approccio si ravvede nella proliferazione di provvedimenti normativi ispirati ad un'esigenza di "*consumer/investor protection*", che assegnano al diritto privato una *soziale Aufgabe*[13] volta al superamento del divario fra norma e realtà, nel perseguimento di una vocazione alla giustizia sostanziale[14].

Ebbene, alla prova dell'esperienza, siffatto criterio di qualificazione non ha però tardato a manifestare tutti i suoi limiti. Come non si è difatti mancato di sottolineare "non occorrono nuove categorie costruite sulle qualità del contraente (consumatore, cliente, impresa debole) ma un metodo nuovo per la disciplina del contratto"[15].

Due considerazioni critiche, in particolare, sembrano poter meglio cogliere i limiti del suddetto approccio.

In primo luogo, questo criterio sconta un'inevitabile rigidità nella costruzione delle categorie di riferimento. Esse presuppongono difatti una chiara corrispondenza tra la qualifica soggettiva e l'attività concretamente svolta, che non sempre trova un riscontro fedele nella realtà del mercato. L'introduzione di nuove qualifiche frutto dell'ibridazione dei modelli esistenti testimonia una progressiva espansione degli attori economici tradizionali sui diversi segmenti del mercato, dando luogo a costruzioni composite più difficilmente riconducibili ad un settore specifico; è il caso, ormai del tutto prevalente nella prassi commerciale, in cui gli intermediari bancari offrano altresì servizi di investimento mobiliare o assicurativi. In aggiunta la tecnica legislativa fondata su una rigida corrispondenza tra soggetto ed attività,

---

[8] Art. 2, lett. b, dir. 93/13/CE.

[9] Art. 4, par. 1, n. 9, dir. 2014/65/UE MIFID II.

[10] Art. 13, punto 1, dir. 2009/138/CE, SOLVENCY II

[11] Art. 4, n. 5, dir. 2014/17/UE, MCD

[12] Art. 4, par. 1, n. 1, dir. 2014/65/UE, MIFID II

[13] Il termine è nota espressione di O. GIERKE, *Die soziale Aufgabe des Privatrechts. Vortrag gehalten am 5. April 1889 in der juristischen Gesellschaft zu Wien*, Berlin-Heidelberg, 1889

[14] In questo senso, uno dei maggiori esponenti della scuola tedesca, H. WEITNAUER, *Der Schutz der Schwächeren im Zivilrecht*, Karlsruhe 1975, pag. 10.

[15] G. VETTORI, *Il contratto dei consumatori, dei turisti, dei clienti, degli investitori e delle imprese deboli*, cit., pag. 15.

oltre ad originare e sovrapposizioni definitorie[16], mal si concilia con l'avvento sul mercato di nuovi operatori che, attraverso l'uso delle tecnologie dell'informazione, offrono servizi difficilmente riconducibili ad un unico settore del mercato (cd. imprese FinTech, InsureTech)[17].

In secondo luogo, fondare una disciplina sullo *status* soggettivo del destinatario di un servizio presuppone una chiara riferibilità, in capo ad esso, delle finalità e degli scopi che ne giustificano l'interesse a rivolgersi al mercato. Vi è difatti chi correttamente sottolinea il carattere di "occasionalità" della nozione di «consumatore»[18], la cui posizione di debolezza non sembra caratterizzare tanto un suo modo d'essere fisiologico, quanto una dinamica legata alla singola transazione conclusa, ove "il soggetto è preso negli ingranaggi di un ordine economico o sociale determinato e per lui oppressivo"[19]. La marca distintiva della legislazione euro-unitaria è stata difatti quella di declinare la "occasionalità" di siffatta nozione, a seconda delle diverse attività nei singoli settori del mercato regolato (il risparmiatore nel credito

---

[16] La recente direttiva sulla distribuzione assicurativa (dir. 2016/97/Ue, IDD) fa riferimento a ben sei differenti qualifiche soggettive, per definire l'ambito di applicazione delle sue disposizioni: "intermediario assicurativo", "intermediario assicurativo a titolo accessorio", "intermediario riassicurativo", "impresa di assicurazione", "impresa di riassicurazione", "distributore di prodotti assicurativi" (art. 2, par. 1, nn. 3-8).

[17] Il Financial Stability Board definisce il processo di FinTech come «*technologically enabled financial innovation that could result in new business models, applications, processes, or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services*», v., FSB, *Artificial Intelligence and machine learning in financial services*, 1 novembre 2017, disponibile all'indirizzo (*https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P011117.pdf*). La stessa Banca Centrale Europea sottolinea le difficoltà di fornire una definizione precisa del concetto di FinTech, trattandosi di «*an umbrella term encompassing a wide variety of business models*», in ECB, *Guide to Assessments of FinTech Credit Institution Licence Applications*, settembre 2017, disponibile all'indirizzo (*https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_fintech_credit_inst_licensing.en.pdf*). Concorde invece la letteratura sul tema, nell'individuare nelle imprese di FinTech, non una «*nuova industria, bensì* [...] *una nuova componente dell'industria finanziaria, che mette in discussione i business model tradizionalmente adottati dai cosiddetti incumbent, ovvero dagli intermediari finanziari assoggettati a regole di vigilanza*», cfr. C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTeh. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, nella collana dedicata al FinTech, G. D'AGOSTINO, P. MUNAFÒ, (a cura di), in *Quaderni FinTech Consob*, 1 marzo 2018. Sulla trasversalità del fenomeno del FinTech, v., M. SCOPSI, *The Expansion of Big Data Companies in the Financial Services Industry, and EU Regulation*, in *IAI Papers*, 2019, pag. 14; G. PITRUZZELLA, *Fintech e nuovi scenari competitivi nel settore finanziario, creditizio, assicurativo*, in *Bancaria*, 2018, pag. 23, M. T. PARACAMPO, *FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, pag. 1.

[18] R. CALVO, *I contratti del consumatore*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, F. Galgano (a cura di), XXXIV, Padova, 2005, pag. 11 ss.

[19] A. M. PRINCIGALLI, *Il consumatore e l'operatore commerciale*, in *Le vendite aggressive*, A. Iannarelli (a cura di), Napoli, 1995, pag. 51.

immobiliare, l'investitore e l'assicurato nei servizi di intermediazione). A ciascuno di essi corrisponderebbe dunque un preciso interesse del consumatore ad accedere ad un particolare servizio - *i.e.* l'acquisto di una polizza assicurativa, l'accensione di un prestito, l'investimento di capitale. Questa visione è però smentita, con evidenza, dal dato reale: al consumatore è spesso riferibile esclusivamente un interesse generale "alla contrattazione", cui corrisponde il dovere dell'intermediario professionale di dar forma concreta a questo interesse.

Questo criterio, di per sé, non sembra pertanto fornire una risposta adeguata all'esigenza di individuare una disciplina delle convenzioni in esame. Alla luce della progressiva intersezione tra i diversi segmenti del mercato regolato, pare più opportuno discorrere, invece, di una tutela del "cliente retail", indipendentemente dalla identificazione del mercato su cui opera (del consumo, del credito, degli investimenti finanziari o assicurativo). Il ragionamento fondato su una partizione rigida dei meccanismi di tutela su base soggettiva conduce a forzature teoriche di fronte a fenomeni che interessano contemporaneamente più settori[(20)]. La ricostruzione normativa della dialettica fra agenti sul mercato conferma questa considerazione.

2.1. Il consumatore e il professionista

La perdita di neutralità soggettiva che ha caratterizzato lo sviluppo della disciplina europea del contratto sui mercati regolati si è anzitutto fondata sulla qualificazione delle figure del «consumatore» e del «professionista».

Esse si contraddistinguono come antecedenti logici e cronologici delle ulteriori forme di sotto-classificazioni orientative della disciplina in esame.

Cronologici, in quanto queste figure risultano essere le prime ad aver assunto un rilievo giuridico e politico all'interno delle fonti primarie nella normativa europea, che elevano ad obiettivo dell'Unione quello di "promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare un

---

[(20)] Come sostenuto difatti da taluno, "*there are signs that the retail investor is becoming characterized in the EC regime as a consumer of investment product and is being subsumed within the wider consumer policy agenda […] There are, however, dangers in adopting a consumer-oriented approach to investor protection. EC consumer protection policy is strongly associated with consumer choice and consumer empowerment and with a robust model of consumer competence. […] Characterizing the retail investor as a robust consumer of products, to whom investment is simply one of a series of consumption decision and choices, may risk over-emphasizing informed choice and disclosure and risk that firm-facing protection are de-emphasized*", v., N. MOLONEY, *How to protect investor*, Cambridge, 2010, pag. 40.

livello elevato di protezione dei consumatori" (art. 169, TFUE)[21]. Logici, in quanto la qualificazione soggettiva delle figure nei singoli settori del mercato regolato mostra di non abbandonare mai del tutto l'idea di un loro riconducibilità, di fondo, alle categorie comuni del consumatore e del fornitore di servizi in senso lato: il turista, il cliente, l'utente, l'investitore, il risparmiatore, l'assicurato, altro non sarebbero, dunque, che articolazioni soggettiva di una medesima figura di "consumatore", al quale sono da ricollegarsi però, articolazioni con un differente grado di intensità della disciplina di protezione.

Orbene, il nodo problematico centrale risiede, a monte, nella limitatezza del dato qualificante la nozione di consumatore, definito dal legislatore europeo come "la persona fisica" che "agisce per fini che non rientrano nel quadro della sua attività professionale" (art. 2, lett. b, dir. 93/13).

In ragione di ciò, in numerosi ordinamenti si sono sviluppate delle nozioni più estensive ed anti-letterali del dato normativo, volte ad abbracciare una nozione di "debolezza" economica che tenesse altresì conto dell'asimmetria nei rapporti tra professionisti[22]. Il legislatore tedesco ha, ad esempio, esteso l'ambito del *Inhaltskontrolle* previsto dai §§ 307 ss. BGB oltre ai contratti stipulati dal consumatore persona fisica (*Verbrauchersverträge*), per ricomprendervi altresì quelli conclusi tra imprenditori, ove una parte non abbia predisposto le condizioni generali del contratto (*der Vertragspartner des Verwenders*), adottando una visione particolarmente ampia del controllo giudiziale sulle clausole che realizzino una *unangemessene Benachteiligung* tra le parti[23]. Altri ordinamenti hanno invece intrapreso la strada dell'attribuzione di un rilievo giuridico alla posizione di asimmetria che fuoriesce dal

---

[21] Il Trattato istitutivo della Comunità Europea non prevedeva, in origine, disposizioni dedicate appositamente alla protezione del consumatore. È solo con il Trattato di Maastricht (1992) e la successiva sistematizzazione ad opera del Trattato di Amsterdam (1997) che questo obiettivo è posto alla base della azione comunitaria, polarizzata sulle due finalità della «promozione degli interessi dei consumatori» e dell' «adozione di un livello elevato di protezione» (art. 153, Trattato CE). I Trattati prevedono, inoltre, una competenza condivisa tra Unione e Stati membri, attribuendo a quest'ultimi la facoltà di «mantenere o introdurre misure di protezione più rigorose» (art. 153, par. 5, Trattato CE).

[22] In questo senso, nel dibattito francese N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, Parigi, 2000, pag. 246 ss.

[23] Nella dottrina tedesca vi è comunque chi segnala una non esatta sovrapposizione fra il controllo delle AGB-Klauseln nei contratti con un consumatore e quello nei contratti fra professionisti, v., F. WESTPHALEN, *Trennlinie zwischen AGB-Klauseln im Verbraucherrecht und in unternehmerischen Bereich*, in *BB*, 2017, pag. 2051; G. G. MAIER-REIMER, *AGB-Recht im unternehmerischen Rechtsverkehr. Der BGH überdreht die Schraube*, in NJW,2017, pag. 1.

rigido schema «consumatore» - «professionista», per il tramite di disposizioni di leggi speciali; è, ad esempio, il caso della legge italiana sulla sub-fornitura (lg. 18 giugno 1998, n. 192)[24] e della corrispondente francese della *sous-traitance* (Loi n.75–1334, 31 December 1975)[25].

L'ambiguità nell'utilizzo di siffatti schemi soggettivi appare ulteriormente accentuata negli interventi più recenti del legislatore europeo. Nel timore di possibili vuoti di tutela, le nuove direttive sui contratti di fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali, e sui contratti di vendita di beni digitali[26], affiancano al «consumatore» una serie di figure che sostituiscono il «professionista», identificandolo, rispettivamente, nell' «operatore economico»[27], nel «venditore»[28] e nel «produttore»[29].

2.2. L'investitore e l'impresa di intermediazione

La costruzione di una normativa europea sul mercato unico dei servizi finanziari è proceduta di pari passi con l'emergere della figura dell'«*investor*» nel panorama normativo euro-unitario. Esso è rimasto a lungo in disparte dal discorso comunitario concentrato, in prima battuta, sulla definizione dei requisiti prudenziali e di stabilità dell'«impresa di intermediazione», fulcro della prima direttiva in materia (dir. 93/22/CE, ISD)[30]. In particolare,

---

[24] L'art. 9, comma 1, sanziona con la nullità i patti attraverso cui sia realizzato un abuso "*da parte di una o più imprese dello stato di dipendenza economica nel quale si trova, nei suoi o nei loro riguardi, una impresa cliente o fornitrice. Si considera dipendenza economica la situazione in cui un'impresa sia in grado di determinare, nei rapporti commerciali con un'altra impresa, un eccessivo squilibrio di diritti e di obblighi*".

[25] L'art.1 qualifica il contratto di sub-fornitura quello in cui "*un entrepreneur confie par un sous-traité, et sous sa responsabilité, à une autre personne appelée sous-traitant l'exécution de tout ou partie du contrat d'entreprise ou d'une partie du marché public conclu avec le maître de l'ouvrage*".

[26] V., Dir. 2019/770/UE e Dir. 2019/771/UE, 20 maggio 2019.

[27] "«Operatore economico»: *qualsiasi persona fisica o giuridica, indipendentemente dal fatto che si tratti di un soggetto pubblico o privato, che agisca, anche tramite qualsiasi altra persona che agisca in nome o per conto di tale persona fisica o giuridica, per finalità che rientrano nel quadro della sua attività commerciale, industriale, artigianale o professionale, in relazione ai contratti oggetto della presente direttiva*", art. 2, n. 5, Dir. 2019/770/UE.

[28] "«Venditore»: *qualsiasi persona fisica o giuridica, indipendentemente dal fatto che sia di proprietà pubblica o privata, che, in relazione ai contratti oggetto della presente direttiva, agisca nel quadro della sua attività commerciale, industriale, artigianale o professionale, anche tramite qualsiasi altra persona che agisca in nome o per conto di tale persona fisica o giuridica*", art. 2, n. 3, Dir. 2019/771/UE.

[29] "«Produttore»: *il fabbricante di un bene, l'importatore di un bene nel territorio dell'Unione o qualsiasi altra persona che si presenta come produttore apponendo sul bene il suo nome, marchio o altro segno distintivo*", art. 2, n. 4, Dir. 2019/771/UE.

[30] Essa, nonostante ascriva la tutela dell'investitore fra i principali obiettivi "*was primarly focused on the investment firm, on the investment services passport and on achieving the minimum level of harmonization required to support home Member State control of cross-border investment firm activity*", cfr. N. MOLONEY, *How*

prima della fine dello scorso secolo, la tutela dell'«investitore» ha faticato ad affrancarsi da una visione legislativa che poneva comunque in primo piano l'esigenza di edificazione di un mercato comune[31]. Il rilievo prioritario assicurato alla dimensione della protezione dell'investitore retail è emerso, quindi, solo a seguito del noto "*Report Lamfalussy*": nell'esigenza di assicurare un "*high and equivalent levels of consumer protection*" si raccomanda un'accelerazione nel processo legislativo volto ad introdurre un "*appropriate levels of consumer protection proportionate to the different degrees of risk involved*"[32].

La prima direttiva MIFID traduce a livello di normativa secondaria questo obiettivo di tutela, sottolineando la centralità della figura dell'«investitore» già all'interno dei considerando iniziali[33]. La MIFID II consolida, a sua volta, il percorso intrapreso con il precedente intervento, andando a colmare le lacune di tutela che erano state evidenziate a seguito dello scoppio della crisi, rafforzando il quadro per la regolamentazione dei mercati negli strumenti finanziari, "al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia"[34]. A livello normativo, la tutela dell'investitore viene improntata ad un principio di

---

to Protect Investors, cit., pag. 7. Come sostenuto inoltre da M. KRUITHOF, *A Differentiaten Approach to Client Protection: The Exemple of MiFID*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, S. Grundmann – Y. M. Atamer (a cura di), The Netherlands, 2011, pag. 107, "*MiFID's predecessor, the Investment Services Directive of 1993 (ISD), contained no real harmonization of the conduct of business regime*".

[31] All'interno del *Financial Services Action Plan* (FSAP) del 1999 l'obiettivo d'integrazione del mercato passa attraverso l'elemento chiave della tutela del consumatore e dell'investitore, pur rimandendo un'ottica fondamentalmente ancorata alla costruzione del mercato: "*appropriate and progressive harmonization of marketing and information rules through-out the Union together with a pragmatic search for non-legislative solutions offers the prospect of a truly integrated retail market fully respecting the interests of consumers and suppliers*" cfr. FSAP, pag. 10 ss. Ampiamente, sul ruolo del FSAP nel processo di armonizzazione della legislazione europea in tema di mercati finanziari, M. W. WALLINGA, *EU investor protection regulation and private law. A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses*, Groningen 2018, pag. 22 ss.; D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano 2017, pag. 13 ss.; N. MOLONEY, *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, cit., pag. 8 ss.

[32] Lamfalussy Report, 15 febbraio 2001, Bruxelles, pag 12 e 22.

[33] "*Negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione* [...]", v., considerando 2, Dir. 2004/39/Ce (MIFID).

[34] V., considerando 4, Dir. 2014/65/UE (MIFID II). L'ultimo step, sul piano di affermazione del principio dell'"*effective level of consumer and investor protection*" si è avuto con la realizzazione del *Capital Market Union* (CMU) in Europa. Ai fini di una loro maggior partecipazione all'interno del mercato dei capitali, "*retail investors need to save more to meet their retirement needs* [...] *better information and advice are preconditions if retail investors are to be encouraged back into market-based financing*", v., European Commission, *Building a Capital*

"progressione", per cui la figura soggettiva del «cliente» viene ulteriormente ad articolarsi in quella del «cliente professionale» (art. 4, par. 1, n.10 MIFID II)[35], della «controparte qualificata» (art. 30, par. 2 MIFID II)[36] e del «cliente al dettaglio (art. 4, par. 1, n. 11 MIFID II)[37]. La disciplina riconosce, inoltre, la facoltà del cliente di "disporre" del suo *status* soggettivo, assicurando un certo grado di mobilità fra le categorie. In particolare, non sembrano porsi particolari limiti alla possibilità di un *upgrading*, da un livello di protezione minima o assente, ad uno più elevato[38]; diversamente, una maggior rigidità deve registrarsi invece, rispetto alla possibilità di un *downgrading* verso un livello inferiore di tutela[39].

Markets Union, Green Paper COM, (2015) 63 final 5); in questo senso, D. BUSCH - E. AVGOULEAS - G. FERRARINI, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 16.01.

[35] Il «cliente professionale» è definito, dall'Allegato II della Dir. 2014/65/UE (MIFID II) come il "*cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume*". L'allegato prevede, a sua volta, un elenco di criteri che questo debba soddisfare per poter rientrare nella suddetta qualifica.

[36] La disciplina MIFID II e la regolamentazione delegata riconoscono questa qualifica perlopiù alle controparti in operazioni finanziarie che svolgano esse stesse attività di intermediazione (es. banche, imprese di assicurazione, Oicr, fondi pensione, etc.). L'impresa che presti un servizio di investimento ad una controparte qualificata è sollevata, per espressa previsione normativa e salvo un diverso accordo, dal rispetto degli obblighi informativi alla clientela e di condotta, in fase pre e post negoziale (sub. art. 24- "Principi di carattere generale e informazione del cliente", ad eccezione dei paragrafi 4 e 5; art. 25 "Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti", ad eccezione del paragrafo 6; art. 27 - "Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente" e art. 28 -"Regole per la gestione degli ordini dei clienti", paragrafo 1).

[37] La categoria del «cliente al dettaglio» o *retail* è definita, in negativo, rispetto a soggetti che non rientrino in quelle precedentemente esaminate. Su di essa è stato costruito l'apparato di protezione assicurato dalla normativa sui servizi di investimento, ragione per cui, alla contrattazione con la clientela *retail*, saranno applicabili tutti gli obblighi informativi e di condotta contemplati all'interno della direttiva.

[38] Tanto le controparti qualificate, quanto i clienti professionali possono far richiesta di essere trattati, rispettivamente, come clientela professionale, ovvero come clientela al dettaglio. Con riferimento a questi ultimi, l'Allegato II alla Dir. MIFID II precisa che "*spetta al cliente considerato professionale chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. Questo livello maggiore di protezione verrà concesso quando un cliente considerato professionale conclude un accordo scritto con l'impresa di investimento per non essere considerato come cliente professionale ai fini delle norme di comportamento applicabili. Tale accordo precisa quale o quali sono i servizi o le operazioni o il tipo o i tipi di prodotti o operazioni ai quali si applica*".

[39] In particolare, la MIFID II prevede dei limiti e delle controtutele alla richiesta, da parte del cliente al dettaglio, di essere trattato come un cliente professionale. Si precisa, all'interno dell'Allegato II, che "*qualunque riduzione della protezione prevista dalle norme standard di comportamento delle imprese è considerata valida solo se dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente l'impresa di investimento possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume*". E' prevista, inoltre, un'articolata procedura per rinunciare alla protezione prevista dalla norme di comportamento che richiede *i*) una comunicazione per iscritto all'impresa, con cui è espressa la volontà del

La direttiva vigente (MIFID II) rappresenta, in quest'ottica, lo *step* più avanzato del moto paternalistico intrapreso dal legislatore europeo, calato sul terreno delle regole gravanti sulle imprese di investimento nella negoziazione di strumenti finanziari ai differenti segmenti di clientela. Pur essendo difficile separare nettamente le singole tappe che hanno caratterizzato lo sviluppo ed i meccanismi della tutela del consumatore/investitore/risparmiatore/assicurato, la nuova direttiva sui servizi finanziari pare seguire un approccio, in quest'ottica, del tutto innovativo. In essa, pur ravvisandosi gli echi del dibattito su *trasparenza* e *disclosure* (art. 24, par. 3-4-5) [40], il reale peso specifico

---

downgrading, generale o rispetto a servizi specifici; *ii*) un avvertimento, da parte dell'impresa, attraverso una comunicazione chiara e scritta, delle conseguenze derivanti dal diverso inquadramento; *iii*) una conferma scritta del cliente, su di un documento separato dal restante testo del contratto. Questa disciplina è nata come reazione alla prassi, diffusasi all'interno di alcuni ordinamenti europei, di far sottoscrivere al cliente un modulo per il *downgrading*, senza una valutazione consapevole da parte sua delle conseguenze della dichiarazione. Sul punto deve tuttavia registrarsi un contrasto in seno alla giurisprudenza di legittimità in ordine all'interpretazione dell' art. 31 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998 che individua come operatore qualificato "*ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*". Secondo un primo filone, la dichiarazione scritta non esime l'intermediario dall'onere di effettuare verifiche ulteriori (anche rispetto alla documentazione dedotta dalla controparte) sull'effettiva sussistenza delle conoscenze e competenze relative a siffatta qualifica, v., Cass., Sez. VI, 30 ottobre 2017, n. 25803, in *Dirittobancario.it*; un secondo orientamento ha ritenuto, invece, che la dichiarazione per iscritto del cliente esonera l'intermediario dallo svolgimento di ulteriori indagini, ma consente, all'opposto, all'investitore di dimostrare l'insussistenza della qualifica sulla base della documentazione che era stata prodotta al tempo della decisione di investimento, v., Cass., Sez. I, 4 aprile 2018, n. 8343. Sotto la vigenza del nuovo Regolamento è fatto specifico obbligo agli intermediari "Prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione" di "adotta[re] tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti indicati nella sezione II al punto 1", v., Allegato III, punto 2 Reg. Intermediari Consob, n. 20307, 15 febbraio 2018.

[40] In particolare, la norma parla di informazioni "*corrette, chiare e non fuorvianti*", "*fornite in una forma comprensibile in modo che i clienti o potenziali clienti possano ragionevolmente comprendere la natura del servizi di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*". La prospettiva della trasparenza ricorre dunque anche nel testo della direttiva MiFID II, nonostante essa assuma un rilievo più marginale fra gli strumenti di tutela riconosciuti all'investitore. In particolare, sul contenuto del dovere di trasparenza e sulla continuità con l'obbligo previsto dalla MiFID, P.IÑIGUEZ.ORTEGA, *Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional,* in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2017, pag. 229; A.AGÜERO ORTIZ, *Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo*, in Revista de derecho del mercado de valores, 2017, 21; M.E.SALERNO, *La disciplina in materia di protezione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2016, I, pag. 437 ss. In particolare secondo D. BUSCH, *Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II, in A Bank's Duty of Care*, in *A Bank's Duty of Care*, D. Busch - C. Van Dam (a cura di), Oxford, 2017, pag. 30, secondo cui "*Under the MiFID I Implementing Directive, the information should not emphasise any potential benefi ts of an investment service or financial instrument without also giving a fair and*

della tutela dell'investitore si misura sui meccanismi che guidano l'esplicazione della libertà negoziale delle parti, come la regola di adeguatezza (art. 25, par. 1-2), di appropriatezza (art. 25, par. 3), di mera esecuzione (art. 25, par. 4), ovvero che ne costituiscono un limite, come l'introduzione delle nuove disposizioni sulla "product governance"[41]. Specie quest'ultimo aspetto della regolazione ha sancito l'avvio di un'era definita da taluno, "paternalism and distrust", dove "EU retail market governance increasingly appears to be directed towards constructing «safe spaces», as it were, within which retail investors can operate" [42].

2.3. Il risparmiatore e la banca

Un'ulteriore frammentazione del paradigma del «consumatore» è quella che ha interessato il settore del credito, ove la corrispondente disciplina normativa viene costruita attorno alla figura del «risparmiatore» o «cliente bancario».

Entrambe le direttive che regolano la materia del credito individuano, nella connotazione soggettiva dei contraenti, l'elemento sul quale incentrare il profilo della qualificazione[43]. La disciplina si applica qualora un «consumatore», quale soggetto "che agisce per scopi estranei

prominent indication of any relevant risks [...] *Things are no different under MiFID II*". A mutare, nella prospettiva della nuova regolazione sono difatti le modalità con le quali viene data indicazione sui rischi rilevanti. In base alle istruzioni dell'autorità di vigilanza, "*1) a prominent indication should be given of the risks; (2) the font size used in indicating the risks should be at least equal to the predominant font size used throughout the information provided, as well as a layout ensuring such indication is prominent; (3) all information must be consistently presented in the same language, unless the client has accepted that it will receive information in more than one language; and (4) the information must always be up-to-date, taking account of the method of communication used*", cfr. ESMA/2014/1569, Final Report — *ESMA ' s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, 103 (no 2).

[41] La "product governance" non conosce una disciplina organica all'interna della direttiva MiFID. Anzitutto, il considerando 71 stabilisce che "*Gli stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesamino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento*". Altre disposizioni sono poi contemplate nell'art. 9 (sull'organo di gestione), nell' art. 16, par. 3 (sui requisiti organizzativi) e nell'art. 24 (sui principi generali e informazioni al cliente).

[42] N. MOLONEY, *EU Financial Market Governance and the Retail Investor*, in *Yearbook of European Law*, 2018, pag. 258-264.

[43] Si fa riferimento, in particolare, alla Dir. 2008/48/CE, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e alla Dir. 2014/17/UE, del 4 febbraio 2014, in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali.

alla sua attività commerciale o professionale"[44], concluda un contratto di finanziamento con un «creditore», il quale "concede o s'impegna a concedere un credito nell'esercizio della sua attività commerciale o professionale"[45]. Così intesa, la normativa europea riconosce che il «cliente bancario» possa assumere "occasionalmente" la veste di «consumatore», in tutti i casi in cui concluda un contratto di credito in ragione di uno scopo di consumo[46].

La prospettiva orientata alla tutela del consumatore nel contesto bancario emerge, a ben vedere, già all'interno dei *consideranda* iniziali delle disposizioni, ove si sottolinea come, tra i diversi fattori scatenanti la crisi, vi fosse la diffusione di pratiche irresponsabili nell'erogazione del credito a soggetti dotati di scarsa "educazione finanziaria"[47]. Il riferimento alla figura del «consumatore» permea l'intero apparato delle disposizioni euro-unitarie, dando pertanto adito ad una ricostruzione della figura del "cliente/risparmiatore" alla stregua di un "consumatore di prodotti e servizi bancari". Ragion per cui pare sensato ritenere che, a differenza della disciplina esaminata in precedenza, quella sul credito sembra dunque fondarsi non tanto sul riconoscimento di un diverso *status* soggettivo, con caratteristiche e requisiti *sui generis* – *i.e.* l'investitore di cui discorrevamo prima – bensì su di una estensione e specificazione della tutela del consumatore, declinata nel contesto creditizio[48].

2.4. Il cliente e l'assicurazione

Se, dunque, la disciplina del credito sembra orientarsi attorno al profilo del consumatore, relegando la figura del «professionista/creditore» su di un secondo piano, una scelta diametralmente opposta emerge, invece, attraverso la disciplina sulla distribuzione dei prodotti assicurativi.

---

[44] Art. 3, lett. a), Dir. 2008/47/CE e art. 4, n. 1, Dir. 2014/17/UE.

[45] Art. 3, lett. b), Dir. 2008/47/CE e art. 4, n. 2, Dir. 2014/17/UE.

[46] In questo senso si esprimeva, nel vigore della precedente disciplina, G. OPPO, *Presentazione*, in *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, F. Capriglione (a cura di), Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 1987, pag. 15; contrario, invece, L. C. UBERTAZZI, *Credito bancario al consumo e direttiva CEE: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 1987, pag. 321 ss.

[47] V., consideranda 3,4,5, nonché art. 6, Dir. 2014/17/UE.

[48] Critico rispetto alla riconducibilità della disciplina sul credito immobiliare al solo rapporto intermediario-consumatore, P. L. FASTI, *La nuova direttiva 2014/17 sul credito residenziale riguarda solo i consumatori?, in I mutui ipotecari nel diritto comparato e europeo. Commentario alla Direttiva 2014/17/UE*, in *Quaderni Fondazione Italiana del Notariato*, 2016, pag. 39 ss.

La direttiva IDD[49] muove difatti dall'obiettivo di coordinare fra loro le discipline nazionali dei paesi dell'Unione, al fine di armonizzare le regole relative alla distribuzione dei prodotti assicurativi e riassicurativi.

Il legislatore europeo, dopo aver definito il proposito generale di "migliorare la tutela dei consumatori", delimita, di conseguenza, anche la portata soggettiva delle regole, stabilendo che "alcune delle disposizioni sono applicabili solo nelle relazioni tra imprese e consumatori, in particolare quelle che disciplinano le norme di comportamento degli intermediari assicurativi e di altri venditori di prodotti assicurativi"[50]. Né, tuttavia, la figura del «consumatore», né tantomeno quella del «cliente» vengono definiti dalle disposizioni introduttive, in discontinuità rispetto agli interventi normativi precedentemente esaminati[51].

All'opposto, l'attenzione è focalizzata sulla figura del «professionista» dal momento che, attraverso una parificazione del trattamento degli operatori economici che si occupano della distribuzione dei prodotti, viene indirettamente perseguito l'obiettivo di tutela dell'assicurato. Il legislatore euro-unitario dà conto, nei considerando iniziali, che la distribuzione di siffatti prodotti avviene per il tramite di differenti categorie di soggetti, tanto persone fisiche (agenti, mediatori etc.) che persone giuridiche (operatori di "bancassicurazione, imprese di assicurazione, agenzie di viaggio etc.)[52]. Inoltre, nonostante le disposizioni introduttive si richiamino ad una nozione di «intermediario assicurativo» (art. 2, par. 1, n. 3, Dir. IDD), si palesa un'evidente presa d'atto, da parte del legislatore europeo, che siffatta delimitazione non possa dar conto del fenomeno della diffusione dei prodotti assicurativi nella sua interezza: l'ambiguità emerge difatti perché, qualificando come «intermediario assicurativo» "qualsiasi persona fisica o giuridica che avvii o svolga a titolo oneroso l'attività di distribuzione assicurativa", nella definizione rientrerebbero anche soggetti che non svolgono alcuna attività di intermediazione in senso proprio – *i.e.* imprese di

---

[49] Direttiva 2016/97/UE del Parlamento e del Consiglio del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa. Per un primo commento alla disciplina normativa, v., P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell'assicurato*, in *Assicurazioni*, 2017, pag. 9 ss.; J. F. MOSSINO, *La nuova direttiva (IDD) vista con gli occhi dell'operatore*, in *Assicurazioni*, 2017, pag. 59 ss.

[50] V., *considerando 3*, Dir. 2016/97/UE IDD.

[51] Viene, invece, confermata l'impostazione che il legislatore comunitario aveva adottato attraverso il precedente intervento sull'intermediazione assicurativa, attraverso la Dir. 2002/92/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 9 dicembre 2002, sulla intermediazione assicurativa.

[52] V., *consideranda* 5-6, Dir. 2016/97/UE IDD.

assicurazione che distribuiscono i loro prodotti in via diretta (cd. *manifacturer*), comparatori attraverso siti *web*[53].

Quest'ultimo intervento reca dunque con sé una chiara linea di tendenza seguita dal legislatore europeo nella delimitazione soggettiva del suo intervento sui mercati regolati. La figura del «consumatore» assume una connotazione sempre più unitaria e sistemica, nella veste di «cliente *retail*» le cui esigenze vadano tutelate indipendentemente dall'acquisto di prodotti sul mercato del credito, finanziario, assicurativo, ovvero dei beni di consumo. La figura del «professionista», al contrario, esce fortemente frammentata e disorganica dall'analisi dei singoli interventi normativi, alla luce della commistione di attività, trasversali ai singoli segmenti del mercato, che ha segnato il distacco dal modello tradizionale alle nuove forme di intermediazione.

3. Impostazione oggettiva. Critica

Il secondo approccio con cui si è guardato al problema delle clausole di gestione del rischio può definirsi come "oggettivamente" orientato.

Se il criterio soggettivo guardava ad un sub-sistema in cui la qualifica dei contraenti gioca un ruolo fondamentale nella costruzione della disciplina, quello oggettivo muove invece dalla considerazione del contratto e dell'atto di autonomia, per definire il complesso di disposizioni applicabili al regolamento negoziale nel suo insieme.

Più volte abbiamo difatti sottolineato, nel corso del presente lavoro, come le fonti secondarie del diritto dell'Unione siano intervenute attraverso una consistente regolazione dell'istituto del contratto, specie all'interno di quei settori ove più intensa è la spinta alla promozione di una *Sozialwirtschaft*[54]. Il mercato dei servizi finanziari, su tutti, ha da sempre

---

[53] Sul concetto di intermediario quale soggetto diverso dall'assicuratore, che svolge un'attività preordinata alla stipulazione del contratto, v., M . ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni,* I, *L'impresa di assicurazione. Il contratto di assicurazione in generale*, Padova, 2011, pag. 510 ss.

[54] Da più voci nella dottrina internazionale si sottolinea il ruolo della *contract governance* come nuovo metodo di ricerca nella costruzione di un diritto dei contratti inclusivo e volto alla costruzione di uno spazio comune di tutela dei consumatori, v., F. MÖSLEIN – K. RIESENHUBER, *Contract governance. A draft research agenda*, in *European Review of Contract Law*, 2009, pag. 248 ss.; F. MÖSLEIN, *Contract governance and Corporate Governance im Zusammenspiel. Lehren aus der globalen Finanzkrise*, in *Juristenzeitung*, 2010, pag. 72 ss.; S. GRUNDMANN - F. MÖSLEIN – K. RIESENHUBER, *Contract governance. An Integrative Research Approach to Modern Contract Law*, Oxford 2011.

destato una particolare attenzione da parte del legislatore europeo, intenzionato a promuovere la libera circolazione dei servizi e dei capitali sul territorio dell'Unione[55]. Gli interventi a livello normativo hanno interessato tutti i comparti dei singoli settori nei quali si articola, in senso lato, il mercato dei servizi finanziari: quello bancario, di intermediazione mobiliare ed assicurativo[56]. L'ingresso da parte dell'Unione Europea nell'infrastruttura del contratto ha determinato, di conseguenza, una forte estensione della componente "regolata" del rapporto realizzando, al contempo, una progressiva erosione dei margini di autonomia delle parti nella determinazione del contenuto, così come nel riparto dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto.

La stagione di riforme post-crisi globale ha interessato, singolarmente, ciascuno dei comparti di articolazione del mercato dei servizi finanziari, disciplinando ogni fattispecie negoziale attraverso regole proprie e con gradi differenti di intensità. Si è guardato, di conseguenza, al contratto bancario, a quello assicurativo e a quello di intermediazione

---

[55] L'esigenza era fortemente avvertita fin dall'introduzione del Trattato di Roma (1957), che all'art. articolo 61, paragrafo 2, prevedeva che «*La liberalizzazione dei servizi delle banche e delle assicurazioni che sono vincolati a movimenti di capitale deve essere attuata in armonia con la liberalizzazione progressiva della circolazione dei capitali*». Pertanto, il settore dei servizi bancari e assicurativi è stato fin dalle origini della comunità europea, protagonista di una serie di interventi normativi di regolazione, attraverso la progressiva armonizzazione delle discipline nazionali, v., Dir. 73/239/CEE, prima direttiva sull'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita; Dir. 77/780/CEE, prima direttiva bancaria; Dir.79/267/CEE, prima direttiva riguardante l'assicurazione sulla vita. Un approccio più sistematico è stato poi quello intrapreso con la pubblicazione del "Libro Bianco" (14 giugno 1985), il quale contiene una prima indicazione programmatica di più ampio respiro sulla liberalizzazione dei servizi finanziari, recepita con l'adozione dell'Atto Unico Europeo (1987): "*La liberalizzazione dei servizi finanziari, connessa a quella di movimenti di capitali, rappresenterà un passo importante verso l'integrazione finanziaria della Comunità e l'ampliamento del mercato interno*" (par. 101-107). E' solo però con il finire degli anni '90 e l'adozione di una moneta unica, che la Commissione europea dà avvio ad un piano d'azione sui servizi finanziari contenente un piano di oltre quaranta misure legislative da adottare entro il 2004, v., *Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione*, 11 maggio 1999. I profili deficitari dei piani d'azione attuati dall'Unione in ambito finanziario sono tuttavia venuti alla luce con lo scoppiare della crisi economica globale (2007-2008), in esito alla quale è avvenuto un consistente trasferimento di competenze dagli Stati membri all'Unione nella materia in esame.

[56] Lo svolgimento di siffatte attività è attualmente oggetto di una rigorosa disciplina di livello secondario. Il settore bancario è regolato dal cd. pacchetto CRD IV, composto dalla Dir. 2013/36/UE sui requisiti patrimoniali («Capital Requirements Directive», CRD) e dal Reg. (UE) n. 575/2013 sui requisiti patrimoniali («Capital Requirements Regulation», CRR), che stabilisce i requisiti per l'accesso e per lo svolgimento delle attività di tipo bancario. A fianco di esse sono poi dettate disposizioni sul risanamento e sulla risoluzione, v., Dir. 2014/59/UE (BRRD) e Reg. (Ue) n. 806/2014 (SRMR). Il settore dell'intermediazione è disciplinato interamente dalle più volte richiamate Dir. 2014/65/UE (MIFID II) e dal Reg. (UE) n. 648/2012 (EMIR). La Dir. 2009/138/CE (SOLVENCY II) ha introdotto un'armonizzazione delle diverse disposizioni in ordine allo svolgimento dell'attività assicurativa.

finanziaria come a sistemi sottoposti ad un *corpus* di regole appositamente ritagliate secondo differenti gradi di armonizzazione.

Eppure, l'idea che a ciascuna fattispecie possa corrispondere un preciso interesse che i contraenti intendono realizzare con quel determinato regolamento negoziale, si è dimostrata sostanzialmente infondata e per di più idonea a risolvere i conflitti fra disposizioni emersi nella prassi applicativa.

Il ragionamento pare difatti eccessivamente semplicistico e si scontra con un dato della realtà. Ad un medesimo interesse le parti possono, difatti, dar forma nella combinazione di più negozi, tra loro funzionalmente collegati, ma autonomi in ottica di disciplina applicabile: si pensi, ad esempio, ad un'operazione di acquisto di strumenti finanziari (contratto di investimento) con una somma ottenuta attraverso un prestito (contratto di credito). All'opposto, è altresì possibile che più interessi collimino tra loro attraverso la conclusione di un medesimo negozio che persegue, dunque, una pluralità di funzioni: si dia il caso di una polizza rivalutabile, ove l'interesse alla protezione assicurativa si coniuga con quello volto a speculare sull'andamento di un mercato.

Le conseguenze che derivano dall'adozione di un siffatto approccio nel contesto delle clausole di gestione sono, invero, abbastanza ovvie: la disciplina di ciascuna clausola è "attratta" in quella del regolamento contrattuale in cui essa è inclusa.

Di seguito ne vediamo i casi più significativi.

3.1. Il contratto di credito

I contratti appartenenti al settore del credito al consumo rappresentano una percentuale estremamente significativa nel complesso del sistema economico dell'area euro e, già all'epoca dei primi interventi normativi di regolazione, il loro valore si attestava attorno al 9,9% del GDP europeo (Gross Domestic Product), pari a circa 5 miliardi di euro, di cui quasi 4 miliardi costituiti da finanziamenti immobiliari[57]. Il processo che ha condotto all'adozione di un provvedimento euro-unitario di regolazione del credito nel settore immobiliare ha conosciuto

[57] Il dato è riportato da Y. M. ATAMER, *Duty of Responsible Lending: Should the European Union Take Action?*, cit., pag. 179. In dettaglio sull'impatto a livello sistemico del rischio di cambio nei prestiti in valuta straniera, v., EUROPEN SYSTEMIC RISK BOARD, *Recommendation of 21 Semptember 2001 on lending in foreign currencies*, in *OJ C*, 342, 22 novembre 2011, disponibile all'indirizzo (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_1.en.pdf).

un lungo periodo di gestazione[58], culminato con la necessità di far fronte, in tempi rapidi, alle conseguenze prodottesi dalla crisi finanziaria, specie in ottica di promozione di un comportamento responsabile nell'erogazione del credito bancario[59]. Questa rinnovata spinta propulsiva del diritto contrattuale europeo si è concretizzata nell'adozione di due atti normativi afferenti all'ambito del credito: un primo, più generale, relativo ai contratti di credito ai consumatori[60], un secondo, specificamente dedicato agli accordi di credito aventi ad oggetto beni immobili residenziali[61], definito da taluno la "Cenerentola" dei servizi finanziari[62].

Fin dalle premesse, è agevole cogliere come il legislatore europeo, nell'ottica di perseguire la realizzazione di un mercato *trasparente*, *efficiente* e *competitivo*, con un elevato grado di inclusione finanziaria e protezione del consumatore (considerando 6), faccia ampio ricorso alle tecniche regolatorie del diritto privato e, nella specie, sulla regolazione del contratto di credito, partendo proprio dai problemi emersi nella prassi e concretizzatisi in fallimenti della libera negoziazione fra le parti. La regolazione interamente rimessa all'autonomia dei contraenti sul mercato del credito in Europa ha difatti mostrato evidenti limiti: il contesto di scarsa cultura finanziaria dei consumatori (le cosiddette pratiche di *irresponsible borrowing*)

---

[58] Le prime proposte di direttiva sono state difatti formulate dalla Commissione Europea nel 1985, nella denominazione di "credito ipotecario", in un contesto di progressiva liberalizzazione sul territorio europeo dei servizi di carattere economico, sulla scorta dei principi espressi dalla nota pronuncia della Corte Europea *Cassis de Dijon* (CGUE, C-120/78, 20 febbraio 1978). Il progetto di direttiva del 1987, principalmente basato su rimedi di carattere informativo ed un set minimo di protezione avverso le clausole vessatorie, non trovò tuttavia la luce, stretto nelle maglie di un processo decisionale che imponeva la regola dell'unanimità. Solo nel 1995 vennero ripresi i lavori, focalizzando l'attenzione sul problema del sovraindebitamento e sull'opportunità di adottare un'armonizzazione europea sulla disciplina dell'usura, fortemente osteggiata, tuttavia, dagli ordinamenti con un sistema finanziario maggiormente sviluppato, quali Regno Unito, Germania e Olanda. In dettaglio per il processo che ha condotto all'adozione della direttiva, I. RAMSAY, *Changing policy paradigms of EU Consumer Credit and Debt regulation*, in *The images of consumer in EU law. Legislation, Free movement and Competition law*, S. Weatherill – D. Leczykiewicz (a cura di), Oxford 2016, pagg. 165 ss.; F. L. SCHÄFER, *Wohnimmobilienkreditrichtlinie. Geschichte und Umsetzung im Verbraucherdarlehensrecht*, in *VuR*, 2014, pag. 207 ss.

[59] Cfr. Considerando 3, Direttiva 2014/17/Ue.

[60] Direttiva 2008/48/CE, del 23 aprile 2008.

[61] Direttiva 2014/17/UE, del 4 febbraio 2014. Nonostante si tratti di un intervento di armonizzazione minima (salvo le previsioni degli art. 14, par.2, Allegato II, Parte A, art. 17, par. 1-5, 7 e 8 e l'Allegato I), la *deadline* per la sua attuazione è stata fissata per il 21 marzo 2016, in virtù del fatto che la direttiva contiene numerose disposizioni che ne circoscrivono l'ambito di applicazione e che rimandano a scelte di *policy* degli Stati membri in sede di trasposizione.

[62] I. RAMSAY, *Changing policy paradigms of EU Consumer Credit and Debt regulation*, cit., pag. 159-160.

ha alimentato, sul lato opposto, comportamenti opportunistici da parte degli intermediari (*irresponsible lending*), concretizzatosi nell'assunzione di rischi in assenza di qualsivoglia copertura finanziaria, nonché di affidamento a strumenti che, sul piano aggregato, hanno evidenziato una palese inadeguatezza nel far fronte a situazioni più estese di sovraindebitamento(63).

La definizione di "contratto di credito" rientra dunque tra le priorità del legislatore europeo nella delimitazione dell'ambito oggettivo di applicazione della direttiva (art. 3, par. 1, lett. a) – b), Dir. 2014/17/UE). Di esso vengono, in particolare, definite due qualità: dal lato *strutturale*, è necessario si tratti di un credito garantito da un'ipoteca o da un'altra garanzia analoga comunemente utilizzata in uno Stato membro sui beni immobili residenziali oppure da un diritto connesso ai beni immobili residenziali; dal lato *funzionale*, il credito deve essere finalizzato all'acquisto o alla conservazione di diritti di proprietà su un terreno o su una costruzione edificata o progettata(64). L'identificazione di questi due caratteri – *i.e.* la necessaria sussistenza di una garanzia come elemento indifettibile dell'operazione e la funzionalizzazione all'acquisto o alla conservazione di diritti immobiliari – richiama il carattere "transtipico" della definizione, la quale rimette agli interpreti l'individuazione dei tipi negoziali di finanziamento che, in accordo alle normative interne ai singoli Stati, possano rientrare nella presente definizione(65).

A margine di una definizione generale di "contratto di credito", la direttiva si occupa altresì di qualificare una sua articolazione tipica, nel cd. "prestito in valuta estera" (art. 4, n. 28, lett. a) – b) e art. 23, Dir. 2014/17/UE): come tale è definito il contratto in cui il credito, *i*) è denominato in una valuta diversa da quella in cui il consumatore percepisce il suo reddito o detiene gli attivi con i quali dovrà rimborsare il finanziamento, ovvero *ii*) è denominato in una

(63) Sul contesto di riferimento del mercato ci siamo già soffermati ampiamente, in Cap.I, § 2.1.1.

(64) In questo senso, P. SPARKES, *What is Mortgage Credit?*, in *The impact of Mortgage Credit Directive in Europe*, cit., pag. 27 ss. La definizione più esaustiva dell'ambito di applicazione della direttiva è però contenuta all'interno dei considerando iniziali, ove si afferma che essa debba trovar applicazione rispetto "*ai crediti garantiti da beni immobili, indipendentemente dalle finalità del credito, ai contratti di rifinanziamento o altri contratti di credito che aiutano chi abbia la proprietà integrale o parziale di un bene immobile o di un terreno a mantenerla e ai crediti utilizzati per acquistare un bene immobile in alcuni Stati membri, compresi i prestiti che non richiedono il rimborso del capitale o, a meno che gli Stati membri non dispongano un quadro alternativo adeguato, quelli il cui fine è il finanziamento temporaneo tra la vendita di un bene immobile e l'acquisto di un altro e a crediti garantiti per la ristrutturazione di un bene immobile residenziale*", considerando 15, Dir. 2014/17/UE.

(65) S. CHERTI – L. FOLLIERI – C. VERDE, *La nuova disciplina del credito immobiliare ai consumatori*, in *I contratti bancari*, F. Piraino – S. Cherti (a cura di), Tornino, 2016, pag. 199.

valuta diversa da quella dello Stato membro in cui il consumatore risiede[66]. La sua disciplina è fortemente influenzata dal rilievo che il rischio di cambio assume nell'operazione e dalla preoccupazione del legislatore europeo di una sua consapevole assunzione da parte del consumatore, da un lato, e della predisposizione di meccanismi volti alla sua gestione, dall'altro[67].

Ebbene, la tipizzazione operata del legislatore europeo della fattispecie del prestito in valuta, ha indotto gli interpreti ad interrogarsi circa la qualificazione delle clausole di gestione del rischio di cambio che siano apposte ad un contratto che non soddisfi il requisito strutturale e funzionale richiesto per l'applicazione della disciplina sui mutui immobiliari.

3.1.1. Il caso Banif Plus Bank (C-312/14) (I): valuta straniera e qualificazione del contratto di credito

Il problema della qualificazione delle clausole di gestione del rischio di cambio, secondo il criterio oggettivo, è stato affrontato in una nota pronuncia della Corte di Giustizia europea, sul caso *Banif Plus Bank*[68]. Il quesito sollevato all'attenzione della curia muove da un particolarismo, legato ad una dubbia interpretazione di una disposizione del codice civile ungherese, ma diventa l'occasione per gettare uno sguardo al fenomeno in un'ottica più generalista[69].

---

[66] Sulla clausola di denominazione in valuta estera, v., Cap. I, § 2.3.1.

[67] Questo indirizzo è confermato, in particolare, dal considerando 30, secondo il quale "*a causa dei rischi significativi insiti nel prestito in valuta estera è necessario prevedere misure atte a garantire che i consumatori siano consapevoli del rischio che stanno assumendo e abbiano la possibilità di limitare la propria esposizione al rischio di cambio per la durata del credito*".

[68] CGUE, C-312/14, 3 dicembre 2015, *Banif Plus Bank Zrt. c. Márton Lantos, Mártonné Lantos*. Il caso sottoposto alla Corte di Giustizia attiene alla disciplina di un credito al consumo denominato in valuta estera, ed erogato da una banca ungherese per l'acquisto di una autovettura.

[69] Il problema interpretativo nasce nell'ordinamento ungherese a fronte dell'incerta qualificazione della clausola di indicizzazione alla valuta straniera alla luce del recitativo dell'art. 231, secondo il quale "*Salvo disposizione contraria, i debiti pecuniari devono essere pagati nella valuta estera avente corso legale nel luogo dell'adempimento dell'obbligazione. I debiti determinati in un'altra valuta estera o in oro sono convertiti in base al corso (prezzo) in vigore nel luogo e alla data del pagamento*". Con riferimento al contratto di mutuo, anche l'ordinamento ungherese ne adotta una definizione come contratto reale, disponendo l'art. 523 "*In forza di un contratto di mutuo, l'impresa finanziaria o un diverso soggetto finanziatore deve porre la somma convenuta a disposizione del mutuatario; il mutuatario deve rimborsare detta somma secondo quanto previsto dal contratto.*" Se pare dunque, chiaro che il combinato disposto fra le due norme trovi applicazione ove vi sia una erogazione effettiva della valuta estera con la sottoscrizione del mutuo, più dubbia pare invece l'ipotesi in cui il flusso monetario di denominazione nella valuta estera sia esclusivamente fittizio, perché costituito attraverso una mera

Partendo con ordine, vale anzitutto sottolineare che la pronuncia si colloca nel periodo immediatamente successivo all'entrata in vigore della Dir. 2014/17/UE; ragion per cui, nonostante la profonda influenza esercitata dalla regolazione organica in tema di prestiti in valuta straniera, la Corte prende in esame, *medio tempore*, unicamente il possibile conflitto fra la direttiva sul credito ai consumatori (Dir. 2008/48/CE) con la prima direttiva sui servizi di investimento (Dir. 2004/39/CE, MIFID); essa si premura altresì di sgomberare il terreno da richiami ad ulteriori discipline di diritto privato europeo, precisando che "la presente domanda di pronuncia pregiudiziale riguarda la sola direttiva 2004/39", benché "si debba rilevare che, in una causa quale quella di cui al procedimento principale, possono rilevare le disposizioni di altri atti di diritto dell'Unione relativi alla protezione dei consumatori" (Par. 46-47)[70].

Il caso ha ad oggetto un contratto di credito al consumo denominato in franchi svizzeri ed indicizzato, attraverso un complesso intreccio di flussi reali e finanziari, al cambio con il fiorino ungherese: ciò sta a significare che la valuta straniera non viene effettivamente erogata, ma costituisce unicamente un parametro per il calcolo della prestazione dovuta dal prenditore di denaro[71]. Pertanto, è richiesto alla Corte di pronunciarsi se una siffatta clausola, apposta

---

operazione contabile di cambio (mutuo denominato in valuta estera, ma erogato e adempiuto in valuta nazionale). In ragione di ciò, i ricorrenti ritenevano che questo meccanismo comportasse un'uscita dal semplice schema del contratto di mutuo, e che trovasse altresì applicazione la disciplina del mercato dei capitali.

[70] Fra di esse, la Corte annovera difatti le disposizioni dettate dalla direttiva 93/13 "*che istituisce un meccanismo di controllo nel merito delle clausole abusive*" (Par. 48) e quelle relative al credito ai consumatori (direttiva 2008/48) (Par. 49). Giova nuovamente ribadire come la giurisprudenza della Corte sia stata chiara nello statuire che il termine "oggetto principale del contratto" debba godere di una interpretazione restrittiva, che esclude la sottoposizione al giudizio di vessatorietà delle sole prestazioni essenziali del contratto. Pertanto, essa aveva individuato l'elemento di discrimine, nell'ambito delle clausole di denominazione, nella prestazione di un effettivo servizio di cambio da parte dell'intermediario: solo qualora esso sussista, l'onere finanziario sopportato dal cliente della differenza fra costo d'acquisto e costo di vendita può venir considerato come controprestazione, e dunque escluso dal suddetto vaglio (Caso *Kásler*, C-26/13).

[71] Come sottolineato nelle conclusioni dell'Avvocato Generale Niilo Jääskinen, "*i fatti esposti risultano incomprensibili sotto alcuni aspetti, il che ha determinato un problema di coerenza delle questioni poste*", fra cui "*l'ordinanza di rinvio non contiene alcuna informazione sulla valuta estera in cui è stipulato in contratto*" (par. 23-25). Proviamo a far chiarezza. Il contratto prevede un articolato meccanismo di flussi fittizi in valuta straniera e flussi reali in valuta ungherese, secondo cui l'importo in fiorini viene convertito nella valuta estera di riferimento (il franco svizzero) al momento della concessione del mutuo. In un momento successivo, la banca provvede ad acquistare la valuta estera dal cliente, applicando il tasso di cambio che vige al momento di erogazione del prestito e versando, quindi, al cliente, un controvalore in fiorini ungheresi. La banca provvede poi a vendere al cliente la valuta estera a fronte di fiorini ungheresi, applicando il tasso di cambio vigente al momento del rimborso del prestito. Più semplicemente, le clausole che definiscono il regolamento contrattuale prevedono che

all'interno di un contratto di finanziamento, sottostia unicamente alle disposizioni sul credito, ovvero se possa essere qualificata come servizio o attività di investimento ai sensi dell'art. 4, par. 1, punto 2 della direttiva MIFID e debba, di conseguenza, sottostare al rispetto dei relativi obblighi. In particolare, sostiene il giudice di rinvio, che il meccanismo attraverso cui la banca converte nella valuta domestica (fiorino ungherese) gli importi denominati in valuta estera (franco svizzero) rientra nella categoria di cui all'Allegato I, sezione C, punto 4 (Direttiva MIFID) dei "contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (future), swap, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti [...]".

I giudici del Lussemburgo non sono però persuasi dall'idea che la clausola di conversione della valuta, in quanto "attività [...] puramente accessoria alla concessione e al rimborso di un prestito al consumo denominato in valuta straniera", possa costituire un'operazione riguardante uno o più strumenti finanziari e dare, dunque, adito all'applicazione delle norme sui servizi di investimento (Par. 55).

La base argomentativa si poggia, a ben vedere, su due diversi profili.

Anzitutto, dal punto di vista funzionale, la clausola in esame costituisce una mera modalità di esecuzione degli obblighi essenziali di pagamento, conseguenti alla messa a disposizione di denaro per l'acquisto di un bene di consumo. Pertanto, l'operazione in cambi viene ad esaurirsi nella dimensione della concessione e nel rimborso del prestito, non già nella logica di speculazione sull'andamento del mercato delle valute[72]. Inoltre, in ottica strutturale, l'operazione in cambi non configura neppure un contratto finanziario a termine standardizzato (cd. *future*)[73], poiché *a)* non è possibile distinguere fra loro l'operazione di

---

il mutuo sia denominato in valuta estera (*money of contract*), sia rispetto al capitale concesso che alle singole rate, ma che l'erogazione effettiva, così come il pagamento di ciascuna mensilità, avvenga in fiorini ungheresi (*money of payment*). Questo meccanismo fa sì, dunque, che il cliente adempia in valuta estera il prestito inizialmente erogato in fiorini e la banca profitti dello scarto dei tassi di cambio fra i momenti prefissati; il funzionamento del contratto può essere assimilato, a ben vedere, ad un'operazione di cambio a pronti contro termine.

[72] Più nel dettaglio, la Corte sottolinea che l'operazione si limiti "*alla conversione in valuta nazionale (moneta di pagamento), in base al tasso di cambio di acquisto o vendita della valuta estera di cui trattasi, degli importi oggetto del prestito e delle mensilità denominati in tale valuta estera (moneta di conto)*" (par. 56).

[73] Viene dato altresì conto che "*Secondo l'accezione abituale in diritto finanziario, il contratto finanziario a termine standardizzato («future») è un tipo di contratto derivato con cui due parti si obbligano l'una ad acquistare e l'altra a vendere, ad una data successiva, un bene chiamato «sottostante» ad un prezzo stabilito al momento della conclusione del contratto*" (par. 68).

concessione del prestito da quella in cambi, essendo quest'ultima una modalità indissociabile di esecuzione della prima e *b)* non vi è alcuna determinazione *ex ante* del prezzo al quale sarebbe venduto il bene finanziario "valuta", in quando dipende dal tasso di cambio vigente alla scadenza di ogni singola rata. Va da sé dunque che, ove la clausola di denominazione si limiti a determinare l'ammontare del prestito e l'importo delle singole rate sulla base del tasso di vendita della valuta nei diversi momenti (rispettivamente, quello dell'erogazione dei fondi e quello della scadenza della mensilità), non si è in presenza di un servizio o un'attività di investimento, ma di una mera modalità di calcolo della prestazione(74).

3.2. Il contratto di investimento

Mutuando un termine dal linguaggio astronomico, il punto di "perielio" tra rischio finanziario e disciplina del contratto deve ravvisarsi nella regolazione dettata dalle due direttive sul mercato unico dei servizi finanziari, MIFID I(75) e MIFID II(76), quest'ultima accompagnata dal regolamento MIFIR(77). Se difatti, nelle direttive esaminate nei paragrafi precedenti, il tema del rischio finanziario nel contratto emerge in una sola prospettiva - per così dire - indiretta, questa regolazione si caratterizza, invece, per tracciare un'armonizzazione massima(78) dei servizi di investimento e degli strumenti attraverso cui i

(74) Nello stesso senso, anche le conclusioni dell'Avvocato Generale Niilo Jääskinen, secondo cui "*ritengo che si debba dichiarare che un prestito espresso in valuta estera, ma erogato e rimborsabile in valuta nazionale al tasso effettivo vigente alla data del rimborso, non costituisce di per sé, né contiene, uno strumento finanziario o un servizio finanziario ai sensi della direttiva 2004/39 e che, conseguentemente, detta direttiva non risulta applicabile all'operazione considerata*" (par. 46).

(75) Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

(76) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

(77) Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari.

(78) Un elemento distintivo dell'intervento realizzato con le Direttive MIFID è quello che si fonda sulla scelta di armonizzazione massima, al fine di garantire l'uniformazione delle discipline nazionali. La direttiva ISD si limitava difatti ad indicare taluni requisiti base per lo svolgimento dell'attività di intermediazione affidandosi, per il resto, ad elementi di natura elastica, che lasciavano ampio margine agli Stati in punto di attuazione. L'inversione di tendenza realizzata con i due interventi normativi porta con sé, secondo taluno, due ordini di conseguenze: da un lato, è inevitabile che le norme sovranazionali debbano indicare esplicitamente le regole gravanti sugli intermediari, non limitandosi alla mera indicazione di una "*wish list*"; dall'altro, viene a configurarsi un sistema progressivo di specificazione delle norme, fondato su più livelli coesistenti fra loro (cfr. direttiva MIFID di II livello 2006/73/CE, e direttiva delegata MIFID II di II livello 2017/593/UE). In questo senso, D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, cit., pag. 384-386. O. O. CHEREDNYCHENKO, *Full*

privati realizzano le forme tipiche di gestione del rischio finanziario[79]. Le direttive in esame si occupano difatti di riscrivere la disciplina nell'area dei servizi di investimento e del mercato secondario dei capitali, in quella che taluno ha definito "*New Constitution*" per questo settore[80].

Orbene, il legislatore euro-unitario ha ritagliato l'ambito di applicazione delle direttive MIFID sulle nozioni di "strumento finanziario" e di "servizio di investimento", mentre non è data alcuna definizione espressa del «contratto di investimento», benché il termine «contratto» ricorra più volte all'interno della normativa.

La ragione è presto spiegata. Autorevole dottrina ha difatti rimarcato che il valore delle operazioni riconducibili alla categoria dei "prodotti finanziari" – nelle quali lo scarto di valore fra denaro iniziale e denaro finale si ricava dal riferimento ad un dato oggettivo della realtà economica (un parametro, un indice) – è *creato* dal contratto ed esiste solo attraverso di esso[81]. Ciò sta a significare che "contratto" e "strumento finanziario" sono termini non scindibili fra loro, poiché l'esistenza del secondo si lega indissolubilmente all'effetto "creatore" del primo, tramite il quale è costituito il nesso tra la variazione di valore del dato di realtà ed il denaro finale.

Tanto gli «strumenti finanziari», quanto i «servizi di investimento» non sono, tuttavia, definiti in termini generali ed astratti. Il legislatore euro-unitario adotta, invece, un approccio classificatorio di carattere tipologico, che esso si concretizza, in sostanza, in una elencazione

---

Harmonization of Retail Financial Services Contract Law in Europe: A Success or a Failure?, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, cit., pag. 221.

[79] In particolare, il tema della regolazione degli strumenti finanziari derivati si è affermato con piena evidenza in seguito alle ripercussioni della crisi globale e alle carenze dimostrate, in questo contesto, dalla disciplina introdotta con la MIFID. Nel 2010, la Commissione Europea ha pubblicato un documento all'interno del quale individua quattro principali fattori scatenanti della crisi, di cui *a) an unstable and inadequately supervised financial system*; *b) opaque financial operation and products*; *c) irresponsability in some financial institution, who pursued short term profits, neglected risk management and paid unjustifiable bonuses*; *d) a financial system that overlooks the fact that it was supposed to serve the real economy and society as a whole, contributed to the creation of bubbles, and often disregarded consumer interests*" (Cfr. DG Internal Market and Services, *Towards More Responsibility and Competitiveness in the European Financial Services Sector*, 2010).

[80] In questo senso, S. GRUNDMANN - J. HOLLERING, *Ec Financial Services and Contract Law. Developments 2005-2007*, in *European Rev. of Contr. Law*, 2008, pagg. 58-59.

[81] L'opinione è fortemente diffusa all'interno della dottrina civilistica. V., in particolare, F. GALGANO, *Il contratto nella società post-industriale*, in *La civilistica italiana dagli anni '50 ad oggi*, AA. VV., Padova, 1991, pag. 339, secondo cui "*l'incontro dell'economia con il diritto qui si fa più ravvicinato. Nella società della finanza la tecnologia industriale è sostituita dalla tecnica giuridica: i prodotti finanziari prendono corpo e vita solo in virtù dell'uso sapiente delle categorie del diritto*".

delle singole *species* di strumenti e servizi che ricadono nell'ambito applicativo della suddetta regolazione (Sezioni A-C dell'Allegato 1 Dir. 2014/17/UE, MIFID II)[82].

In sede di attuazione della normativa MIFID, gli ordinamenti nazionali hanno mantenuto questa classificazione nella formulazione delle norme di diritto euro-derivato, benché in gran parte di essi, il dibattito sia stato fortemente orientato dalle peculiarità delle singole tradizioni giuridiche[83]. All'interno del nostro ordinamento, il TUF già conosceva, prima del recepimento delle direttive, una nozione di "strumento finanziario" e di "prodotto finanziario", oggetto peraltro di profondi dibattiti in dottrina[84]; inoltre, il legislatore nazionale aveva da tempo

---

[82] Ulteriori regolazioni di dettaglio sono previste all'interno della legislazione delegata, dir. MiFID II liv. II, 565/2017, Artt. 5-8, e art. 10.

[83] Nell'ordinamento tedesco, la nozione di "Finanzinstrument" è stata introdotta attraverso la AnSVG a seguito del recepimento della prima direttiva Market Abuse (2003/6/CE) ed assumeva un contenuto di carattere residuale ("*sonstige Instrumente, die für den organisierten Handel im Inland oder einem Mitgliedstaa zugelassen waren*", cfr. G. ROTH, *sub* §2, in Kölner Kommentar zum WpHG, H.Hirte-T.M.J.Möllers, Köln 2014, pag. 152. La normativa tedesca di recepimento della direttiva MiFID (inanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, FRUG) è intervenuta a modificare il § 2, Abs 4 WpHG (Wertpapierhandelsgesetz), recependo, in parte, la lista dettata dal legislatore europeo nell'Allegato alla direttiva, ed articolando la definizione di "Finanzinstrument" all'interno di alcune categorie: 1) *Wertpapiere*; *2) Anteile an Investmentvermögen;* 3) *Geldmarktinstrumente; 4) derivative Geschäfte; 5) Emissionszertifikate; 6) Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren; 7) Vermögensanlagen*. In dottrina si è sostenuto che, "*im Sinne dieser Bestimmungen sind Finanzinstrumente nur solche, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen oder in den regulierten Markt oder den Freiverkehr einbezogen sind oder in einem anderen EWR-Staat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind*", G.ROTH, *sub* §2, cit., pag. 153. Sulla nozione di "Finanzinstrument" e sul legame con la dottrina dei "Wertpapiere", si veda, M. LEHMANN, *Finanzinstrumente*, Tübingen, 2009.

L'ordinamento francese conosce invece una *summa divisio*, all'interno dell'art. L.211-1 Code monétaire et financier (modificato dall' Ordonnance n°2016-520 du 28 avril 2016 - art. 2 di recepimento della direttiva MiFID 2), tra "titres financiers" e "contrats financiers", quest'ultimi definiti anche *instruments financiers à terme*; in particolare, i *titres financiers* si suddividono ulteriormente fra *1) titres de capital émis par les sociétés par actions*; *2) titres de créance; 3) parts ou actions d'organismes de placement collectif*. Questa distinzione è stata introdotta per la prima volta attraverso l'ordonnance n. 2009-15, dell'8 gennaio 2009, scatenando un ampio dibattito all'interno della letteratura francese fra cui, senza pretesa di esaustività, A.REYGROBELLET, *Le nouveau paysage juridique des instruments financiers en droit français*, in *RTDF*, 2009, pag. 169 ss.; ID., *(Re)penser la notion d'instruments financiairs*, in *RTDF*, 2008, pag. 61 ss.; T.BONNEAU, *Commenataire de l'ordonnance numéro 2009-15 du 8 janv. 2009 relative aux instruments financiers*, in *JCP E*, 2009, pag. 1105; H. DE VAUPLANE, *Définition des instruments financiers: une avancée conceptuelle majeure*, in *Banque févr.*, 2009, pag. 84 ss.

[84] Sulla nozione di "strumento finanziario" e "prodotto finanziario", si sono incentrati un numero consistente di contributi, a cavallo tra le diverse novellazioni della disciplina europea sui servizi di investimento. Secondo R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11 ed., Torino 2018, pag. 8, tra le due nozioni, sussisterebbe un rapporto di genere a specie, nel senso che gli "strumenti finanziari" costituiscono una categoria nominata all'interno del più ampio ambito dei "prodotti finanziari", che ricomprendono altresì "*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*". In particolare, la difficoltà si sconta specialmente sull'individuazione dei tratti "fisionomici" della categoria degli strumenti finanziari; in particolare, l'Autore individua fra questi *a)* il presentarsi come contratti,

sperimentato una tecnica definitoria fondata su di una elencazione per tipi. Ragione per cui, l'attuale formulazione dell'art. 1, comma 1, lett. u) e comma 2 ed i rimbalzi di riferimenti risolti, anche nella normativa italiana, all'interno delle Sezioni A-C, Allegato I al TUF, riprendono integralmente l'elencazione contenuta nelle direttive europee.

Sul piano euro-unitario invece, benché sovente si faccia riferimento a siffatte nozioni e categorie, non vi è uniformità di posizioni circa l'esatta delimitazione dell'ambito applicativo della direttiva. Due paiono, a ben vedere, i criteri orientativi adottati dal legislatore comunitario per definire il rispettivo margine di confine del contratto di investimento con le fattispecie negoziali afferenti agli altri segmenti del mercato regolato.

Da un lato ed in positivo, le elencazioni contenute nell'Allegato individuano un *numerus clausus* di servizi o tipologie di prodotti che, indipendentemente dalla struttura formale con cui sono resi o negoziati, rientrano direttamente ed insindacabilmente nell'ambito di applicazione della direttiva (valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, derivati etc.). Il carattere tassativo di questa elencazione è inoltre rafforzato da quelle previsioni, diffuse in talune disposizioni di diritto nazionale euro-derivato, che conferiscono alle autorità

---

b) relativi ad uno scambio fra un bene presente e un bene futuro, *c)* la cui entità del corrispettivo non è influenzabile in modo determinante dall'investitore. Questa nozione importa, come conseguenza, la riconduzione in questa categoria, delle attività finanziarie in senso lato, fra cui anche, quindi, i prodotti bancari e quelli assicurativi. In quest'ottica P. FERRO LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*¸ in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, II, pag. 134 ss. parla, più in generale, di "operazione finanziaria", intesa come "*quella che tra le parti (che non devono essere necessariamente due) è programmata in modo da iniziare e terminare con il «denaro», questo, sotto vari aspetti e nella pluralità delle funzioni che svolge (pagamento, risparmio, misura dei valori economici) essendo l'oggetto dell'interesse che le parti mirano a realizzare con l'operazione, oggetto che consiste nel, e si concentra sul, denaro*"; nell'ambito della categoria del "prodotto finanziario", "*il «valore» che realizza l'interesse specifico che determina le parti all'operazione* [...] *è, per così dire, «creato» dal contratto*". Sull'inquadramento attuale in Italia si veda, inoltre, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2017, pag. 94 ss.; M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, 4 ed., Bologna 2016, pag.243. Sulla definizione precedente all'attuale disciplina, E. GABRIELLI - R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, E.Gabrielli - R.Lener (a cura di), 2 ed., Torino, 2011, pag. 3 ss.; M. ONZA - L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2009, I, p. 567; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008; V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Bari, 2008. Per una ricostruzione del dibattito sulla definizione al tempo dell'entrata in vigore del Testo Unico, cfr. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari,* Milano, 1999; L. SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998, I, p. 711 ss.

indipendenti la facoltà di ampliare il novero degli strumenti finanziari, dei servizi e delle attività di investimento, per adeguare la normativa all'incessante sviluppo dei mercati[85].

Dall'altro, ed in negativo, entrambe le direttive menzionano espressamente la cerchia delle fattispecie escluse dal campo di applicazione della disciplina sugli investimenti[86]; siffatta delimitazione è articolata conferendo rilievo tanto al piano soggettivo (es. imprese di assicurazione, imprese che svolgono attività di riassicurazione e di retrocessione), che a quello oggettivo (tali imprese devono svolgere attività contemplate dalla dir. 2009/138/CE).

Se le esigenze di armonizzazione massima spingono, dunque, alla formulazione di norme tassative ed elenchi puntuali di fattispecie, al fine di prevenire le possibili divergenze interpretative tra i sistemi giuridici dell'Unione, nel risvolto della medaglia si celano tuttavia le problematiche relative alla sovrapposizione e al contrasto tra le disposizioni euro-unitarie di regolazione dei singoli segmenti del mercato finanziario. Il problema si ricollega direttamente a quanto già detto sulla fattispecie del contratto di credito. *Nulla quaestio*, nel caso di discipline suscettibili di applicazione, per così dire, "trasversale", ossia tali da poter astrattamente insistere su tutti i segmenti del mercato, quali, ad esempio, quella relativa alle clausole abusive nei contratti del consumatore. Dove la convivenza pare invece farsi più complessa, quantomeno adottando un criterio di qualificazione oggettivo, è in ipotesi di sovrapposizione tra discipline e conseguente applicazione, in via teoria, di più paradigmi di tutela. È in questo frangente che il problema dell'esatta individuazione dei concetti adottati dal legislatore europeo, e recepiti nelle discipline di diritto nazionale euro-derivato, assume una pregnanza particolare.

---

[85] E', ad esempio, il caso, dell'art. 18, comma 5 TUF secondo cui, il Ministro dell'Economia e delle Finanze ha la facoltà di adottare un *regolamento*, sentite la Consob e Banca d'Italia, , per "*individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e le attività*". L'art. 1, comma 2 bis del TUF riconosce inoltre al Ministero, nelle medesime forme di cui all'art. 18, comma 5, di adottare un regolamento per individuare "*gli altri contratti derivati di cui al punto 7, sezione C, dell'Allegato 1*" sostanzialmente assimilabili, in quanto aventi le caratteristiche, di altri strumenti finanziari derivati. Fa inoltre da pendant a queste disposizioni, l'art. 129, comma 1 TUB, secondo il quale "*Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari*".

[86] Entrambe le direttive MIFID prevedono un elenco di esclusioni necessarie (art. 2) e uno lasciato alla discrezionalità degli Stati membri, le cd. esclusioni facoltative (art. 3), sulla non applicabilità della direttiva.

Di seguito ne vediamo un esempio diretto.

3.2.1. Il risvolto della qualificazione nel caso Banif Plus Bank (C-312/14) (II): strumenti finanziari e gestione del rischio

Talune indicazioni circa la nozione di "strumento finanziario" e l'ambito di applicazione delle direttive MIFID possono trarsi dalle medesime argomentazioni addotte nel caso *Banif Plus Bank*, osservate stavolta dal versante opposto[87].

Il tema era quello dei prestiti in valuta estera ed il quesito rivolto alla Corte sollevava la questione se il meccanismo di cambio sotteso al calcolo dell'importo del mutuo e delle singole rate costituisse un servizio di investimento su di uno strumento finanziario prestato dalla banca al cliente[88]. Le medesime considerazioni che abbiamo svolto in precedenza possono tornare ora utili per fornire ulteriori precisazioni, in positivo, su come la Corte caratterizzi il concetto di "strumento finanziario".

Come detto, i giudici del Lussemburgo non ravvedono, nell'operazione in esame, lo svolgimento di alcun servizio o attività di investimento da parte dell'ente creditizio, bensì un puro meccanismo di determinazione dell'ammontare del prestito e delle mensilità dovute in riferimento alla conversione con una valuta straniera[89]. Ci sono però alcuni punti nelle argomentazioni della Corte che vale la pena di sottolineare, perché contraddistinguono l'approccio seguìto nel definire il concetto di "strumento finanziario" e nel distinguere fra loro i singoli segmenti della regolazione europea.

Possiamo delineare anzitutto una chiave di lettura in senso *unitario* dell'operazione. La tesi che prospettava le clausole di denominazione e di indicizzazione come "contratto a termine standardizzato"[90], ricostruiva l'operazione come una compravendita "a pronti" al momento della concessione del prestito, e "a termine" al momento del rimborso[91]. Tale risultato era

---

[87] CGUE, C-312/14, 3 dicembre 2015, *Banif Plus Bank Zrt. c. Márton Lantos, Mártonné Lantos*.

[88] Giova ricordare che si trattava di un prestito denominato in franchi svizzeri, il cui rimborso delle singole rate doveva essere effettuato nella quantità di fiorini ungheresi ottenuta secondo un meccanismo di cambio con la suddetta valuta (money of contract ≠ money of payment).

[89] Il problema si poneva in quanto l'art. 1, par. 2 della direttiva MIFID stabiliva che le disposizioni in tema di intermediazione finanziaria trovino applicazione anche nei confronti degli enti creditizi quando prestano uno o più servizi, ovvero effettuano una o più attività di investimento.

[90] Allegato 1, Sez. C, n. 4, dir. 2004/39/CE.

[91] Viene definita operazione di «pronti contro termine» quella "*complessa operazione consistente in una vendita, immediatamente efficace, di una determinata quantità di titoli ed il contemporaneo riacquisto a termine,*

ottenuto scomponendo il rapporto in *a)* un contratto di mutuo erogato in moneta domestica e *b)* un'operazione differenziale basata sul cambio fra valuta domestica e valuta straniera, quest'ultima (b) qualificabile, appunto, come investimento finanziario su uno strumento derivato. La Corte è però dell'avviso per cui le suddette clausole non costituiscano un derivato finanziario inserito all'interno del contratto, quando una modalità indissociabile di esecuzione del contratto di credito e, nella specie, di determinazione dell'importo delle prestazioni; tanto che, in accordo con le conclusioni formulato dall'Avvocato Generale, "la presunta componente a termine dell'operazione non rappresenta un valore giuridico o economico diverso rispetto al contratto di mutuo in sé" (par. 43).

Esclusivamente una lettura di questo tipo permette di ravvisare l'effettiva volontà delle parti di concludere non già un'operazione di investimento, basata sul meccanismo differenziale fra valute, quanto una di finanziamento, in cui l'ammontare dei fondi ottenuti e delle rate da rimborsare è determinato sulla base del corso di acquisto e di vendita della valuta straniera. La sua non riconducibilità a finalità tipiche dell'investimento, quali la copertura da rischi (*hedging*) e la speculazione sull'andamento di un mercato (*speculation*), si ricava difatti dalla mancanza di una determinazione *ex ante* del prezzo di riacquisto della moneta[92]. La tecnica di indicizzazione costituisce unicamente una modalità di determinazione delle prestazioni essenziali del contratto che rimangono, pertanto, estranee alla logica dell'investimento su strumenti finanziari. I giudici del Lussemburgo sembrano dunque proporre una configurazione della categoria degli strumenti finanziari che si articola tanto sul piano strutturale, quanto su di uno funzionale. Da un lato, la negoziazione in strumenti finanziari nasce e si sviluppa attorno alla dimensione "gestoria" del rischio finanziario: esso costituisce difatti un valore autonomo rispetto a quello del contratto al quale può essere associato, ed è, dunque, oggetto di scambio fra le parti (aspetto strutturale). Dall'altro, la

---

dalla medesima controparte, di un pari quantitativo di titoli della stessa specie, ad un prezzo prestabilito", cfr. C. BRESCIA MORRA, *Aspetti giuridici delle operazioni «pronti contro termine»*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1990, I, pag. 780. Nel caso di specie, la compravendita non ha per oggetto titoli, bensì una valuta straniera; l'utilizzo del termine "compravendita" è, in questo senso, improprio, perché il contratto sottende ad un bisogno di liquidità di una parte, ovvero a quello di ridurre il rischio di oscillazione del tasso di cambio fra le due valute, fissandone in anticipo il prezzo di riacquisto.

[92] In particolare, il contratto non prevedeva difatti un accordo che definisse dal principio il prezzo del "riacquisto" della moneta. Esso veniva difatti stabilito sulla base del corso di vendita che avrebbe avuto la valuta straniera alla data del pagamento della rata non essendo dunque sotteso alcun meccanismo di copertura o trasferimento del rischio di cambio.

medesima autonomia si riscontra altresì sul piano causale, ove lo strumento finanziario è mosso da una logica di copertura di una posizione precedentemente assunta, ovvero di speculazione sull'andamento di un mercato (aspetto funzionale).

3.3. Il contratto assicurativo

L'impiego di un criterio oggettivo nella ricostruzione del profilo di disciplina della clausola di gestione del rischio espone ad un secondo potenziale conflitto fra norme di derivazione europea. Più volte si è, difatti, sottolineato come la prassi nel settore assicurativo abbia registrato la progressiva prevalenza della componente finanziaria dell'operazione su quella più direttamente previdenziale, tanto da far discutere apertamente dell'esistenza di prodotti "ibridi"[93]. Se più difficile pare, di conseguenze, distinguere fra loro la figura dell'«investitore» da quella dell'«assicurato», altrettanto non può che dirsi in ordine al «contratto di investimento» e al «contratto di assicurazione».

Il problema è, però, ben noto al legislatore europeo il quale, nella revisione della disciplina sulla distribuzione assicurativa, sottolinea l'importanza di "prendere in considerazione la natura specifica dei contratti di assicurazione rispetto ai prodotti di investimento disciplinati dalla direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio. La distribuzione dei contratti di assicurazione, compresi i prodotti di investimento assicurativi, dovrebbe pertanto essere regolamentata dalla presente direttiva e allineata alla direttiva 2014/65/UE"[94].

---

[93] L'utilizzo di quest'espressione pare caratterizzare tanto il linguaggio della dottrina specialistica sul tema, quanto quello della cronaca giornalistica, v., *L'ombrello finanziario della polizza "ibrida"*, in *Repubblica*, Economia, Affari e finanza, 20 aprile 2015.

[94] Considerando 10, Dir. 2016/97/UE, IDD. Già, però, la Dir. 2014/65/UE MIFID II conteneva un chiaro indirizzo programmatico in questo senso. Il considerando 87 sottolinea difatti che "*gli investimenti che riguardano contratti assicurativi sono spesso messi a disposizione dei consumatori come potenziali alternative agli strumenti finanziari regolamentati dalla presente direttiva o in sostituzione degli stessi. Al fine di fornire una protezione coerente ai clienti al dettaglio e garantire condizioni di parità per prodotti simili, è importante che i prodotti di investimento assicurativo siano sottoposti a opportuni requisiti. Premesso che i requisiti di protezione degli investitori di cui alla presente direttiva dovrebbero quindi essere applicati in condizioni di parità agli investimenti preassemblati in contratti assicurativi, le loro strutture di mercato e caratteristiche di prodotto diverse rendono la definizione di requisiti dettagliati più adeguata nell'ambito della revisione in corso della direttiva 2002/92/CE che della presente direttiva. Pertanto la futura normativa unionale che disciplinerà le attività degli intermediari assicurativi e delle imprese di assicurazione dovrebbe garantire adeguatamente un approccio normativo coerente sulla distribuzione di prodotti finanziari diversi che rispondo a esigenze simili degli investitori e che quindi presuppongono sfide confrontabili riguardo alla protezione degli investitori. (…) Tali nuovi requisiti per i prodotti di investimento assicurativo dovrebbero essere stabiliti nella direttiva 2002/92/CE*».

Nonostante il rimando ai legislatori nazionali per il coordinamento delle regole settoriali specifiche, le norme europee forniscono taluni spunti per la delimitazione dei rispettivi confini tra la disciplina del contratto di investimento e di quello assicurativo.

Una diposizione, in particolare, emerge fra le altre.

La norma di maggior interesse, ai nostri fini, è difatti quella che definisce la fattispecie più controversa, ossia il «prodotto di investimento assicurativo» (art. 2, par. 1, n. 17, Dir. 2016/97/UE IDD). Come tale è ritenuto il "prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato". La nozione è formulata in modo assai ampio ed abbraccia, al di fuori delle fattispecie specificamente escluse(95), ogni prodotto di matrice assicurativa che presenti una componente finanziaria, sia nell'ipotesi in cui essa venga bilanciata da una garanzia di rendimento da parte dell'impresa di distribuzione, sia nell'ipotesi in cui il rischio finanziario dell'operazione venga sopportato in via esclusiva dal cliente. La prevalenza dell'una o dell'altra componente passa, dunque, in secondo piano, nell'ottica di qualificazione, rispetto al *nomen* dell'accordo. In sostanza, indipendentemente dalla allocazione e dal riparto del rischio finanziario nell'operazione, l'appartenenza della convenzione ad un prodotto di tipo "assicurativo" esclude, *ex se,* la sottoponibilità di questa ad una disciplina diversa da quella dettata dalla direttiva IDD.

L'adozione di un siffatto criterio di distinzione si spiega alla luce della convergenza tra discipline dei mercati indotta dalla legislazione euro-unitaria e volta al rafforzamento della tutela del «cliente *retail*» in senso lato. La creazione di "condizioni paritarie per tutti i prodotti di investimento assicurativi"(96) passa, di conseguenza, attraverso una progressiva assimilazione delle regole di trasparenza e di condotta nella negoziazione di siffatti strumenti

(95) La norma stabilisce difatti che non sono incluse nella definizione di "prodotto di investimento assicurativo": " *a) i prodotti assicurativi non vita elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE (Rami dell'assicurazione non vita); b) i contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o disabilità; c) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; d) i regimi pensionistici aziendali o professionali ufficialmente riconosciuti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE o della direttiva 2009/138/CE; e) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico;*" (art. 2, par. 1, n.17, lett. a) – e), Dir. 2016/97/UE, IDD).

(96) Considerando 10, Dir. 2016/97/UE, IDD.

trasversalmente ai diversi mercati di riferimento[97]. Ciò induce il legislatore euro-unitario a considerare, dunque, come "assorbito" il problema della disciplina della clausola di gestione: con la conseguente adozione di un approccio che in precedenza abbiamo definito come "oggettivo".

3.3.1. L'indirizzo della Corte di Giustizia nei casi *Gonzales Alonso* (C-166/11) e *Länsförsäkringar* (C-542/16)

Il dialogo fra il legislatore e la Corte di Giustizia pare perfettamente allineato su questa conclusione.

L'indirizzo si è consolidato alla luce di alcune recenti decisioni nelle quali i giudici del Lussemburgo sono intervenuti a chiarire la portata della previgente disciplina, confermando, a più riprese, la natura assicurativa dei prodotti misti assicurativo/finanziari. Due casi, su tutti, confermano l'applicazione del criterio oggettivo nella qualificazione delle clausole di gestione del rischio su titoli contenute all'interno di assicurazioni sulla vita[98]. Entrambi hanno ad oggetto la sottoscrizione di un'assicurazione vita di capitalizzazione il cui premio è investito

---

[97] Il parallelismo si legge, ad esempio, nella norma che regola la prestazione del servizio di consulenza nella distribuzione dei prodotti assicurativi, secondo cui "*Previamente alla conclusione di un contratto di assicurazione, il distributore di prodotti assicurativi specifica, basandosi sulle informazioni ottenute dal cliente, le richieste e le esigenze di tale cliente e gli fornisce informazioni oggettive sul prodotto assicurativo in una forma comprensibile al fine di consentirgli di prendere una decisione informata. Qualsiasi contratto proposto deve essere coerente con le richieste e le esigenze assicurative del cliente. Se viene offerta una consulenza prima della stipula di qualsiasi contratto specifico, il distributore di prodotti assicurativi fornisce al cliente una raccomandazione personalizzata contenente i motivi per cui un particolare prodotto sarebbe più indicato a soddisfare le richieste e le esigenze del cliente*." Del parallelismo tra le regole di condotta sui diversi mercati regolati si è occupato, R. NATOLI, *Il contratto «adeguato». La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano 2012.

[98] CGUE, Sez. 5, 1 marzo 2012, C-166/11, *Ángel Lorenzo González Alonso c. Nationale Nederlanden Vida Cia De Seguros y Reaseguros SAE*. Per un primo commento alla decisione, M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione delle polizze* linked *nel diritto dell'Unione Europea*, in *Assicurazioni,* 2013, pag. 3 ss.; S. WEATHERILL, *Consumer protection under EU law "is not absolute": yes but be careful!*, in *European Review of Contract Law*, 2012, pag. 221; J. M. BINON, *Arrêt "Gonzáles Alonso": les "nouveaux" produits d'assurance vie sont-ils des contrats d'assurance?*, in *Journal de droit européen*, 2012, pag. 185 ss; P. L. MAYAUX, *Arrêt Alonso: les contrats d'assurance-vie en unités de compte sont bien de l'assurance*, in *Revue européenne de droit de la consummation*, 2012, pag. 567 ss.

CGUE, Sez. 4, 31 maggio 2018, C-542/16, *Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag c. Dödsboet efter Ingvar Mattsson, e Jan-Erik Strobel e altri, Lisa Bergström e altri, Ann-Christin Jönsson e altri, Daniel Röme e altri, c. Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag e altri*.

per l'acquisto di strumenti finanziari che, al momento del riscatto della polizza da parte dell'assicurato, avevo visto azzerare il loro valore[99]

Nel caso *Gonzales Alonso* (C-166/11), il giudice rimettere volge alla Corte il quesito se una polizza *unit linked* in cui il rischio finanziario gravi interamente sull'assicurato possa essere qualificata come assicurazione sulla vita, ai sensi della Dir. 2002/83/CE. Il dubbio ermeneutico sorgeva, in particolare, in relazione al possibile assoggettamento, del contratto in esame, alla disciplina della tutela del consumatore per contratti negoziati al di fuori dei locali commerciali che prevede, a pena di nullità, l'indicazione del diritto al ripensamento[100]. In particolare, i giudici europei si soffermano sull'interpretazione della norma con cui, la già citata direttiva sulla tutela dei consumatori, esclude dal suo ambito di applicazione proprio i "contratti di assicurazione" (art. 3, par. 2, lett. d, Dir. 85/577/CEE). La disposizione riconosce difatti l'esistenza di un limite oltre il quale la tutela del consumatore non può spingersi e deve, pertanto, essere interpretata in chiave restrittiva. Ciò nonostante, le polizze *unit linked*, le cui prestazioni sono collegate all'andamento di un fondo e in cui il rischio finanziario grava sul sottoscrittore, "non sono inabituali", ma costituiscono anzi "un'assicurazione sulla vita nel senso stretto dei termini" (par. 28). Pare dunque giustificato ritenere che la norma abbia inteso escludere, dal proprio ambito di applicazione, i contratti così strutturati, proprio perché rientranti nella categoria dei "contratti di assicurazione"[101]. È evidente dunque che il profilo del rischio finanziario e della sua allocazione fra le parti costituisca un aspetto del tutto secondario nelle argomentazioni del giudice rimettente e ricopra, di conseguenza, un ruolo altrettanto marginale nella soluzione offerta dalla Corte di Giustizia.

---

[99] Nel caso *Gonzalez Alonso*, il contratto esaminato è un'assicurazione vita *unit linked* con clausola pura. La banca provvedeva al prelievo diretto dei premi corrisposti dal cliente, investendoli, in parte, per l'acquisto di quote di un fondo gestito dalla banca stessa, in altra parte, per l'investimento diretto su titoli a reddito variabile e a reddito fisso. Sul funzionamento tecnico della clausola, si veda, Cap. 1, § 3.3.3. Nei casi riuniti *Länsförsäkringar*, entrambi i contratti seguono il modello della polizza vita *unit linked* con clausola pura, con investimento del premio, rispettivamente, in obbligazioni emesse dalla banca stessa, e in certificati di investimento, ossia strumenti della finanza strutturata.

[100] Dir. 85/577/CEE, 20 dicembre 1985, artt. 4-5.

[101] La Corte è difatti chiara nel concludere "*Un contratto concluso fuori dei locali commerciali e che offre un'assicurazione sulla vita in cambio del versamento mensile di un premio destinato a essere investito, in proporzioni diverse, in titoli a reddito fisso, in titoli a reddito variabile e in prodotti di investimento finanziario della società controparte contraente non rientra, conformemente all'articolo 3, paragrafo 2, lettera d), della direttiva 85/577/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985, per la tutela dei consumatori in caso di contratti negoziati fuori dei locali commerciali, nella sfera d'applicazione di quest'ultima*".

Il caso *Länsförsäkringar* (C-542/16) si occupa, invece, direttamente del problema della clausola *linked* fra disciplina dell'intermediazione finanziaria e disciplina assicurativa. Entrambe le questioni sollevate concernono, difatti, l'interpretazione di disposizioni della Dir. 2004/39/CE (MIFID) rispetto a quelle contenute nella Dir. 2002/92/CE. Al di là, però, dei dubbi ermeneutici legati alle nozioni di «intermediazione assicurativa» e di «consulenza in materia di investimenti»[102], la Corte ritiene di dover prendere posizione, preliminarmente, circa la natura della polizza *unit linked* collegata all'andamento di strumenti finanziari. Non essendovi, difatti, alcuna definizione esplicita, all'interno della Dir. 2002/92/CE, relativamente alla nozione di «contratto di assicurazione», questa deve essere ricavata dal contesto in cui la regolazione europea di livello secondario si trova ad operare, al fine di garantirne un'interpretazione uniforme sul territorio dell'Unione. Ebbene, la Corte si richiama ai suoi precedenti secondo i quali l'operazione di assicurazione si caratterizza per l'impegno, da parte dell'impresa assicuratrice di garantire all'assicurato, dietro il versamento di un premio, una prestazione in denaro in caso di verificazione del rischio oggetto del contratto[103]. Ove sussistano questi caratteri – *i.e.* pagamento di un premio ed erogazione di una prestazione al verificarsi del rischio – il contratto deve ritenersi avere natura di "assicurazione". Il problema si sposta, dunque, sulla qualificazione delle consulenze fornite sugli investimenti del premio in fase pre-negoziale, ma anche in quest'ottica, la conclusione raggiunta dalla Corte è netta. Il dato letterale conferma, difatti, che le consulenze in merito all'investimento del premio costituiscono parte integrante del rapporto di assicurazione e rientrano, pertanto, nell'ambito oggettivo di applicazione della Dir. 2002/92/CE[104]. Il contratto di assicurazione sulla vita di capitalizzazione implementa, per sua natura, "un elemento d'investimento la cui

---

[102] Il primo quesito attiene difatti all'inclusione, nella nozione di «intermediazione assicurativa» di cui all'art. 2, n. 3, dir. 2002/92/CE, degli atti preparatori alla conclusione di un contratto di assicurazione, anche in difetto dell'intenzione dell'intermediario assicurativo interessato di procedere alla conclusione di un vero contratto di assicurazione. Il secondo quesito sollevato attiene invece alla nozione di «consulenza in materia di investimenti», di cui all' art. 4, par. 1, n. 4, dir. 2004/39/CE (MIFID) e alla possibile inclusione, delle raccomandazioni fornite in merito agli strumenti finanziari su cui investire il premio, nell'ambito di applicazione della direttiva sui servizi di investimento.

[103] CGUE, 25 febbraio 1999, C-349/96, *CPP*; CGUE, 25 marzo 2015, C-556/13, *Litaksa*.

[104] La novellazione della dir. 2002/92/CE, anche precedentemente all'entrata in vigore della disciplina sulla distribuzione dei prodotti assicurativi, ha difatti introdotto un nuovo capo III bis, ed una nuova definizione, secondo cui sono da qualificarsi come prodotti assicurativi di investimento, "*i prodotti assicurativi che presentano una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato*" (art. 2, n. 13, dir. 2002/92/CE).

evoluzione è soggetta agli sviluppi dei mercati finanziari" (par. 57), ragion per cui, le consulenze sull'investimento rivestono unicamente carattere "accessorio" nell'ambito dell'attività professionale svolta dall'impresa di assicurazione[105].

3.3.2. Il diverso orientamento della giurisprudenza di legittimità

I due casi esaminati sono dunque concordi nel ritenere, attraverso percorsi argomentativi differenti, che ai prodotti assicurativi *unit linked* del ramo vita debba applicarsi unicamente la disciplina sull'intermediazione assicurativa, poiché tale è la natura delle operazioni realizzate. La garanzia di una interpretazione uniforme su tutto il territorio europeo si è dovuta scontrare, tuttavia, con l'emergere di un indirizzo alternativo sulla qualificazione di siffatti prodotti assicurativi. In particolare, la giurisprudenza di legittimità, in tempi recentissimi, si è nuovamente occupata dell'inquadramento della disciplina delle polizze *unit linked*, muovendosi secondo un approccio al problema profondamente diverso da quello fatto proprio dai giudici del Lussemburgo[106].

Tale scostamento si deve, soprattutto, alle difficoltà emerse con l'inserimento del dibattito sulle polizze *linked* all'interno dell'ordito costituzionale[107]; ai fini del nostro discorso, pare dunque di fondamentale importanza esaminare la diversa ricostruzione fatta propria dalla giurisprudenza nazionale di legittimità, in virtù del fatto che l'operazione di ri-qualificazione

---

[105] L'art. 2, lett. c), dir. 2004/39/CE esclude difatti, dall'ambito di applicazione della disciplina sulla consulenza di investimenti, la prestazione di "*servizi di investimento a titolo accessorio nell'ambito di un'attività professionale, se detta attività è disciplinata da disposizioni legislative o regolamentari o da un codice di deontologia professionale i quali non escludono la prestazione dei servizi di cui trattasi*".

[106] Diversamente aveva però ragionato la giurisprudenza di legittimità, in un caso più risalente relativo alla convenzione di una clausola di gestione del rischio di cambio contenuta all'interno di una polizza assicurativa del credito all'esportazione. A fronte di siffatta ipotesi, la Cassazione aveva difatti escluso il rilievo giuridico dell'alea di fronte alla qualificazione del tipo assicurativo del contratto. A ciò non era infatti valsa la tesi opposta, secondo la quale "*il premio, che dovrebbe, nel contratto di assicurazione, rappresentare la sola controprestazione pagata dall'assicurato è, sotto il profilo dell'entità patrimoniale, trascurabile di fronte ai termini economici del grande giuoco del cambio.*", v., Cass., 6 febbraio 2004, n. 2288, in *Resp. civ. e prev.*, 2004, con nota di L. BUGIOLACCHI, *Contratto di assicurazione con clausola di beneficio di cambio in favore dell'assicuratore tra "resistenza" del tipo, necessità del giudizio di cui all'art. 1322, comma 2 c.c. e giustificazione causale dello spostamento patrimoniale*, pag. 1049.

[107] Le polizze *linked* hanno fatto ingresso nel nostro ordinamento, a livello normativo, a seguito dell'attuazione della dir. 91/674/CE sui conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione e della dir. 92/96/CE, terza direttiva "Vita". In questo senso, G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile*, in *Assicurazioni*, pag. 399 ss.; ID., *Le polizze Unit linked e Index linked*, in *Assicurazioni*, 2000, I, pag. 233 ss.

implica, secondo la Cassazione, una necessaria riflessione sul ruolo del rischio finanziario nel contratto.

Ebbene, di frequente, sono stati sollevati dubbi circa la validità di polizze vita *unit linked*, con investimento integrale del premio in titoli emessi dalla Lehman Brothers per le quali, tanto il rischio di rendimento, quanto quello di insolvenza dell'emittente sono sopportati dal cliente assicurato in via esclusiva[108]. I noti esiti della vicenda hanno condotto, di conseguenza, gli interpreti a discutere se possa esservi un'effettiva compatibilità fra la finalità di carattere previdenziale e la struttura stessa della polizza. Nei diversi casi esaminati, la Corte ha però più volte ribadito il carattere essenzialmente interpretativo dell'operazione di qualificazione del contratto[109]; ciò vale a dire che, al netto di vizi di motivazione, la valutazione operata dai giudici di merito non è sindacabile in sede di legittimità.

Ciò nonostante, la Corte non si esime dal dettare talune linee guida nella ricostruzione della fattispecie.

Anzitutto, l'operazione di qualificazione delle polizze richiede che il giudice non si soffermi unicamente a considerare il *nomen iuris* del prodotto, poiché è dalla valutazione sull'entità delle reciproche prestazioni dovute che emerge l'esatta proporzione fra la componente causale legata al rischio assicurativo e quella legata invece al rischio finanziario. La Carta Costituzionale accorda, difatti, una particolare protezione all'esigenza *previdenziale* dell'individuo(art. 38 Cost.), che si traduce in un trattamento di favore da parte della legislazione ordinaria, ai rapporti che perseguano una siffatta finalità, quale, ad esempio, un minor carico fiscale rispetto alla gestione del risparmio, l'esclusione della polizza dall'appartenenza all'asse ereditario, limiti specifici alla sottoponibilità a misure esecutive cautelari. Queste deroghe trovano, di conseguenza, una propria ragion d'essere esclusivamente in presenza di rapporti che effettivamente assicurino una prestazione previdenziale a favore del cliente; non sarebbe, altrimenti, giustificabile l'elusione delle norme in tema di intermediazione mobiliare.

---

[108] Cassazione civile, sez. III, ord., 30 aprile 2018, n. 10333, in *Dir. merc. ass. e finanz.*, 2018, pag. 113 ss., con nota di F. LA FATA, *La qualificazione giuridica delle polizze c.d. linked "pure" alla luce della funzione previdenziale dei contratti di assicurazione sulla vita*; in *Il Foro it.*, 2018, I, c. 3179, con nota di A. CANDIAN, *La corte di legittimità e la qualificazione delle polizze vita*.

[109] In particolare, sul punto, Cass., 18 aprile 2012, n. 6061, in *Corr. Giur.*, 2013, pag. 770 ss. con nota di V. SANGIOVANNI, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*

Ebbene, la giurisprudenza di legittimità pone l'accento dell'indagine causale proprio sul meccanismo di distribuzione dei rischi all'interno del contratto(110).

Solo ove l'impresa si faccia carico di garantire al cliente il rimborso del capitale investito – in via integrale o fino alla concorrenza con un determinato importo – può dirsi che il contratto persegua effettivamente una finalità di natura previdenziale. Diversamente occorre, invece, ragionare, in assenza di una qualunque forma di garanzia contrattuale sul rimborso del capitale, poiché la finalità di previdenza risulta manifestamente inconciliabile con un'assunzione integrale del rischio finanziario da parte del soggetto beneficiario di quella determinata prestazione. Ciò dà adito, di conseguenza, ad una riconsiderazione del rapporto alla luce della prevalenza della finalità di investimento, con corrispondente applicazione della disciplina relativa alla prestazione di servizi di investimento(111).

(110) Sul punto è particolarmente chiaro l'indirizzo seguito dalla Cassazione nella qualificazione dell'assicurazione vita nella prospettiva del rischio. Si afferma difatti che "*nel contratto d'assicurazione vita esso* [il rischio] *è assunto dall'assicuratore, il cui margine di profitto è direttamente proporzionale alla frazione di tempo intercorrente tra la stipula del contratto e l'evento della vita in esso dedotto. Nello strumento finanziario, invece, il rischio concernente la performance del prodotto è a carico dell'investitore e non dipende dal fattore tempo, bensì dalle dinamiche dei mercati mobiliari, dal rendimento del titolo e dalla solvibilità dell'emittente* […] *al fine di stabilire se l'impresa emittente, l'intermediario ed il promotore abbiano violato le regole di leale comportamento previste dalla specifica normativa e dall'art. 1337 c.c., deve interpretare il contratto al fine di stabilire se esso, al di là del* nomea iuris *attribuitogli, sia da indentificare effettivamente come polizza assicurativa sulla vita (in cui il rischio avente ad oggetto un evento dell'esistenza dell'assicurato è assunto dall'assicuratore), oppure si concreti nell'investimento in uno strumento finanziario (in cui il rischio cd. di performance sia per intero addossato all'assicurato*", v., Cass., 18 aprile 2012, n. 6061, cit.

(111) Il tema è peraltro oggetto di un vivo dibattito all'interno del nostro ordinamento. In giurisprudenza, conforme, da ultimo, Cass., Sez. III, 5 marzo 2019, n. 6319, in *Giur. it.*, 2019, pag. 1024 ss., con nota di S. LANDINI, *Sulla validità/invalidità delle polizze linked*, nonché Cass., 18 aprile 2012, n. 6061, cit. Contrario, invece, all'applicazione della disciplina informativa sugli strumenti finanziari per i contratti antecedenti al 2006, Trib. Milano, 16 aprile 2015, n. 30127, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, pag. 457 ss. con nota di P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*. Ancora, sull'insussistenza della responsabilità per inadempimento dell'impresa di assicurazione nel caso di insolvenza dell'emittente, Trib. Roma, 23 ottobre 2014, n. 20973, in *ex parte creditoris*, www.expartecreditoris.it. In dottrina, inoltre, a favore dell'estensione ai prodotti *linked* della qualificazione come investimento finanziario, v., E. SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, A. Patroni Griffi – M. Ricolfi (a cura di), Milano, 1997; A. GAMBINO, *La prevenzione nelle assicurazioni sulla vita e nuovi prodotti assicurativo-finanziari*¸ in *Assicurazioni*, 1990, I, pag. 39 ss.; M. ROSSETTI, *Polizze "linked" e tutela dell'assicurato*, in *Assicurazioni*, 2002, pag. 223 ss.

4. La ricostruzione del sistema: ripensare la categoria delle convenzioni di gestione del rischio

Il mercato. Il contratto. Le clausole.

Quest'intreccio riflette tutta la complessità di un sistema - quello finanziario – che poggia le sue basi sulla stretta interdipendenza fra i singoli elementi che lo compongono. Diffusa infatti è l'immagine che raffigura il capitalismo finanziario secondo una concezione, per così dire, "organicista", come una macchina all'interno della quale la dentatura di ogni ingranaggio interagisce con quella vicina, per imprimere alla stessa quel movimento volto al "progresso" dell'economia di mercato, che costituisce un tratto caratterizzante della contemporaneità.

Gli scambi creano il mercato ed il contratto rappresenta, dunque, la linfa vitale di questo sistema, del quale la clausola costituisce l'unità minima, la frazione elementare, che definisce le singole proposizioni in cui si articolano gli atti di autonomia individuale, i nodi con cui si tesse l'intelaiatura complessiva del sistema.

La storia - anche drammaticamente recente – ha, però, insegnato che il mercato ha bisogno di regole e che queste non possono che riguardare, in prima battuta, il modo e le forme di estrinsecazione dell'autonomia privata. L'Unione Europea ha assunto il ruolo di apripista di questo processo, introducendo una fitta rete di regole sull'istituto del contratto con le quali si è cercato, da un lato, di valorizzare le peculiarità dei diritti municipali, senza abbandonare, al contempo, lo sforzo di ricerca dell'unità. In seno a questo processo, l'accento posto dal legislatore euro-unitario sull'aspetto descrittivo nella disciplina degli atti di autonomia negoziale, ha, però, esercitato una forte influenza sull'interpretazione ed applicazione del diritto nazionale euro-derivato. Si è, difatti, pervenuti ad una profonda frammentazione del sistema del contratto in una pluralità di sub-sistemi, il cui elemento ordinante è rappresentato, talvolta dalle qualità soggettive dei contraenti, altra volta dalla struttura oggettiva del contratto.

Il ruolo della clausola, come ingranaggio elementare di questo meccanismo, risulta, di conseguenza, fortemente svilito in esito a questo processo di frammentazione.

Per un verso, si è difatti guardato alla convenzione negoziale nella sua individualità, al fine di ricercarne un "difetto di fabbrica" nella struttura o nella funzione astrattamente e aprioristicamente perseguita, perdendone cioè il suo legame con il regolamento contrattuale di cui è parte: la vicenda che ha interessato la vessatorietà della clausola *floor,* d'altronde, è paradigmatica di questo indirizzo. Per l'altro, si è proceduto nel senso opposto, identificando

la disciplina e la validità della clausola con quella del tipo negoziale di appartenenza e trascurando, di conseguenza, ogni altra considerazione sulla struttura e sulla funzione individualmente perseguita dalla singola convenzione: la Corte di Giustizia ha, ad esempio, manifestato un siffatto approccio nell'esame della clausola *linked*, nel ricavarne la qualificazione attraverso la sola analisi del contratto in cui essa è inserita.

L'ipotesi di lavoro sopra suggerita non convince e non sembra, peraltro, convincere neppure il legislatore europeo il quale, nel coordinare fra loro le discipline dettate nei singoli settori, ha progressivamente abbandonato la prospettiva di frammentazione della disciplina, verso una logica di standardizzazione del "*cliente retail*" e del "prodotto"[112].

---

[112] L'adozione da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo del regolamento PRIIPS (*packaged retail investment and insurance-based investments products*), Reg. (Ue) n. 1286/2014 testimonia una significativa svolta verso un approccio standardizzato alla tutela del cliente, trasversale cioè ai diversi comparti del mercato finanziario. L'intento è manifestato direttamente all'interno dei considerando iniziali, ove si afferma che "*il presente regolamento dovrebbe applicarsi a tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall'industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l'importo dovuto all'investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o soggetto al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall'investitore al dettaglio. Tali prodotti dovrebbero essere denominati PRIIP ai fini del presente regolamento e dovrebbero includere, tra gli altri, prodotti d'investimento quali fondi di investimento, assicurazioni sulla vita che prevedono un investimento, prodotti strutturati e depositi strutturati.*", considerando 6, Reg. PRIIPS. La trasversalità e la svolta verso una concettualizzazione della categoria da parte del legislatore europeo si apprezza, inoltre, quando il regolamento definisce come «prodotto di investimento al dettaglio preassemblato», un investimento nel quale, "*indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio*", v., art. 4, n. 1; analogamente, come «prodotto di investimento assicurativo», "*un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato*", v., art. 4, n. 2. In questo senso, v. anche, M. LAMANDINI – D. R. MUÑOZ, *Eu Financial Law. An introduction*, Milano, 2017, pag. 386 ss.

Nel nostro ordinamento, il coordinamento fra le due discipline è avvenuto per il tramite del d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, con il quale si è intervenuti a modificare le disposizioni del Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria, al fine di adeguarle all'introduzione del Reg. (UE) n. 1286/2014 (PRIIPS). All' art. 1, c. 1, lett. w-*bis* e w-*bis*3.), TUF, si è sostituita la precedente definizione di prodotto finanziario emesso da un'impresa di assicurazione (Rami III e V), con la nuova nozione europea di «prodotto di investimento assicurativo» (IPIB, *insurance based investment products*) disciplinandola come categoria unitaria e richiamando la definizione contenuta nel già citato art. 2, n. 2 Reg. PRIIPS. Con il medesimo decreto si è inoltre pervenuti alla modifica dell'art. 25 *ter* TUF, ai sensi del quale la distribuzione dei prodotti di investimento assicurativi è disciplinata dalle disposizioni di cui al Titolo IX c. ass. e dalla normativa europea direttamente applicabile; il comma 2 della disposizione stabilisce, inoltre, che il controllo sui suddetti prodotti sia esercitato dalla CONSOB, sentita l'IVASS, "*in modo da garantire uniformità alla disciplina applicabile alla vendita dei prodotti di investimento assicurativo a prescindere dal canale distributivo e la coerenza e l'efficacia complessiva dei sistemi di vigilanza sui prodotti di investimento assicurativi*".

In una lezione ormai risalente a più di vent'anni fa - ma oltremodo attuale - un maestro della civilistica italiana, nel tracciare le coordinate di metodo per lo studio di un nuovo diritto dei contratti sottolinea con forza che "il nostro non è un sistema rigido, consente notevoli flessibilità; le esigenze del commercio, pure notevoli, non ne hanno impedito l'unità. Unità che ammette, ripeto, una *ricchezza di discipline al suo interno*"[113]. Ed è proprio nella complessità e nella ricchezza che è opportuno andare alla ricerca di un metodo nuovo nell'affrontare il problema delle clausole di gestione del rischio, con uno sguardo volto alla unità del sistema e allo sforzo di astrazione concettuale.

Questo metodo abbisogna altresì di una nuova chiave di lettura.

In apertura, abbiamo sottolineato come il trasferimento di denaro non rappresenti l'elemento comune alle transazioni sul mercato finanziario. Invero, è nel rischio finanziario, nella sua gestione e distribuzione tra le parti che pare doversi ricercare quella prospettiva di unità in grado di valorizzare le differenze tra fattispecie e sulla cui base occorre procedere nella costruzione di nuove categorie e regole. Ebbene, si è dell'idea per cui la comprensione del meccanismo sotteso a ciascun ingranaggio non possa prescindere dall'osservazione del funzionamento della macchina nel suo complesso. Fuor di metafora, occorre guardare alla clausola non come ad una micro-frammentazione dell'autonomia contrattuale, ad una proposizione, cioè, isolata e rilevante nella sua individualità, bensì come ad un momento di un processo più ampio, fatto di regole proprie e limiti. Ed è proprio da qui che occorre muovere per ripensare alla categoria delle convenzioni di gestione e al ruolo del rischio finanziario nel contratto.

4.1. Un nuovo approccio qualificatorio. Dinamiche di gestione del rischio e funzionamento del contratto

Quest'immagine fornisce lo spunto per un ripensamento dell'approccio volto alla riqualificazione delle dinamiche di interazione del rischio finanziario e della sua gestione nel contratto. La ricerca di limiti e di una disciplina delle clausole di gestione attraverso il riferimento allo *status* soggettivo dei contraenti o al *nomen contractus*, è sembrato far leva

[113] G. BENEDETTI, *Il nuovo diritto dei contratti*, lezione tenuta alla Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Firenze, nel 1995, nel contesto del Seminario organizzato e diretto dal prof. Giuseppe Vettori sul tema «Persona e mercato», ora in *Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a contenuto patrimoniale*, II ed., Napoli, 1997, pag. 158, in corsivo nel testo originale.

più su facili generalizzazioni e rigide posizioni formalistiche, che su di un reale intento di approfondimento del problema. In particolar modo, il peso attribuito al giudizio sulla clausola in sé, sui suoi effetti e su di una sua funzione astrattamente "tipica", in quanto estrapolata dal contesto in cui è inserita sembra aver distolto l'attenzione dal vero nodo centrale della questione: il ruolo che la clausola svolge rispetto al funzionamento e alle conseguenze economiche del contratto o, meglio, dell'operazione economica realizzata dalle parti.

Dalla panoramica svolta all'interno del primo capitolo, sono emersi due caratteri ricorrenti delle convenzioni di gestione del rischio.

Dal punto di vista strutturale, esse sembrano far leva su di un meccanismo che, secondo modalità differenti, introduce un elemento di variabilità della prestazione, legato all'andamento di un evento incerto. Il rischio rappresenta, in quest'ottica l'oggetto diretto della negoziazione fra le parti, un elemento esterno al negozio che viene "contrattualizzato" attraverso specifiche disposizioni. Le parti, in sostanza, danno conto di una realtà esterna che influenza la determinazione della prestazione – *i.e.* l'andamento di un tasso, di una valuta, di un corso azionario – e stabiliscono un insieme di regole per indicare chi fra i contraenti, e in che misura, dovrà sopportarne le relative conseguenze.

Per quanto riguarda invece la loro funzione, siffatte convenzioni sono intimamente connesse ad un'esigenza, comune alle parti, di far fronte ad un rischio finanziario che fisiologicamente scaturisca da rapporti patrimoniali alla cui base stia la dialettica "denaro", "tempo", "valore". Rischio che può venir gestito tra le parti o trasferito a terzi, ma mai del tutto eliminato.

Queste precisazioni, invero, possono assumere una qualche valenza di tipo latamente classificatorio, ma non offrono ancora alcuno spunto per l'individuazione della disciplina applicabile. Un'analisi del patto di gestione nella sua individualità non chiarisce, difatti, se il rischio ed il carico economico assunto attraverso di esso sia chiaro e comprensibile per entrambe le parti. Se esso costituisca l'oggetto essenziale dell'obbligazione, o se rappresenti, piuttosto, un meccanismo accessorio rispetto alla realizzazione della prestazione principale[(114)]. Ancora, non chiarisce se le parti abbiano inteso assumere rischi equivalenti fra

---

[(114)] In questo senso anche G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, pag. 150, secondo cui "*La configurazione di una certa funzione come primario o secondario non riflette un determinato valore sostanziale di causa o motivo: è il risultato di una valutazione di diritto positivo, a base della quale è la struttura stessa dell'affare, naturalmente ordinato intorno all'assetto di interessi, che le parti concretamente perseguono*".

loro, ovvero abbiano inteso predisporre un assetto volutamente sbilanciato a favore dell'una o dell'altra: dunque, non consente neppure di verificare se l'assetto concretamente predisposto nella struttura sia conforme a quello che risultava dall'intenzione delle parti. Non chiarisce, infine, se, nei rapporti fra un intermediario ed una controparte non professionale – che rappresentano, invero, la quasi totalità dei negozi in cui compaiono siffatte convenzioni – il rischio assunto dal cliente sia adeguato al suo profilo finanziario. In una parola, l'analisi del patto di gestione come "monade" è *muta* rispetto alla definizione di una disciplina e dei rimedi in ordine alla distribuzione del rischio nel contratto.

Muovendo da siffatte considerazioni, si è, pertanto, deciso di seguire un approccio che identifica una disciplina delle convenzioni non già attraverso la loro configurazione astratta, ma per il valore che assumono nella struttura e nella funzione complessiva del negozio(115). Nel far ciò, si è inteso guardare alla collocazione del rischio all'interno del contratto o, meglio, alle modalità attraverso cui le clausole operano la gestione del rischio nell'operazione economica come *unità formale* dell'autoregolamento privato(116). Orbene, dall'analisi scaturita nella prima parte del lavoro, è emerso che le clausole in esame configurano modalità differenti di gestione del rischio nel contratto, riconducibili a due categorie descrittive.

4.2. La condivisione del rischio

Il valore di ogni attività finanziaria, per definizione, è destinato a mutare nel tempo e, con esso, anche quello delle prestazioni contrattuali che dalla suddetta derivino. L'equilibrio economico che, in una data situazione di mercato, caratterizza lo scambio sinallagmatico fra prestazione e contro prestazione è suscettibile di alterarsi, in misura significativa, con il

---

Sul rilievo della composizione e contrapposizione dei diversi interessi, v., N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, Milano 1964, pag. 129 ss.

(115) La problematica interazione fra clausola e operazione negoziale è espressa con chiarezza da G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 188, secondo cui "*nel caso in cui le parti perseguano una finalità di gestione del rischio, ulteriore rispetto alla causa tipica del paradigma legale utilizzato, diversa sarà l'attività dell'interprete al fine di individuare la disciplina applicabile al caso concreto* [...] [l'interprete] *dovrà valutare se siffatta funzione di neutralizzazione dei rischi, talmente compenetrata nell'assetto di interessi predisposto dalle parte da alterarne la struttura, modifichi lo schema tipico del negozio; ciò con un'indagine che non può che riguardare la causa concreta del singolo accordo*".

(116) La posizione è quella espressa magistralmente da G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, cit., pag. 133 ss.; ID., *Contratto di alienazione e titolo di acquisto*, Milano, 1974, pag. 2, secondo cui l'operazione è "*unità formale*" e "*poiché non riflette schemi strutturalmente semplici, trova nel regolamento tipico il suo centro, intorno al quale si coordinano le altre determinazioni pattizie e i diversi comportamenti attuativi, ciascuno caratterizzato dalla rilevanza che gli è propria*".

mutare dello scenario di riferimento. Fra la prestazione immediata di una (es. la dazione di una somma di denaro a prestito, il pagamento di un premio assicurativo inziale) e quella differita dell'altra (es. il pagamento del tasso di interesse e la restituzione del capitale, l'erogazione di una rendita al verificarsi di un determinato evento) corre un lasso di tempo al quale si ricollegano fattori di rischio dovuti, principalmente, alla perdita del potere d'acquisto di una moneta, ovvero alla sua svalutazione rispetto a divise straniere. Ove le parti abbiano predeterminato l'entità dei loro impegni, stabilendo, ad esempio, una remunerazione costante del capitale ricevuto in prestito, ovvero concordando un tasso di cambio fisso fra due valute, il rapporto risulterà esposto, a pieno, ai rischi derivanti dal fenomeno inflattivo e da quello di variazione dei cambi. La prassi ha sviluppato tuttavia, come visto, precisi meccanismi di gestione avverso tali tipologie di rischi.

Una prima dinamica è inquadrabile nella classe degli accordi di condivisione del rischio, o di "*Risk sharing*"[117]. Come tali, si definiscono quei patti attraverso cui le parti condividono, in posizione analoga tra loro, le conseguenze favorevoli e sfavorevoli dipendenti dal risultato di un evento incerto. Appartengono a questa prima categoria le clausole di indicizzazione al

[117] I modelli di gestione del rischio attraverso sua condivisione costituiscono, ad oggi, una delle spinte più intense nella promozione della cd. "Sharing Economy", che interessa in modo sempre più pervasivo il settore del mercato dei servizi finanziari. L'esempio più diretto è fornito dall'utilizzo delle piattaforme attraverso cui l'apporto di risorse a soggetti in *deficit* non proviene da un unico ente che presta attività di intermediazione, bensì è diffuso nella "folla" (*lending-based crowdfunding*). Le piattaforme che forniscono siffatti servizi si occupano, in sostanza, di creare un *match* tra le esigenze di una pluralità di potenziali prestatori di denaro ed il bisogno di risorse di altrettanti potenziali prenditori di denaro, senza tuttavia accentrare su di sé il rischio finanziario delle singole operazioni. Fra questi soggetti sono difatti conclusi veri e propri rapporti contrattuali di finanziamento che muovono proprio dal presupposto di una condivisione del rischio relativo agli esiti dell'attività o del progetto finanziato. Questo impianto ha, inoltre, indotto ad un ripensamento della ripartizione soggettiva fra "consumatori" e "professionisti", facendo parlare di una loro aggregazione nella figura del cd. *prosumer*. In questo senso, il cliente non si limiterebbe esclusivamente all'acquisto di un bene o di un servizio, ma parteciperebbe altresì ad i costi e, conseguentemente, ai rischi della sua produzione, v., A. QUARTA, *Il diritto dei consumatori ai tempi della Peer Economy. Prestatori di servizi e Prosumers: primi spunti*, in *Europa e diritto privato*, 2017, pag. 667; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. e impr.*, 2014, pag. 519. Più in generale, sul fenomeno dell'economia partecipativa nel settore finanziario, v., O. HAVRYLCHYK – M. VERDIER, *L'intermédiation Financière à l'époque des Fintechs: Le Rôle des plateformes de Crowdlending*, in *Revue d'économie financière* 2017 pag. 207 ss.; M. ZULETA FERRARI, *Beyond Uncertainties in the Sharing Economy: Opportunities for Social Capital*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2016, pag. 664 ss.; R. LENZ, *Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks*, in *Europena Journal of Risk Regulation*, 2016, pag. 688 ss. In Italia, è attualmente in corso una consultazione da parte della CONSOB per la modifica del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali on-line. A livello europeo, il Parlamento nel marzo 2019 si è espresso favorevolmente sulla proposta della Commissione Europea di Regolamento sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, v., COM(2018) 113 final 2018/0048 (COD).

tasso di interesse, quelle di denominazione e di indicizzazione alla valuta straniera e quelle di rivalutazione. Vediamo il punto in dettaglio.

Anzitutto, la scelta di parametrare il valore dell'interesse contrattuale ad un indice relativo ad un tasso di mercato non rispecchia, a ben vedere, la volontà di riferirsi ad un parametro legato alla pura speculazione finanziaria, bensì quella di creare un nesso di collegamento diretto tra quella singola operazione negoziale ed il relativo mercato di riferimento – i.e. quello dei tassi di interesse, quello dei cambi. L'indice cui si ricorre più di frequente nella prassi, l'EURIBOR, è difatti calcolato attraverso una media dei tassi di interesse praticati dai principali istituti di credito dell'Eurozona nelle transazioni finanziarie in Euro ed esprime, sostanzialmente, il costo del denaro sul breve periodo[118]: detto in parole più semplici, l'EURIBOR rappresenta il costo dei prestiti che le banche si concedono reciprocamente a varie scadenze ed attraverso i quali esse si garantiscono la liquidità necessaria per le operazioni di impiego. Ebbene, se può dunque intuirsi che esiste una correlazione fra le oscillazioni del tasso medio ed il costo al quale le banche "acquistano" il denaro per concedere prestiti alla clientela, se ne deduce altresì che attraverso le clausole di indicizzazione entrambe le parti del rapporto (mutuante e mutuatario) condividono il rischio legato alle suddette variazioni. In uno scenario di favore dei tassi medi sul mercato, il cliente potrà pertanto profittare della corresponsione di un minor tasso di interesse sulla somma erogata col finanziamento ove, all'opposto, in esito ad un aumento dello stesso parametro, entrambe le parti saranno soggette al medesimo rischio e ne condivideranno le relative conseguenze.

Un effetto analogo può notarsi rispetto alla figura del prestito in valuta straniera, nelle forme della denominazione e della indicizzazione in valuta. Clausole siffatte determinano l'esposizione del valore delle prestazioni contrattuali alle variazioni che possono interessare il tasso di cambio tra due monete. In altre parole, ciascuna parte sopporta, egualmente, il rischio di oscillazione del mercato: in ipotesi di apprezzamento della valuta estera, il creditore riceverà una maggior quantità di moneta domestica, necessaria al debitore per adempiere alla propria prestazione espressa o indicizzata alla valuta straniera ed, ovviamente, viceversa.

La principale caratteristica degli accordi volti alla condivisione del rischio nel contratto è, dunque, quella di allocare e distribuire il rischio finanziario dell'operazione su entrambi i contraenti, esponendo ciascuno di essi alle variazioni di valore che interessino un determinato

[118] L'analisi del mercato dei tassi e delle ripercussioni delle politiche monetarie europee è già stata approfondita in Cap. I, § 1.1.1.

mercato, sia esso dei tassi di interessi, dei cambi fra valute o azionario. Ciò determina una particolare relazione fra la clausola e l'operazione negoziale cui essa afferisce, qualificabile tanto sul piano strutturale che su quello funzionale.

4.3. Il trasferimento del rischio

Il secondo gruppo di accordi appartiene alla classe del trasferimento del rischio, o "*Risk transfering*". Come tali, si definiscono quei patti attraverso cui le parti negoziano l'incidenza del verificarsi di un evento incerto, individuando chi fra loro sarà tenuto a sopportarne le relative conseguenze. Negoziare un rischio sta, dunque, a significare che la parte sulla quale ricadrebbero determinate conseguenze economiche ha facoltà di trasferirle mediante strumenti giuridici all'altra parte. Fra le figure esaminate nella prima parte del lavoro, appartengono a questo secondo gruppo le clausole *floor*, *cap*, *collar*, *corridor*, quelle di rischio cambio o ad indicizzazione differenziale e quelle linked nella forma pura, garantita e parzialmente garantita.

Detta trasferibilità fra le parti del rischio finanziario assunto attraverso il contratto è resa possibile in ragione dei caratteri fondamentali del rischio che abbiamo individuato nell'introduzione. Quello finanziario, a differenza di altre tipologie di rischi che influiscono sull'attività dei privati, è rischio *i) isolabile* dalle restanti componenti del contratto[119], *ii)* suscettibile di *valutazione economica* e *iii) negoziabile* delle parti come *oggetto di scambio*. Pertanto, questi tre caratteri - *scindibilità, attribuzione di un prezzo*, *trasferibilità* – definiscono, di conseguenza, le coordinate essenziali che tratteggiano la natura degli accodi di trasferimento del rischio. In linea di massima, le parti trasferiscono tra loro un rischio al fine di trarre un vantaggio da un possibile andamento di mercato (cd. *speculation*), ovvero e all'opposto, come scudo avverso le perdite prodotte da mutamenti negativi di un indice finanziario (cd. *hedging*)[120].

---

[119] Sul profilo dell'isolamento del rischio, inteso come separazione di quella componente dalla restante complesso dell'operazione negoziale, vi è pluralità di consenso in dottrina, C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, cit., pag. 65, nonché E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2009, 6, p. 660.

[120] Significativamente, Hudson parla di questa funzione come "*shield against market movements*. *Purchase of a derivative product will enable a market participant to guard against movement in any obligations or exposures which it owes as parts of its commercial operations*", A. HUDSON, *The law on financial derivatives*, London, 2018, pag. 133. Più in generale, sulla funzione di gestione del rischio, v., G. CAPALDO, *Contratto aleatoria e alea*, Milano, 2004, pag. 185 ss.; ID., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, pag. 46. Allo stesso

Il risultato del trasferimento negoziale di un rischio si ottiene, in primo luogo, attraverso la sottoscrizione di accordi giuridici autonomi, *a latere* dell'attività finanziaria generatrice del rischio e da essa giuridicamente indipendenti: questi negozi sono conosciuti con il nome di contratti derivati[121]. Ad essi, sono state attribuite diverse specificazioni, funzionali ad una

---

modo anche C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, Milano, 2016, pag. 49, secondo cui "*del tutto consueto è infatti riconoscere il ruolo dei «derivati» come strumento per la gestione dei rischi*". Concorde è inoltre la dottrina aziendalistica, secondo cui "*la funzione primaria degli swap è quella di concorrere ai complessi processi di gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio, mediante la trasformazione dei flussi di cassa abbinati a operazioni di provvista e di impiego in lire o in divisa in modo tale che l'effetto netto dei* cash flows *esistenti e di quelli generati dalla operazione di swap dia luogo a una struttura finanziaria in linea con gli obiettivi in termini di valuta e di rendimento dell'impresa*", E. MONTI – C. MESSINA, *La finanza per l'impresa*, Torino, 1996, pag. 112.

[121] La scelta di parlare di contratti derivati al plurale è dovuto all'adesione, all'interno presente lavoro, a quella corrente dottrinale che guarda con scetticismo alla possibilità di definire tratti comuni degli strumenti finanziari derivati; in questo senso, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»,* cit., pag. 7, secondo cui "*Né mancano, già a questo proposito, le ragioni di dubbio e incertezza, essendo sicuramente opinabile se e in che termini possa ritenersi plausibile l'adozione di una prospettiva unitaria al fine di valutare le molteplici vicende per cui si parla di «derivato» o non sia preferibile un approccio analitico, senza quindi pretendere di costruire per esse un omogeneo punto di riferimento categoriale*". Un punto di vista analogo sulla necessaria "pluralità" della nozione di contratto derivato, è quella seguita da F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pag. 4, secondo cui "*Si deve evitare il contrario, e cioè cercare* a tutti i costi *di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà tra loro diverse*". La posizione è in polemica con quella espressa da E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, il quale ravvede le caratteristiche comuni del contratto derivato nella "differenzialità" come oggetto del contratto e l'"aleatorietà". Talune caratteristiche comuni degli strumenti finanziari derivati, quantomeno in ottica contabile, sono indicate all'interno dei principi OIC 32, secondo cui "*11. Un derivato è uno strumento finanziario o un altro contratto che possiede le seguenti tre caratteristiche: a) il suo valore varia come conseguenza della variazione di un determinato tasso di interesse, prezzo di strumenti finanziari, prezzo di merci, tasso di cambio, indice di prezzo o di tasso, rating di credito o indice di credito o altra variabile, a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, tale variabile non sia specifica di una delle controparti contrattuali (a volte chiamato il sottostante); b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a variazioni di fattori di mercato; c) è regolato a data futura*". Più comune, quantomeno in ambito internazionale, è di attribuire un significato più preciso al termine "derivato", piuttosto che cercare di individuare gli elementi caratterizzanti della fattispecie contrattuale. In questo senso si muove la definizione data in AA. VV., *Black's Law Dictionary*, B. Y. GARNER (a cura di), 9th ed., Eagan 2009, pag. 509, "*A financial instrument whose value depends on or is derived from the performance of a secondary source such as an underlying bond, currency or commodity*"; A. HUDSON, *The Law on Financial Derivative*, cit., pag. 123, "*So, here is an attempt at an outline definition: a derivative product is a financial product the value of which is derived from an undelying share*"; o, ancora, O. KEßLER, *Das Strukturrisiko von Finanzderivate*, Baden – Baden 2012, pag. 29, "*OTC – Derivate sind bi- oder trilaterale Verträge, die der Absicherung von Risiken im Zins-, Währungs- bzw. Kreditbereich (Hedging) oder aber der Spekulation dienen und die im Gegensatz zu börsengehandelten Derivaten weder verbrieft sind, noch an einer Börse gehandelt werden*"; M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., pag. 280 – 281, "*I derivati finanziari sono una categoria particolare di contratti a termine* [...] *In generale, per strumento derivato si intende lo strumento finanziario il cui valore è sempre funzione di un* «asset» *sottostante, che può essere rappresentato da un altro strumento finanziario, da una valuta, da un tasso di interesse, da una materia prima, da*

loro possibile riconduzione in "classi". Tradizionalmente, le varie manifestazioni cui la prassi negoziale ha dato forma vengono ricondotte agli schemi base definiti "radici" (*roots*) dei prodotti derivati[122], cui corrisponde, rispettivamente, un impegno di una sola delle parti a fronte del diritto potestativo dell'altra (*option*), una compravendita a termine ad un prezzo prestabilito (*forward*), ovvero ad uno scambio reciproco fra prestazioni pecuniarie il cui valore è determinato da indici differenti per ciascuna parte (*swap*). Ancora, un'ulteriore distinzione viene fondata sulla grandezza assunta come "sottostante" (*underlying*) dell'operazione in derivati, quali ad esempio, beni, merci, indici finanziari, eventi climatici, eventi legati all'insolvenza di una parte, etc.[123]. Infine, tali strumenti vengono altresì differenziati sulla base della sede di negoziazione e, in particolare, a seconda che essi siano scambiati su mercati regolamentati, ovvero direttamente conclusi tra le parti nel cosiddetto mercato *over-the-counter* (OTC). Si tratta, dunque, di rapporti contrattuali il cui contenuto "economico" e le cui caratteristiche tecniche sono sostanzialmente modellate sul negozio principale da proteggere, secondo una correlazione puramente finanziaria; sotto il profilo giuridico appaiono, invece, del tutto autonomi, sia rispetto alla causa che li sorregge, che in funzione dell'ulteriore prestazione di consenso necessaria alla conclusione. Può di conseguenza dirsi, con una formula di sintesi, che ogni contratto derivato reca con sé un effetto di trasferimento del rischio. Al contrario, non è però vero che ogni forma di trasferimento del rischio nel contratto è realizzata esclusivamente attraverso la sottoscrizione di un derivato[124].

---

un portafoglio di strumenti finanziari, ad esempio quello che compone un dato indice di borsa". La nota rivista di economia e finanza americana Forbes ha fornito un'ulteriore ricostruzione del fenomeno in chiave unitaria, definendo i derivati "*anything you lose money on in large quantities*",(*What are derivatives, and how could you lose USD 382 Million with them?*, in Forbes, agosto, 1997, 11, pag. 43).

[122] In particolare, taluno riconduce ulteriormente il nucleo della teoria sui derivati sull'applicazione di una serie di variazioni del modello base dell'*option*. Nelle parole dell'autore "*The most significant form of option for present purpose is the cash-settled option because it entitles the option-holder to receive the cash amount to which the option-holder is entitled under the option* [...] *Cash settlement is by far the more commonly used method of settlement. All other financial derivatives products are built on this basic concept*", A. HUDSON, *The law on financial derivatives*, cit., pag. 127.

[123] Questa tecnica è ad esempio impiegata nel TUF, il quale parla di "*contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie* [...] *Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito* [...] *altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali*" (Sezione C, Allegato al TUF, n. 5-10).

[124] Particolarmente noto è, ad esempio, il dibattito che è corso nel tracciare una linea di distinzione fra il contratto derivato con finalità di copertura del rischio ed il contratto assicurativo. L'analogia tra queste strutture negoziali pare difatti ravvisabile, in astratto, nel meccanismo per cui, a fronte del pagamento di un premio, il

La prassi esaminata nel primo capitolo ha messo difatti in luce l'esistenza di meccanismi interni al contratto – i.e. all'attività finanziaria generatrice del rischio – attraverso i quali le parti trasferiscono fra loro taluni rischi. La medesima autonomia giuridica che contraddistingue il *contratto derivato* cd. *stand alone* – e ne qualifica, di conseguenza, la disciplina applicabile ed il tipo contrattuale di riferimento – non si ravvisa o pare, comunque, sensibilmente attenuata nelle ipotesi in cui la gestione del rischio operi attraverso *convenzioni negoziali*. L'inscindibilità del contenuto di queste convenzioni rispetto all'intera operazione cui afferiscono alimenta dunque un diverso approccio al problema di qualificazione e, in particolare, quello diretto alla verifica di come siffatte dinamiche incidano sul funzionamento del contratto e che conseguenze economiche producano.

beneficiario compra una protezione avverso un determinato rischio (nella specie, di carattere *finanziario*). A maggior rigore, nei derivati creditizi, la cui funzione è fisiologicamente preordinata alla protezione del *buyer* contro l'insolvenza di un soggetto, sembrano costituire il punto di maggior tangenza con le finalità cui è preordinato il contratto assicurativo. L'argomento più convincente, in termini di differenziazione fra le due figure, pare doversi nuovamente rinvenire in chi sottolinea le analogie fra queste figure in termini di "aleatorietà" del contratto, differenziandole tuttavia in ragione della diversità di *alea* in discorso. In particolare, il contratto di assicurazione pare contraddistinguersi per il cd. *alea attuariale*, che "*realizza una funzione di gestione del rischio, o più correttamente, di trasferimento di un rischio da un singolo ad un imprenditore che gestisce professionalmente una pluralità di contratti, secondo la legge dei grandi numeri* [...] *Il procedimento tecnico attuariale, che consente di realizzare la dispersione dei singoli rischi, caratterizza, infatti, la funzione tipica contrattuale*" cfr. G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 249 ss. Conforme su questa posizione, anche F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2015, pag. 1333; nonché, A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., pag. 459 ss. Contrario invece alla qualificazione del derivato, nella specie, di *interest rate swap*, come contratto aleatorio, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pag. 74.

CAPITOLO III

IL RISCHIO FINANZIARIO NEL SISTEMA DEL CONTRATTO

SEZIONE 1: IL RISCHIO FINANZIARIO NEL(LE CATEGORIE DEL) CONTRATTO: OLTRE L'ALEATORIETÀ

Sommario:

1. Rischio e alea. Una correlazione sistematica; 1.1. La teoria dell'alea; 1.1.1. Il dato positivo; 1.1.2. Una distinzione controversa; 1.1.3. Le opinioni tradizionali. Critica; 1.2. Le clausole di gestione del rischio come problema di struttura e di funzione; 1.2.1.; La collocazione dell'alea e del rischio nel contratto. Spunti problematici; 1.2.2. (segue) due casi di studio; 1.3. Dalla teoria dell'alea al ruolo del rischio nel contratto: la prospettiva di disciplina; 1.3.1. L'emptio spei: la sintesi fra il momento strutturale e funzionale.

1. Rischio e alea. Una correlazione sistematica

La prassi oggetto d'analisi nel primo capitolo ha messo in evidenza la centralità dell'elemento del rischio tanto nella logica della singola convenzione, quanto nell'insieme delle disposizioni che vanno a definire il regolamento negoziale nel suo complesso. Le clausole di cui ci siamo occupati risultano ad oggi prive di una disciplina tipica che ne definisca compiutamente i limiti e sono dunque qualificate dagli interpreti sulla base di criteri di carattere soggettivo (secondo lo *status* delle parti contraenti), ovvero di carattere oggettivo (secondo il *nomen iuris* del regolamento negoziale cui sono inserite). Ebbene, abbiamo già messo in evidenza come siffatti criteri offrano una ricostruzione del fenomeno del tutto insoddisfacente, che ha dato adito, in più occasioni, a problemi in sede applicativa.

In quest'ottica, il tema, pur assumendo dei connotati che lo caratterizzano come fenomeno fortemente innovativo, costituisce anzitutto un terreno d'indagine di indiscutibile interesse per un confronto fra le categorie tradizionali del contratto e l'evolversi degli strumenti

negoziali nella fucina della prassi. L'incertezza sul risultato economico dell'operazione, da un lato, nonché la finalità di "gestione e neutralizzazione"[1] del rischio, dall'altro, oltre a rappresentare due elementi emersi come tratto caratteristico delle figure esaminate, richiamano difatti tematiche care alla letteratura tradizionale, quali la nozione di "rischio" ed "alea" nelle loro diverse accezioni, su cui ampi sono già stati gli studi e le costruzioni teoriche della dottrina[2].

Lungi dunque dalla pretesa di condurre una forzosa riconduzione ad unità della nozione di rischio finanziario e dei meccanismi preordinati alla sua gestione – della cui stessa opportunità pare potersi financo dubitare, in ragione della estrema eterogeneità dei contesti che verranno analizzati – il discorso muoverà, invece, dal più modesto proposito di collocare il fenomeno in esame nelle categorie di parte generale e negli elementi del contratto, al fine di dotarsi degli strumenti necessari per l'individuazione dei limiti cui le parti incorrono nella distribuzione del rischio finanziario nel contratto.

Nel far ciò, pare anzitutto opportuno precisare che il "rischio" – tantomeno quello di carattere finanziario - non rappresenta una categoria con la quale il diritto dei contratti si confronta in maniera uniforme, o al quale attribuisce una precisa valenza di carattere sistematico. Vari ed eterogenei sono difatti i richiami nel codice a siffatto concetto, in aggiunta alle norme che ne presuppongono il significato, pur senza menzionarlo espressamente. Di conseguenza, la dottrina ha da tempo intrapreso un'attenta attività di «decodificazione» per

---

[1] I termini sono di G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Roma 2004, pag. 148.

[2] Tra i contributi più significativi sul tema, e salvo quando poi sarà approfondito nel corso della trattazione, si indicano fin'ora, sul contratto aleatorio e la costruzione della categoria dell'alea, A. M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'*interest rate swap, Napoli, 2018; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova 2000; E. GABRIELLI, *Alea e rischio nel contratto*. *Studi*, Napoli, 1997; G. DI GIANDOMENICO, *I contratti aleatori*, in *I contratti in generale*, G. Alpa – M. Bessone (a cura di), Milano 1991, pag. 665 ss.; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano 1964; G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano 1960; R. NICOLÒ, voce «*Alea*», in *Enc. dir.*, Milano 1958, I, pag. 1024; A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, pag. 777 ss. Sul rischio contrattuale, M. ZACCHEO, *Risoluzione e revisione*, Roma 2000, pag. 21 ss.; A. GIAMPIERI, voce «*Rischio contrattuale*», in *Dig. Disc. Priv.*, sez. civ., XVIII, Torino, 1998, pag. 17 ss.; P. GALLO, *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, Milano 1992, pag. 385 ss.; E. GABRIELLI, *Il rischio contrattuale*, in *I contratti in generale. Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, W. Bigiavi (a cura di), Torino 1991; G. ALPA, voce «*Rischio contrattuale*», in *Enc. dir.*, XL, Milano 1989, pag. 1144 ss.; M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano 1969; G. ALPA – M. BESSONE – E. ROPPO, *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Napoli 1982; E. BETTI, *Lezioni di diritto romano, Rischio contrattuale, Atto illecito, Negozio giuridico*, Roma 1959; G. GORLA, *Del rischio e pericolo nelle obbligazioni*, Padova 1934.

verificare se, dall'analisi congiunta del dato normativo, fosse possibile inquadrare una nozione di rischio all'interno di alcune figure sintomatiche, al fine di tracciare quantomeno le coordinate essenziali per una definizione di "rischio contrattuale"[3]. Ebbene, ad emergere è che, per quanto siano possibili taluni raggruppamenti per singoli segmenti definitori[4], il "rischio" nel dettato normativo non può che venir inquadrato alla stregua di una mera formula linguistica, insensibile all'astrazione per principi generali e caratteri comuni. Tanto che, dall'analisi dei singoli tipi contrattuali nominati, si evince come ciascuno di essi si contraddistingua per un differente criterio nel suo riparto e che, anzi, proprio la scelta in termini di qualificazione costituisca uno dei parametri guida dell'interprete nella distribuzione degli stessi.

Dato dunque per acquisito che il "rischio" costituisce una espressione polisemica, cui il legislatore fa uso per ricomprendere vicende che in vario modo interferiscono negativamente sull'operazione contrattuale, è comunque possibile, più genericamente, riferirsi a due diverse accezioni entro cui il "rischio contrattuale" assume, o può in qualche caso assumere, rilievo giuridico[5]. Una prima, legata all'inadempimento della controparte, in dipendenza delle diverse cause generative dello stesso (impossibilità, fatto doloso o colposo del debitore, intervento di un terzo, etc.). Una seconda, relativa alla *diminuita soddisfazione dell'affare*, che

---

[3] Lo studio è stato condotto, in prima battuta, da G. ALPA, voce «*Rischio (dir.vig.)*», cit., pag. 627. L'autore conduce la propria analisi muovendo da un impiego del termine rischio in riferimento al contratto e non invece all'obbligazione. Conforme in questo senso, F. GALGANO, *Diritto Privato*, Padova 1985, pag. 311 ss., nonché V. POLACCO, *Obbligazioni*, Milano, 1898, pag. 344, nota . Contrario, invece, è G. GORLA, *Del rischio e pericolo nelle obbligazioni*, cit., pag. 49 ss., secondo cui "*è più esatto parlare di rischio nelle obbligazioni o rischio nei contratti?* [...] *Più esatto credo sia considerare l'obbligazione, non il contratto* [...] *Il rischio è un elemento dell'obbligazione, non del contratto. L'aver trasportato il rischio dall'obbligazione al contratto è fonte non ultima di un grave errore in materia: è facile scivolare nella questione di volontà, sia pure tipica, delle parti contraenti, cadere cioè, e si è caduti, nella questione della causa del contratto*".

[4] In quest'ottica, qualche autore ha ricondotto a sistema alcune esemplificazioni normative del concetto di rischio, fra le quali: *a)* rischio legato al perimento o smarrimento di una cosa, ovvero alla sua mancata venuta ad esistenza (artt. 1221, 1378, 1465, 1472, 1523, 1529); *b)* rischio come carattere speculare alla garanzia nei contratti caratterizzati dalla disciplina della garanzia stessa; *c)* nel contratto di vendita, il rischio è legato all'evizione e alle qualità del bene oggetto di scambio; *d)* in alcuni contratti tipici, questo non è menzionato espressamente, ma è ugualmente legato al perimento/deterioramento della cosa (es. contratto estimatorio, art. 1557; locazione, art. 1588; contratto di comodato, art. 1805; contratto di deposito, art. 1780); *e)* nel contratto di appalto, il concetto di rischio ricorre in riferimento alle circostanze imprevedibili (art. 1664, comma 2), alle garanzie (artt. 1667, 1668, 1669), alle causa non imputabili alle parti (art. 1672, 1673); *f)* il contratto di trasporto prevede un'articolata disciplina relativa alle diverse accezioni del rischio nella prestazione (art. 1678 ss.). Cfr. E. GABRIELLI, *Alea e rischio nel contratto. Studi*, cit., pag. 125 ss.

[5] Il riferimento va nuovamente a G. ALPA, voce «*Rischio contrattuale*», cit., pag. 1146.

scaturisca da una serie di circostanze, siano esse previste, prevedibili ovvero non previste, o imprevedibili, tali da sconvolgere l'economia complessiva della corrispettività fra prestazioni.

Proprio in correlazione a questa seconda accezione è scaturito il dibattito che ha ravvisato nell' "*alea*" e nel "*contratto aleatorio*" le categorie normative su cui edificare una disciplina del contratto nel quale il "rischio" e la sua gestione costituissero un momento essenziale del sinallagma negoziale, tale da condizionarlo *ab initio*[6]. La dimensione dell'"alea", intesa in un significato che più avanti sarà oggetto di precisazione, è difatti, a differenza di quella del "rischio", punto di riferimento di una normativa specifica, che poggia sul rilievo che il margine di incertezza può assumere nel caratterizzare il contenuto e la funzione di una relazione giuridica fra privati. Vediamolo più nel dettaglio.

1.1. La teoria dell'alea

1.1.1. Il dato positivo

Diversamente da quello attuale, il codice del 1845 conosceva una definizione espressa non tanto di "alea", quanto di "contratto aleatorio", profondamente ispirata al formante normativo francese: come tale, è da considerarsi "il contratto di sorte o aleatorio, quando per ambedue i contranti o per l'uno di essi il vantaggio dipende da un avvenimento incerto. Tali sono il contratto di assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco, la scommessa e il contratto vitalizio" (art. 1102)[7]. La logica che sottendeva alla previsione era quella di riconoscere un più ampio margine all'autonomia privata di dar forma a schemi negoziali in cui i vantaggi e le perdite dei contraenti dipendessero dal verificarsi di un evento incerto[8]. Tuttavia, gli ampi dibattiti che seguirono all'adozione di una definizione circostanziata del contratto aleatorio[9]

---

[6] In questo senso si esprime, R.NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1029.

[7] I primi commentatori al codice sottolineano, in particolare, le difficoltà derivanti da un inquadramento sistematico del contratto aleatorio, alla luce dell'abbandono di una sua distinzione sul piano normativo con la categoria del contratto commutativo. Ciò ha condotto taluno a ravvedere in quest'ultimo il *genus* all'interno del quale ricomprendere anche i contratti aleatori, che si caratterizzerebbero come sua *species*, in cui l'equivalente è rappresentato unicamente da una speranza o aspettativa. In questo senso, G. DEL VITTO, *Commentario teorico-pratico del codice civile del Regno d'Italia per singoli articoli*, IV, Torino 1879, pag. 31 ss.

[8] Il prevalere di un'ottica marcatamente liberale già in seno al dibattito antecedente l'introduzione del codice napoleonico aveva difatti sancito il riconoscimento di un più ampio margine di discrezionalità all'autonomia negoziale, anche rispetto ai contratti cd. "*rischiosi*". In questo senso, L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale,* cit., pag.15 ss.

[9] Una prima riflessione sistematica sulla categoria dell'alea viene tradizionalmente attribuita a R. J. POTHIER, *Oeuvres*, content *Les traiteés du droit français*, I, Bruxelles, 1831, pag. 5 ss. Il giurista francese, in particolare, li

condussero il legislatore del '42 ad astenersi dal formulare esplicitamente i caratteri essenziali della categoria, senza rinunciare comunque a dar rilievo alla teoria dell'alea attraverso il riferimento contenuto all'interno di alcuni istituti nel codice.

In particolare, solo quattro norme di diritto positivo richiamano espressamente il concetto di "*alea*" come categoria giuridica, a fronte di altre che lo presuppongono solo implicitamente.

Due di esse individuano, anzitutto, la disciplina del "contratto aleatorio", rispetto al quale è esclusa l'esperibilità *i)* del rimedio della rescissione per lesione (art. 1448, comma 4, c.c.) e *ii)* della risoluzione del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta (art. 1469 c.c.). Dalla lettura delle anzidette disposizioni vengono in evidenza due aspetti di rilievo centrale nella definizione della categoria dell'aleatorietà. Da un lato, quello del sostanziale "disinteresse" da parte del legislatore al rispetto di un nesso di proporzionalità fra le prestazioni, che si evince dalla scelta di disapplicare, per queste fattispecie, le regole che presidiano alla tutela dell'equilibrio economico iniziale nel contratto (rescissione per lesione), ovvero del suo mantenimento nel corso dell'esecuzione (risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta)[10]. Dall'altro, quello dell'esistenza della categoria di un "alea normale", quale limite quantitativo alle sopravvenienze giuridicamente rilevanti ai fini dello scioglimento del vincolo (art. 1467, comma 2, c.c.) [11], nonché di una distinzione fra "contratti aleatori per loro natura" e contratti aleatori "per volontà delle parti"(art. 1469 c.c.).

---

distingue dalla contrapposta categoria dei contratti commutativi, nei quali una parte da qualcosa all'altra e riceve l'equivalente di quello che ha dato ("*tel est le contrat de vente*"); all'opposto, nei contratti aleatori, un contraente, senza dar niente da parte sua, riceve qualcosa dall'altra, non per spirito di liberalità ma come prezzo del rischio che corre ("*tous les jeux sont des contrats de cette nature, aussi bien quel es gageures et les contrats d'assurance*"). A sua volta, l'autore distingue fra i contratti aleatori nei quali solo una delle due parti assuma il rischio della controprestazione (come nel contratto di assicurazione), ovvero quelli dove ciascuna delle parti sia esposta al rischio (come nel contratto di rendita vitalizia). Questa distinzione è poi stata recepita all'interno dell'art. 1964 del *code Napoléon*, sebbene la dottrina critichi l'artificiosità di siffatta articolazione, in ragione del fatto che un contratto non possa mai essere aleatorio per una sola parte, poiché vi è un nesso di proporzionalità diretta fra il guadagno di una e la perdita dell'altra che contraddistingue per definizione queste fattispecie; cfr. G. BAUDRY-LACANTINERIE - L. BARDE, *Delle obbligazioni*, in Trattato teorico-pratico di diritto civile, G. Baudry-Lacantinerie - L. Barde (a cura di), III, Milano 1914, pag. 17. La stessa idea è sostenuta da E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, III, Milano 1954, pag. 77. Di diverso avviso è invece, G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 170 ss.

[10] Sul tema dell'equilibrio nel contratto aleatorio, come avremo modo di approfondire nel prosieguo, si fa riferimento agli studi di A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, cit., pag. 788 ss.

[11] Nella relazione del Guardasigilli al Prog. Min., n. 245, l'alea normale dell'art. 1467 c.c. viene definita come "*quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità: rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto*".

Nondimeno, anche dalla lettura delle disposizioni di parte speciale emergono ben poche evidenze a sostegno della costruzione di una categoria unitaria del "contratto aleatorio".

Vi è difatti una sola disposizione che qualifica espressamente un negozio come tale, stabilendo che la vendita di una cosa futura risulta affetta da nullità qualora la *res* non venga successivamente ad esistenza, a meno che le parti non abbiano voluto concludere un "contratto aleatorio", nella cosiddetta fattispecie dell'*emptio spei* (art. 1472, comma 2, c.c.)[12]. A ben vedere, dunque, anche nell'unica ipotesi nella quale il legislatore parla espressamente di contratto aleatorio, lo fa in una prospettiva orientata a scopi diversi da quelli più propriamente definitori, limitandosi unicamente a predicare un'ipotesi speciale di esclusione del vizio di nullità nella disciplina della vendita[13].

Proseguendo l'indagine sui contratti tradizionalmente ritenuti aleatori, nessun riferimento esplicito è contenuto all'interno delle disposizioni speciali dedicate al contratto di assicurazione. La sua collocazione nell'alveo dei contratti aleatori ha da sempre suscitato un ampio dibattito in dottrina, in ragione della struttura - apparentemente - aleatoria su cui il codice costruisce la fattispecie, prevedendo lo scambio fra una prestazione certa (il pagamento del premio da parte dell'assicurato), a fronte di una prestazione incerta nell'*an* e nel *quantum* (l'indennizzo per il danno, l'erogazione di un capitale o una rendita, da parte dell'impresa assicuratrice)(art. 1882 c.c.)[14]. E neppure la figura che storicamente ha costituito l'archetipo

---

[12] Già il diritto romano conosceva la distinzione fra "*emptio rei speratae*" e "*emptio spei*". Solo quest'ultima figura importa l'assunzione di un vero e proprio rischio illimitato sulla non venuta ad esistenza del bene, in quanto, pur in questa ipotesi, il contratto resta valido ed il compratore non potrà pertanto chiedere la restituzione del prezzo pagato. Più diffusamente sulla regola, G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 69 ss.

[13] In questo senso, P. PERLINGIERI, *I negozi su cosa futura. La «compravendita» di cosa futura*, Napoli 1962, pag. 178.

[14] Il dibattito sulla qualificazione del contratto di assicurazione in chiave di aleatorietà è ampio ed articolato. In particolare, la dottrina tradizionale era sostanzialmente unanime nel riconoscerne il carattere di aleatorietà, A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 309 ss.; F. MESSINEO, voce «*Contratto (Diritto Privato – Teoria Generale)*», in Enc. dir., IX, Milano 1961, pag. 924 ss.; G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 178 ss.; A. PINO, *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1960, I, pag. 260 ss.; T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 1958, I, pag. 444 ss.; R. NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1030. Taluno ha più di recente parlato di aleatorietà sui generis del contratto di assicurazione, in considerazione delle peculiarità delle tecniche attuariali G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 249 ss., secondo cui, "*l'alea derivante dall'applicazione delle tecniche attuariali rimane irrilevante sul piano giuridico non assumendo rilievo autonomo, né inducendo una peculiare disciplina; si tratta in sostanza del «prodotto», del «risultato» dell'applicazione dei procedimenti attuariali* [...] *Si conclude, quindi, per l'esclusione del*

nella costruzione della categoria di aleatorietà, quella del giuoco e della scommessa, menziona espressamente questo concetto e si limita – nuovamente – a tratteggiare la disciplina applicabile (art. 1933 c.c.)[15]. Altrettanto più dirsi dell'ulteriore fattispecie che il codice previgente qualificava espressamente come "contratto aleatorio", la cd. rendita vitalizia (artt. 1872 ss. c.c.); il rilievo dell'alea, in questa figura, emerge solo implicitamente dall'analisi delle disposizioni ad essa dedicate[16]. In particolare, parte della dottrina ne ha ribadito siffatta natura, anche sotto la vigenza del nuovo codice, alla luce della previsione che sanziona con la nullità la rendita "costituita per la durata della vita di una persona che, al tempo del contratto, aveva già cessato di vivere" (art. 1876 c.c.)[17]; la possibilità, tuttavia, di strutturare il rapporto attraverso differenti modulazioni delle componenti assistenziali e previdenziali, rendono di fatto impredicabile una aleatorietà *ex se* del contratto di rendita vitalizia, che prescinda,

---

contratto di assicurazione dal novero degli aleatori". A favore, invece, V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2011, pag. 421 ss.

[15] In questo senso, U. GUALAZZINI, voce "*Giuochi e scommesse (storia)*", in *Enc. dir.*, XIX, Milano 1970, pag. 30 ss. Più in generale sulla figura, R. SACCO, *In tema di gioco o scommessa (a proposito della competizione «Lascia o raddoppia»)*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, I, pag. 410 ss.; G. B. FERRI, *La «neutralità» del gioco*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, pag. 28 ss. Con riferimento, inoltre, al profilo causale nel gioco e nella scommessa, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, pag. 131 ss.; M. BARCELLONA, *Della Causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova 2015, pag. 422 ss.; U. BRECCIA, *Causa*, in *Tratt. Bessone*, XIII, *Il contratto in generale*, III, Torino 1999, pag. 99 ss.

[16] Per una ricostruzione dell'istituto della rendita vitalizia può farsi riferimento, fra i molti, A. M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'*interest rate swap, cit., pag. 123 ss.; G. PERLINGIERI, *La scelta della disciplina applicabile ai c.dd. «vitalizi impropri». Riflessioni in tema di aleatorietà della rendita vitalizia e di tipicità e atipicità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.,* 2017, pag. 528 ss.; D. VALENTINO, *sub* art. 1861 ss., in *Commentario del Codice Civile*, E.Gabrielli (a cura di), Milano 2011, pag. 7 ss.; B. GARDELLA TEDESCHI, voce «*Vitalizio*», in *Dig. disc. civ.*, XIX, Torino 1999, pag. 741 ss.; G. DATTILO, voce «*Rendita (diritto privato)*», in Enc. dir., XXXIX, Milano 1988, pag. 853 ss.; E. VALSECCHI, *La rendita perpetua e la rendita vitalizia*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano 1961, pag. 193 ss. Di recente, è stato definito come contratto di rendita vitalizia onerosa "*l'accordo mediante il quale una parte (vitaliziante) si obbliga, dietro alienazione di un bene mobile o immobile, o la cessione di un capitale, a corrispondere ad un soggetto (vitaliziato) una prestazione perdiodica di dare denaro o altre cose fungibili per la durata della vita complata: quella del beneficiario, del debitore o di altra persona*", A. SPATUZZI, *Sul contratto oneroso di rendita vitalizia e sul ruolo dell'alea*, in *Riv. not.*, 2016, pag. 477 ss. Di recente si è inoltre espressa sul carattere di aleatorietà del contratto di vitalizio alimentare, confermando un orientamento ormai consolidato in giurisprudenza, Cass., Sez. II, 27 ottobre 2017, n. 25624, in *Giur. it.*, 2018, pag. 2357, con nota di D. MAFFEIS, *Alea razionale e scenari probabilistici nel vitalizio alimentare*.

[17] In particolare, la giurisprudenza ha ravvisato la nullità del contratto di vitalizio alimentare "*per mancanza di alea se, al momento della sua conclusione, il beneficiario sia affetto da malattia che, per natura e gravità, renda estremamente probabile un esito letale e ne provochi la morte dopo breve tempo o abbia un'età talmente avanzata da non poter certamente sopravvivere oltre un arco di tempo determinabile*", v. Cass., 28 settembre 2016, n. 19214, in *Rep. Foro.it*, 2016, voce «*Rendita vitalizia*», n. 5.

dunque, da una valutazione dell'interesse concreto perseguito dalle parti. Di aleatorietà si è infine parlato in merito ai contratti di prestazione di servizi e attività di investimento, specie per la negoziazione in strumenti finanziari derivati, alla luce del dibattito che per decenni ha diviso la dottrina sulla loro riconducibilità alla fattispecie del giuoco e della scommessa, ad oggi superato dalla previsione dell'art. 23, comma 5, TUF. Ciò nonostante, se pur la dottrina assolutamente maggioritaria qualifichi il contratto deriva, nella specie, l'*interest rate swap*, come contratto aleatorio, non mancano comunque opinioni di senso opposto[18].

Da questa breve panoramica sul dettato normativo emergono due considerazioni preliminari sull'indagine che andremo a svolgere.

La prima è che l'*alea* si caratterizza come un problema che può contraddistinguere, in astratto, un qualunque schema negoziale a prestazioni corrispettive. Ciò è tanto vero nella misura in cui il codice non prefigura - salvo il richiamo contenuto nella disciplina dell'*emptio spei* - alcun negozio tipicamente aleatorio, ma attribuisce anzi pieno riconoscimento alla volontà delle parti di inserire, nella fisionomia di un contratto a struttura commutativa, elementi di aleatorità della prestazione (la già richiamata, *aleatorietà convenzionale* di cui all'art. 1469 c.c.), così come, all'opposto, non vieta di configurare in chiave commutativa dei rapporti che altrimenti si caratterizzerebbero per la loro natura aleatoria.

La seconda è che la qualificazione di un patto di gestione del rischio come convenzione aleatoria dipende – e pare quasi superfluo richiamarlo – dalla corrispondente nozione di "alea" assunta come riferimento per la costruzione della disciplina, nonché della sua collocazione fra gli elementi essenziali del negozio.

Su questo secondo profilo pare ora opportuno spendere qualche ulteriore parola.

1.1.2. Una distinzione controversa

Una prima conclusione cui pare potersi dare risalto è che i confini tra *alea* e *rischio* nel contratto appaiono tanto incerti poiché scontano, a monte, un difetto di chiarezza nella nozione che corrisponde a ciascuno di questi termini singolarmente considerato. Detto altrimenti, pare difficile circoscrivere il ruolo assunto da ognuno di essi nella dinamica di costruzione del regolamento negoziale, se risulta già complesso, di per sé, dare una

[18] Si veda, in particolare, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, pag. 70 ss.; G. GIOIA, *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, II, pag. 2212; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, *in I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, E. Gabrielli – R. Lener (a cura di), Torino 2004, pag. 1086.

definizione unitaria di ciascun concetto; prova ne è – e lo vedremo - che ogni rigida distinzione con la quale si è cercato, nel tempo, di dar forma ad una nozione giuridica di alea e di rischio ha ben presto mostrato i limiti di un siffatto approccio, tanto da far ritenere a qualcuno che tali disquisizioni terminologiche rappresentino, in fin dei conti, delle "sottigliezze di scarso rilievo"[19]. Sembra dunque cogliere esattamente il punto quella dottrina che ravvisa nel "rischio" "un'espressione ellittica"[20], contraddistinta da un "high degree of abstraction"[21], e nell' "alea" "una mera sintesi di problematiche differenti e, talvolta, discordanti, riconducibili ad una pluralità di fattispecie, variamente disciplinate dal legislatore"[22].

Questa constatazione, seppur condivisibile, non rappresenta tuttavia una rinuncia preventiva alla ricerca di regole e criteri guida uniformi, quanto, piuttosto, una premessa di carattere metodologico, che invita a cogliere tutte le diverse sfaccettature del problema, sulla base di un approccio fondato sul brocardo "*distingue frequenter*".

Orbene, fin ora abbiamo gettato uno sguardo a come il diritto positivo consideri questi fenomeni in un'ottica marcatamente "tipologica", declinando taluni caratteri del rischio e dell'alea a seconda delle singole figure prese in esame. Si è però dell'impressione che il rischio finanziario possa costituire un terreno di studio di particolare interesse per saggiare la tenuta e la rigidità dei confini concettuali tra "rischio" e "alea".

Fra le varie sfumature del concetto di rischio prese in esame, quella che più di ogni altra si avvicina alla materia di riferimento del presente lavoro è legata all'incertezza sul risultato economico del contratto, in dipendenza di una serie di fattori capaci di incidere sull'economia globale dell'affare ed estranei alla sfera di dominio delle parti contraenti. Qui il confine tra le nozioni di alea e rischio si fa addirittura più sottile, se si accedere alla definizione di chi considera aleatorie "quelle ipotesi in cui la possibilità di conseguenze favorevoli o sfavorevoli all'interesse di uno o più soggetti, derivanti da un evento incerto, incida sul risultato economico dell'attuazione di un rapporto contrattuale"[23].

---

[19] R. NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1025.

[20] G. ALPA, voce «*Rischio (Diritto vigente)*», cit., pag. 1147.

[21] E. W. PATTERSON, *The aportionment of business risk through legal devices*, in *Columbia Law Review*, 1924, pag. 336.

[22] G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 274.

[23] R. NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1025. Sulla stessa posizione è L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949, pag. 240.

1.1.3. Le opinioni tradizionali. Critica

Le posizioni in dottrina risultano, sul punto, tutt'altro che convergenti.

In particolare, ad emergere è anzitutto il noto dibattito che, specie in passato, usava distinguere a seconda che il vantaggio ed il danno incerto incidano sulla determinazione giuridica dell' *an* e del *quantum* delle prestazioni («alea giuridica»), ovvero sul solo valore economico delle stesse («alea economica»); a ben vedere, solo la prima di queste tipologie costituirebbe elemento essenziale dell'obbligazione, mentre la seconda andrebbe unicamente ad individuare un intento speculativo delle parti, che riposerebbe, tuttavia, al di fuori del negozio[24]. Altrettanto nota è però la critica secondo cui, ricostruendo la categoria del contratto aleatorio sulla base dell'ascrizione dell'alea all'interno degli elementi essenziali del negozio, si finirebbe per riprodurre un ragionamento puramente tautologico, evitando di fronteggiare il reale problema del contratto aleatorio come sintesi fra momento strutturale e funzionale[25].

Una seconda posizione, di diverso respiro, è quella che caratterizza l'aleatorietà finanziaria o, meglio, l'incertezza derivante dalla variabilità dei parametri finanziari nei contratti di borsa, come un problema di "alea normale del contratto" (art. 1467 c.c.)[26]; secondo questa dottrina, l'alea normale altro non costituirebbe se non il rischio economico sotteso a ciascuna operazione, in funzione dei diversi eventi che possono investire l'operazione concretamente conclusa[27]. Siffatta caratteristica contraddistinguerebbe anche quei negozi che, pur non

---

[24] La nozione è nota anche alla dottrina francese, secondo cui "*l'aléa juridique justifie un déséquilibre des prestations à l'origine de la convention, déséquilibre considérable puisqu'il pèse sur l'étendue voire sur l'existence de l'objet de l'une des obligations, l'aléa économique rend incertain l'équilibre definitif de la convention*", A. MORIN, *Contribution à l'étude des contrats aléatoires*, Clermont-Ferrand, 1998, pag. 7. Nella dottrina nazionale vi è poi chi parla di "rischio economico", che incide sul valore di una prestazione già determinata nel suo ammontare, e di "alea giuridica" o "negoziale", che riguarda l'esistenza stessa della prestazione oppure la sua determinazione, M. ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Pavia 1954, pag. 356 ss.

[25] Un esempio spesso citato per sottolineare la sostanziale inconsistenza di tale distinzione, è quello di R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, Torino, 2016, pag. 458, "*La linea di confine fra alea economica e alea giuridica è pertanto labile. Se pago sei milioni di lire oggi per avere diecimila dollari fra due anni, non c'è alea giuridica; ma se pago sei milioni di lire per avere tra due anni l'equivalente in lire di diecimila dollari c'è alea giuridica*". Critici sul punto anche, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., pag. 55 ss.; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 225 ss.

[26] La tesi è di T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 448 ss.; nello stesso senso anche, E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1986, I, pag. 570 ss.

[27] Nella relazione del Guardasigilli al Prog. Min., n. 245, l'alea normale dell'art. 1467 c.c. viene definita come "*quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità: rischio al quale ciascuna parte implicitamente*

assumendo i connotati propri dell'aleatorietà, sarebbero comunque soggetti a variazioni nella misura delle prestazioni, financo al loro totale azzeramento, e per i quali, dunque, le parti si sarebbero accordate per sopportare uno squilibrio sopravvenuto di qualsiasi valore. La conseguenza di questo orientamento è quella di riportare il rischio finanziario all'interno dell'alea normale (illimitata) del contratto, e di escludere pertanto l'esperibilità di ogni rimedio relativo alle sperequazioni sopravvenute nel corso del rapporto - siano esse anche dipendenti da fattori non prevedibili e straordinari - in considerazione di una sorta di presunzione assoluta di insuperabilità del limite dell'alea normale[28]. Anche la tesi dell'estensione convenzionale dell'alea pare doversi sottoporre a necessaria revisione. Il

---

si sottopone concludendo il contratto". La dottrina prevalente ricollega la nozione di "alea normale del contratto" al profilo della risolubilità del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta. Secondo taluno, l'alea normale rappresenta "*quel margine di incertezza dei danni e del profitto connessi al possibile variare delle circostanze dell'adempimento, che la legge non considera costituire un'eccessiva onerosità immediatamente apprezzabile causa di risoluzione del contratto, anche quando si tratti di una variabile dipendente da circostanze straordinarie e non prevedibili*", M. BESSONE, Ratio legis *dell'art. 1467 c.c., risoluzione per eccessiva onerosità e normale alea del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, pag. 5 ss. Secondo altri, l'alea normale si sostanzia nella "*possibile e prevedibile influenza sulle prestazioni di oscillazioni dei valori di mercato connesse ad una delle prestazioni corrispettive*", G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 135. Un'indagine più approfondita sulla nozione è condotta da A. GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.,* 1960, I, pag. 441 ss. Critico, invece, di questo approccio, V. ROPPO, *Impossibilità sopravvenuta, eccessiva onerosità della prestazione e "*frustration of contract", in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1973, pag. 1248, secondo cui "*dubbi ancora nuovi sorgono allorché si tratta di precisare in che consiste quell'*"alea normale del contratto" *al cui superamento è condizionata l'attitudine dell'eccessiva onerosità a costituire causa di risoluzione del rapporto. Se infatti ad un approccio scarsamente problematico può sembrare che la nozione di alea normale derivi il suo contenuto in via diretta immediata da quella di eccessiva onerosità* [...] *se ancora taluno pare riassorbire il giudizio di (a)normalità dell'alea contrattuale in quella di (stra)ordinarietà e (im)prevedibilità dell'evento, impostazioni meno semplificanti avvertono la necessità di attribuire al concetto di alea normale ruolo e contenuto autonomo e ben differenziato così rispetto a quello di eccessiva onerosità come rispetto a quello di avvenimento straordinario e imprevedibile*".

[28] La logica di questo ragionamento trova tuttavia un limite, per colui che l'ha proposta, nei rischi assunti per un fatto imputabile ad una delle parti dell'operazione. In particolare, si discorreva del problema della sospensione delle contrattazioni di borsa in seguito ad uno sciopero degli agenti di cambio nel periodo in cui l'operatore era tenuto a fornire una risposta relativamente alla riscossione del premio (contratto di borsa a termine a premio, detto anche *dont*); siffatta circostanza impediva di fatto all'investitore di valutare la convenienza economica derivanti dalla decisione di abbandonare o ritirare i titoli. Questa facoltà rimaneva pertanto giuridicamente possibile, ma sostanzialmente priva delle informazioni sulla cui base poteva essere esercitata fruttuosamente da parte dell'investitore. Secondo T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 453, "*L'operatore di borsa assume sì il rischio di una sospensione delle contrattazioni per forza maggiore o fatto del principe; non già di una sospensione delle contrattazioni per volontà degli agenti di cambio (controparti di clienti); non occorre certo ricordare che nel trattare di rischi e loro assunzioni si fa appunto sempre capo a rischi per eventi non imputabili a uno dei contraenti*".

merito di questa posizione è senz'altro quello di risolvere un problema di disciplina del rapporto (l'esclusione della risoluzione per eccessiva onerosità), senza compromettere il profilo della qualificazione estendendo in modo indiscriminato la figura del contratto aleatorio ogniqualvolta si sia in presenza di variabili finanziarie. Già però fin dai primi commenti è emerso che il giudizio sulla «*normalità*» dell'alea e della sua possibile illimitatezza si concilia unicamente con una qualificazione condotta in astratto, fondata sull'ascrizione del contratto ad un tipo normativo[29]; la categoria risulta, invece, compromessa ove venga in rilievo l'operazione considerata in concreto.

1.2. Le clausole di gestione del rischio come problema di struttura e funzione

Nell'ambito dei patti in esame, quella tra alea e rischio finanziario rappresenta una correlazione che si misura, in tutta evidenza, nella funzione "tipica" di siffatte clausole, ovverosia quella di gestione e neutralizzazione del rischio[30]. Questo primo passaggio risulta fondamentale per i risvolti in chiave di individuazione della disciplina e del controllo esercitabile sulle convenzioni in esame.

Le convenzioni di gestione del rischio finanziario, secondo un linguaggio più familiare al civilista, possono ricondursi alla categoria delle tecniche negoziali di riparto del rischio contrattuale[31]. L'ordinamento riconosce all'iniziativa economica individuale un certo margine di discrezionalità nella distribuzione delle potenziali ricadute negative dell'operazione conclusa. A ben vedere, questa manifestazione di autonomia dei contraenti rispetto al rischio avviene già al momento della scelta del tipo negoziale, che costituisce un primo indice della volontà di sottostare ad una disciplina fissata *ex lege,* rispetto ad un modello contrattuale tipico; ed anzi, è proprio siffatta qualificazione a costituire il criterio più attendibile per stabilire a quale regime di distribuzione del rischio le parti abbiano inteso aderire[32]. Il regime normativo offerto dal ricorso ad uno specifico tipo negoziale può tuttavia

---

[29] A. GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, cit., pag. 435.

[30] In questo senso, G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 185 ss.

[31] Di esse dà espressamente conto, A. GIAMPIERI, voce «*Rischio contrattuale*», cit., pag. 21, rifacendosi alla classificazione di G. ALPA, voce «*Rischio contrattuale*», cit., pag. 1146 ss.

[32] Sull'importanza della qualificazione del tipo come criterio di riparto si veda M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, cit., pag. 350, il quale riconosce che "*al fine di individuare un criterio di ripartizione dei rischi e dei danni conseguenti alle circostanze che sia davvero coerente all'economia dell'affare, la qualificazione del contratto è davvero indispensabile*". La dottrina tedesca ha posto al centro del dibattito sulla distribuzione del

non essere sufficiente a regolare tutti i potenziali profili di rischio cui le parti possano venir esposte, ovvero può presentare una regolazione cui i contraenti, in quanto portatori di specifiche esigenze, intendano derogare, proponendo un diverso schema di riparto.

Il tema delle convenzioni negoziali di gestione del rischio si pone, dunque, non solo in presenza di un accordo atipico, ma altresì in ipotesi di negozi tipici cui vengano apposte patti atipici, che deviino dall'assetto di ripartizione del rischio che altrimenti caratterizzerebbe quella fattispecie negoziale(33). In entrambi i casi, l'autonomia privata non rappresenta comunque il criterio ultimo per la determinazione della distribuzione del rischio nel contratto. Da un lato, l'accordo delle parti può non coprire ogni circostanza suscettibile di influenzare la corrispondenza di valore fra le prestazioni in corso di esecuzione, in luogo della molteplicità di variabili che possono interessare la buona riuscita di un affare; allo scopo sovvengono, principalmente, le regole sull'interpretazione del contratto, sulla ricostruzione della volontà dei contraenti, e quelle sull'integrazione suppletiva del regolamento. Dall'altro, anche rispetto alle circostanze coperte da una distribuzione convenzionale, l'autonomia non può comunque esplicarsi in modo incondizionato, ma trova, nelle regole dell'ordinamento, dei precisi vincoli, tanto sul piano della disciplina che in ordine al riconoscimento di rimedi; per dirla come un grande autore del passato "nel porre il precetto, le parti dell'un canto

---

rischio il rilievo assunto dai *gesetzlichen Schuldvertragstypen*. È nota, in particolare, la posizione di W. FLUME, *Das Rechtsgeschäft*, in *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, Berlin-Heidelberg, New York, 1965, vol. II, pag. 507, il quale parla della scelta del tipo negoziale come criterio per l'individuazione del soggetto che debba assumere il "*Risiko der Wirklichkeit*" (rischio della realtà). L'autore passa in rassegna alle principali tipologie di contratto nominato per ricostruire il criterio della distribuzione del rischio, attraverso la cd. dottrina del fondamento negoziale (*die Lehre von der Geschäftsgrundlage*). Ad esempio, nel contratto di vendita (*Kaufvertrag*), il rischio della realtà che deve essere ripartito è quello relativo alle condizioni normali o convenute, alle quali il venditore deve consegnare la cosa al compratore (*Der Kaufvertrag* [...] *ist auf die Wirklichkeit so bezogen, daß der Verkäufer dem Käufer die Kaufsache in der normalen oder vereinbarten Beschaffenheit zu liefern hat*).

(33) Il richiamo va nuovamente all'impostazione seguita dalla dottrina tedesca, che individua il punto con precisione. Si riconosce difatti al giudice il compito di valutare che il contratto non contenga determinate clausole che introducano un regime di distribuzione del rischio diverso da quello che caratterizza il tipo contrattuale (*"Ebenso ist in jedem Falle zu prüfen, ob sich nicht aus zusätzlichen Vertragsklauseln zu einem bestimmten Vertragstypus eine andere Risikoverteilung ergibt, als sie für den Vertragstypus an sich anerkannt ist"*). Vi sono inoltre, tipi contrattuali che non prevedono specifiche norme che regolino la distribuzione del rischio, e le regole di parte generale non sia in grado di valorizzare efficacemente le specificità di quel determinato tipo. In questo caso, l'intervento giudiziale costituisce un meccanismo di tutela ed integrazione dell'autonomia privata, senza sovrapporsi tuttavia ad essa (*"Der Richter hat also ein Norm zu finden, welche auf den Vertragstypus ausgerichtet ist, und diese Norm muß sich in das Ganze der Rechtsordnung einfügen"*). V., W. FLUME, *Das Rechtsgeschäft*, cit., pag. 527-528.

esercitano poteri, dall'altro incontrano limiti negativi e oneri positivi che concernono l'idoneità dei mezzi messi in opera e importano il rischio della inefficacia"[34]. Specie in ambito dei contratti predisposti e dei negozi destinatari di massicci interventi di regolazione – come quelli analizzati all'interno del primo capitolo – ancor più sensibile diviene dunque il problema di individuare una disciplina ed i limiti sulla distribuzione convenzionale dei rischi nel contratto.

1.2.1. La collocazione dell'alea e del rischio nel contratto. Spunti problematici

Ebbene, in quest'ottica, sarà cura di dimostrare come il rischio finanziario sia suscettibile di incidere tanto sul contenuto, quanto sulla funzione del contratto e come, da tali basi, occorra muovere per definire la disciplina ed i limiti alla gestione del rischio. Ciò spiega perché, ai fini della presente indagine, la teoria dell'alea, nell'accezione di finanziarietà di cui discorrevamo in precedenza, rappresenti un passaggio fondamentale nella costruzione delle categorie.

Il punto è già noto, da tempo, in dottrina.

Vi è difatti chi ha parlato dell'alea come "un problema interessante che può incidere sia sulla causa che sul tipo è quello dell'alea"[35], chi del rischio come "oggetto del contratto aleatorio"[36] e chi considera, invece, l'alea come "un particolare criterio di misura della prestazione"[37]. Né, d'altra parte, la giurisprudenza sembra fornire ulteriori chiarimenti sul punto quando, nel sottoporre al vaglio un contratto di rendita vitalizia, statuisce che il negozio si caratterizza per "situazione di incertezza economica in quanto il vantaggio e la correlativa perdita economica rimangono collegati all'imprevedibile durata di sopravvivenza del beneficiario della rendita [...] A tal proposito si è anche chiarito che l'alea così intesa viene ad incidere sulla stessa *causa* del negozio e sul suo *oggetto*, assumendo il valore di un elemento essenziale"[38].

Alla luce di quanto ricostruito, la dimensione del rischio pare potersi inquadrare – e pare difatti essere stata tradizionalmente inquadrata - sotto due possibili punti di osservazione. Da

---

[34] E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli 1994 (ristampa), pag. 160.

[35] G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968, pag. 358, nota 27.

[36] A. BOSELLI, *Le obbligazioni fondamentali nel contratto aleatorio*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, pag. 596 ss.

[37] T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 441.

[38] Cass., SS.UU. 16 giugno 1981, n. 3092, in *foro.it*, 1982, I, c.477, corsivo aggiunto.

un lato, essa può rilevare quale contenuto della prestazione delle parti, il cui oggetto dell'accordo deve sottostare ai requisiti di possibilità, liceità, determinatezza o determinabilità (art. 1346 c.c.). Dall'altro, essa può assumere rilievo nella prospettiva della causa del negozio, della funzione concretamente perseguita dal regolamento atipico convenuto (art 1322 e art. 1343 c.c.).

1.2.2. (segue) Due casi di studio

Il tema si ripropone con assoluta centralità nel contesto delle clausole di gestione del rischio. Due recentissime pronunce della corte di legittimità aiutano a comprendere il punto.

In una prima decisione[39], la Corte affronta il problema della validità e della qualificazione[40] di un contratto di leasing immobiliare il quale prevedeva, per la determinazione del canone, due clausole di indicizzazione: la prima al LIBOR3M al franco svizzero, la seconda al tasso di cambio Euro-CHF[41]. Le parti danno inoltre esplicitamente atto della natura *aleatoria* delle clausole, poiché il rapporto di cambio tra la moneta europea e quella elvetica costituisce un elemento di incertezza dal quale dipende il guadagno dell'una e dell'altra parte. Ebbene, la Corte, confermando la pronuncia del collegio d'appello con la quale veniva riconosciuta la nullità delle clausole di indicizzazione, inquadra le suddette convenzioni come clausole di determinazione dell'oggetto *per relationem*, sottoposto ai requisiti di determinatezza e determinabilità *ex* art. 1346 c.c. La circostanza per cui non sia possibile identificare un criterio unitario per il calcolo del tasso di interesse e, anzi, l'utilizzo dell'uno o dell'altro conduca a risultati sensibilmente differenti, è indice dunque dell'indeterminatezza dell'oggetto del contratto e della conseguente nullità del patto.

Diversamente ha invece operato la Corte in presenza di una clausola di gestione del rischio finanziario inclusa in contratto di assicurazione indicizzato[42]. Il negozio sottoposto al

---

[39] Cass., Sez. III, 25 giugno 2019, n. 16907.

[40] In particolare, le doglianze sollevate attenevano *i)* alla qualificazione delle suddette clausole come strumenti finanziari derivati, poiché il rilievo che il rischio di cambio assumeva nell'operazione incideva sulla causa in concreto del negozio; *ii)* alla indeterminatezza e indeterminabilità del contenuto del contratto, con riferimento al tasso di interesse del rapporto.

[41] Per l'analisi tecnica di entrambe queste modalità di indicizzazione alla valuta straniera, si veda, Cap. I § 2.3.2.

[42] Cass., Sez. III, 5 marzo 2019, n. 6319, in *Giur. it.*, 2019, con nota di S. LANDINI, *Sulla validità/invalidità delle polizze linked*, pag. 1024 ss. In particolare, il contratto prevedeva che l'assicurato versasse un premio unico che veniva investito nell'acquisto delle quote di un fondo assicurativo al fine di massimizzare la sua redditività al

giudizio della Cassazione consisteva in un'assicurazione sulla vita *unit linked*, con prestazioni collegate al valore di quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio(43). In particolare, la questione verteva sulla legittimità della clausola con la quale veniva garantito comunque il rimborso di una certa quota del capitale investito, indipendentemente dalla *performance* delle quote del fondo (clausola *unit linked partial guaranteed*). In questo contesto viene in evidenza come il ragionamento della Corte si sposti dal piano del contenuto a quello della funzione del negozio, poiché siffatte clausole – o meglio – la distribuzione del rischio ad esse sottese – investono direttamente la determinazione dello scopo pratico realizzato dal contratto. Al di là del *nomen iuris* attribuitogli dalle parti(44), il giudice dovrà infatti valutare come le clausole identifichino la distribuzione del rischio nel contratto al fine di qualificare lo stesso come negozio di investimento ovvero di assicurazione, e – anche in presenza di contratti a causa mista, con prevalenza della componente finanziaria – verificare la compatibilità di ciascuna delle componenti del contratto alla disciplina normativa all'uopo dettata.

Causa e contenuto costituiscono, in conclusione, due prospettive centrali da cui osservare il fenomeno del rischio finanziario e da cui occorre prendere spunto nel costruire una disciplina dei patti di gestione. Come avremo tuttavia modo di approfondire nel prosieguo, questi due aspetti non sembrano imporre necessariamente una rigida alternativa fra loro(45), e ciò si spiega alla luce di due diversi fattori. In primo luogo, la diffusione di patti che attribuiscono rilievo al rischio finanziario "*ex se*" ed individuano per esso regole apposite,

---

momento del riscatto della polizza. In caso di decesso, l'assicurato aveva difatti titolo a ricevere il controvalore derivante dalla liquidazione delle quote, maggiorato di un capitale aggiuntivo calcolato attraverso applicazione di una percentuale sul controvalore delle quote. Tuttavia, in esito al crack "Maddoff", la perdita di valore delle operazioni finanziarie coinvolte nello scandalo aveva comportato il sostanziale azzeramento del valore delle quote del fondo di investimento cui siffatti prodotti erano collegati, con conseguente perdita del capitale iniziale investito a premio.

(43) Per analisi di questa tipologia negoziale nonché delle clausole *unit linked* garantite, si veda, Cap. I, §§ 3.3.2. ss.

(44) V., Cap II, § 3.3.

(45) Già in passato si sottolineava che, nella prospettiva funzionale, causa e oggetto finiscono per "*sovrapporsi in un groviglio concettuale, da cui risulta difficile districarsi*", G. B. FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà e norma*, Rimini 1987, pag. 110. Sul punto anche, di recente, C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., pag.193, secondo cui "*non vi è dubbio del resto che i temi della causa e dell'oggetto sono inevitabilmente destinati a interferire l'uno con l'altro: se non altro in quanto, se la prima individua un giudizio sull'operazione contrattuale, è il secondo che, in quanto essenziale per definire l'assetto di interessi che si vuole fissare con il contratto* [...] *può spesso porsi in primo piano come uno dei dati che in tale giudizio debbono essere considerati e ne forniscono il materiale*".

rendono molto più sottile il confine tra l'oggetto dello scambio e la funzione perseguita dal negozio, tendendo a sovrapporre questi due elementi in alcune fattispecie più significative(46). In secondo luogo, il moto di rinnovamento seguito dagli ordinamenti europei mostra una linea di tendenza volta all'abbandono di una rigida distinzione fra i suddetti elementi, che trova la conferma più evidente nell'abbandono, in esito alla recente riforma del diritto delle obbligazioni in Francia, della nozione di causa(47).

1.3. Dalla teoria dell'alea al ruolo del rischio nel contratto: la prospettiva di disciplina

Ebbene, nessuna delle tesi prospettate fin ora pare offrire una ricostruzione soddisfacente del problema del rischio finanziario nelle categorie del contratto. Entrambe mettono, difatti, in luce le evidenti difficoltà di caratterizzare in termini formali la dimensione del rischio finanziario nonché di inquadrare la sua interazione con il concetto di "alea". Fin ora abbiamo difatti passato in rassegna *i*) un'aleatorietà *tipica*, che sembra caratterizzare talune figure nominate nel codice; *ii*) un'aleatorietà *convenzionale*, frutto di un intervento ad opera dell'autonomia privata su di un negozio con struttura tipicamente commutativa; *iii*)

(46) In particolare, un dibattito che di recente ha interessato l'indagine sui contratti derivati finanziari è quello relativo all'inclusione del MTM fra gli elementi essenziali dell'*interest rate swap*. L'orientamento più recente nella giurisprudenza di merito ha ritenuto invalido un contratto di *irs* nel quale non fosse stato esplicitato il valore MTM per indeterminatezza dell'oggetto, v., App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, in *giust. civ.com*, con nota critica di L. VIGORITI, *Il mark to market come requisito essenziale del contratto di Interest Rate Swap*. Il mark to market, quale differenziale attualizzato di contrapposti flussi finanziari, assume il valore di vero e proprio oggetto del contratto di *irs*. La difficoltà di un consenso uniforme sulla qualificazione del mark to market sconta, a monte, il contrasto che tutt'ora interessa la causa e l'oggetto dei contratti derivati di *interest rate swap*.

(47) Nel commentare la recente ordinanza con la quale si è riformata, in Francia, la disciplina del diritto delle obbligazioni e dei contratti (l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n°0035 del 11 febbraio 2016), due giuristi di *common law* sottolineano come "*l'aspetto più rivoluzionario della riforma francese è l'abolizione della causa*", v., J. SMITH – C. CALOMME, *The reform of the French law of obligations – Les jeux sont faits*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2016, p. 1040 ss. Come sottolineato però dai commentatori più attenti, seppur si è assistito ad un superamento della categoria dogmatica della causa, allo stesso tempo non se ne è inteso cancellare del tutto le funzioni ed i bisogni che stanno alla base, recuperandole attraverso altre disposizioni del *code civil*. Cfr. E. NAVARRETTA, *La causa e la réforme du code civil francese*, in *Persona e mercato*, 2018, pag. 207 ss., secondo la quale, "*La causa non pare più rivolta alla tutela di un interesse generale, per cui senza il vestimentum che garantisce la razionalità dell'accordo lo stato non converte l'accordo in legge fra privati, ma diviene mero strumento di tutela delle parti, tant'è che, nonostante l'asimmetria per cui solo negli atti a titolo gratuito va provato anche l'errore, in ogni caso il rimedio esperibile pare quello della nullitè relative.*"

un'aleatorietà *normale,* quale caratteristica immanente ad ogni tipologia negoziale e dotata di rilievo sul piano giuridico solo in limitate ipotesi. Dall'altro lato, la nozione di rischio è rimasta pressoché esclusa da una sua possibile sotto-articolazione in categorie giuridiche, proprio in ragione del fatto che solo il termine alea assume un significato positivo nelle categorie del diritto dei contratti, rappresentando, l'altro, un dato di realtà (*Risiko der Wirklichkeit*)[48], cui sono ricollegate, talora, conseguenze sul piano giuridico.

Un'ulteriore considerazione è tuttavia necessaria e muove dalla formulazione di un quesito: ha senso domandarsi se le clausole in esame debbano qualificarsi come convenzioni aleatorie? Invero, la disciplina positiva che consegue alla qualificazione di un patto come "aleatorio" – *i.e.* l'inapplicabilità del rimedio della rescissione per lesione e di quello per eccessiva onerosità sopravvenuta - pare non svolgere un ruolo determinante nella individuazione delle regole cui sottoporre le convenzioni in esame. Anche omettendo del tutto il ricorso alla figura dell'aleatorietà e riconoscendo quindi l'applicabilità in astratto di questi rimedi alle fattispecie in esame, pare quantomeno arduo immaginare che essi possano rappresentare una tutela valida ed effettiva per il riequilibrio delle sperequazioni fra prestazioni corrispettive. Si tratta, a ben vedere, di rimedi *i*) fondati su presupposti particolarmente rigidi e *ii*) pensati per circostanze del tutto diverse da quelle che contraddistinguono il contesto che ha dato luogo alla diffusione delle clausole in esame[49]. Ragion per cui, nella pratica, si è fatto ricorso in misura fortemente limitata a queste vie di tutela.

---

[48] Il termine fa riferimento alla dota dottrina di W. FLUME, *Das Rechtsgeschäft*, cit., pag. 507, il quale parla di "rischio della realtà" (*Risiko der Wirklichkeit*).

[49] Emblematica, in quest'ottica, è stata la vicenda che ha interessato i mutui in ECU, distribuiti fin dalla prima metà degli anni '90. Le particolari condizioni di favore dell'ancoramento del tasso dei mutui alla valuta in ECU (European currency unit - trattasi di moneta esclusivamente virtuale, presa a riferimento per i rapporti commerciali tra istituzioni, banche e imprese, ed il cui valore era determinato attribuendo un diverso peso alle valute dei Paesi comunitari) avevano prodotto difatti una larga diffusione di questo strumento. Nel 1990, ad un mutuo di 100 milioni in lire veniva applicato un tasso del 14,5 %, contro a quello dell' 11,5% per i mutui in ECU. A seguito però dell'uscita della lira dal Sistema Monetario Europeo (SME), questa ha subito un importante deprezzamento rispetto all'ECU, con la conseguente levitazione dell'importo delle rate dei mutui espressi in lire, ma commisurato al corrispondente ammontare in ECU. I mutuatari si sono pertanto trovati a dover far fronte ad impegni per capitale ed interessi fino al 40 % maggiori rispetto a quelli originariamente assunti. La giurisprudenza ha escluso, nella maggior parte dei casi, l'applicabilità del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, affermando che "*l'alterazione del rapporto di cambio lira/Ecu intercorsa nel settembre 1992 alla data della citazione introduttiva costituiva un evento rientrante, per espressa e comune previsione negoziale, nell'alea normale e naturale del contratto, così come costruito e voluto dagli stipulanti nell'estrinsecazione della loro privata autonomia*", v., Trib. Napoli, 10 febbraio 1997, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1997, II, pag. 446; Trib. Torino, 15 ottobre 1996. Per una bibliografia essenziale sul tema, v., V. CERVINI,

Se può dirsi, in sostanza, che l'esperibilità dei rimedi della rescissione per lesione e della risoluzione del contratto per eccessiva onerosità sopravvenuta non costituiscano tematiche centrali nel discorso che andremo a svolgere, non assumerà, di conseguenza, rilievo neppure la possibile qualificazione delle suddette clausole come convenzioni aleatorie. Essa difatti, non pare aggiungere alcunché dal punto di vista strettamente funzionale al nostro discorso, ossia quello della disciplina e dei rimedi.

L'appiglio fornito dalla teoria dell'alea non è, però, affatto secondario ai nostri fini.

Dove, al contrario, essa assume un peso decisamente più consistente è nelle modalità entro cui gli interpreti hanno ricondotto la sua interazione con gli elementi essenziali del contratto, al fine di dettarne i tratti caratterizzanti. Detto più semplicemente, il profilo di maggior interesse attiene allo studio che una nutrita letteratura ha condotto su come l'incertezza e la variabilità delle prestazioni in dipendenza di eventi esterni alla volontà delle parti incidano sull'atto e sul regolamento negoziale.

Nell'adottare dunque una diversa prospettiva di osservazione del fenomeno, che eviti il ricorso ad astrazioni concettuali e formalismi dogmatici, occorre indagare come questo dato della realtà possa assumere valore tanto sul piano del contenuto (aspetto *strutturale*), quanto su quello dello scopo pratico del negozio (aspetto *funzionale*)[50]. La mera descrizione di come l'evento - dal quale dipende, in ultima analisi, il rischio di cui ci occupiamo - influenzi la determinazione fisica delle prestazioni non vale difatti a definire per l'intero i caratteri della categoria, né è assumibile come elemento distintivo rispetto a figure contraddistinte da

---

Risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta dei mutui in valuta, in *Giust. Civ.*, 1997, I, pag. 1417 ss.; F. DI MARZIO, *Eccessiva onerosità sopravvenuta dei contratti di mutuo indicizzati all'ECU*, in *Giust. Civ.*, 1997, I, pag. 1098 ss.; A. VOLANTI, *Aleatorietà ed eccessiva onerosità sopravvenuta nei contratti di mutuo in ECU*, in *Impresa*, 1999, pag. 629 ss.; U. MINNECI, *Sopravvenienza del mutuo in ECU e doveri di buona fede*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2, 2000, pag. 193 ss.

[50] Il punto è sottolineato altresì da C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., pag. 58-59, quando evidenzia come "*la ricerca del «contratto aleatorio» non possa esaurirsi nella considerazione del modo in cui vengono definiti i criteri sulla cui base determinare la prestazione dovuta e la parte a essa obbligata* [aspetto strutturale], *ma debba estendersi anche a una valutazione del ruolo che sul piano complessivo dell'operazione svolge il tema del rischio* [aspetto funzionale]". L'impostazione che distingue tra elemento strutturale e funzionale nell'ambito dei rapporti aleatori è riconducibile, in origine a A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 239 ss., secondo cui "*La descrizione delle posizioni giuridiche correlative non è peraltro sufficiente a delineare le caratteristiche essenziali dei contratti aleatori* [...] *In altri termini, l'indagine deve essere indirizzata verso l'esame del modo di atteggiarsi della relazione teleologica tra quelle posizioni e quindi verso l'individuazione della funzione che la categoria dei contratti aleatori assolve nella vita dei traffici*". Sulla distinzione fra struttura e funzione del negozio giuridico, si veda inoltre, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 125 ss e pag. 169 ss.

analoga condizione di incertezza sugli esiti del contratto. Già difatti, l'impostazione tradizionale del problema sottolineava l'inesattezza di una definizione del patto aleatorio che si fondasse sul solo profilo dell'incertezza sul risultato economico, fosse esso positivo o negativo, e delle ripercussioni prodotte dal verificarsi o meno dell'evento dedotto nel contratto[51]. Altrettanto limitante pare, tuttavia, l'approccio che pone l'accento, all'opposto, sul solo dato funzionale, ravvisabile nel carattere sostanzialmente speculativo dell'operazione, quale elemento distintivo della categoria. Invero, ogni negozio estraneo a finalità di mero consumo e nel quale vi sia un differimento temporale fra le prestazioni reca in sé una qualche esigenza di lucrare sul valore assunto, nel tempo, dal bene o dal servizio[52]. La scelta, ad esempio, di acquistare un immobile o un'area edificabile al fine di speculare su un suo aumento di valore nel tempo niente ha in comune, in ottica negoziale, con operazioni di finanziamento indicizzate ad un cambio fra due valute, se non appunto un intento latamente "speculativo".

Entrambi questi profili descrivono dunque solo parzialmente il fenomeno in oggetto.

Come avremo cura di dimostrare, quello delle clausole di gestione del rischio rappresenta un fenomeno che si contraddistingue, invece, tanto sul piano strutturale, per la determinazione fisica della prestazione attraverso il riferimento ad una variabile finanziaria, quanto su quello funzionale, per la finalità perseguita dalle parti di distribuzione dell'incidenza negativa prodotta dall'incertezza dell'evento. La cartina di tornasole circa la correttezza di siffatto approccio è riscontrabile direttamente in una fattispecie codificata: quella dell'*emptio spei*.

1.3.1. L'*emptio spei*: la sintesi fra il momento strutturale e funzionale

Pur trattandosi, difatti, di una figura con incidenza applicativa perlopiù legata alla tradizione dell'economia di stampo agricolo[53], la vendita di cosa sperata ha costituito

---

[51] In questo senso, G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 143.

[52] La critica è mossa da T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 437.

[53] Peraltro, le sparute pronunce che richiamano la fattispecie dell'*emptio spei*, lo fanno al fine di tracciare una linea di distinguo rispetto alla diversa figura dell'*emptio rei speratae*, ben più frequente nelle prassi negoziali aventi ad oggetto la vendita di prodotti agricoli in massa. In questo senso, Corte Appello Napoli, 24 maggio 2018, n. 2414; Cass., Sez. II, 30 giugno 2011, n. 14461, in *Giust. civ. Mass*. 2011, 6, pag. 979.

l'aggancio normativo con cui gli interpreti hanno edificato i due momenti dell'alea nel contratto: quello strutturale e quello funzionale(54).

In breve, la fattispecie è tradizionalmente ricondotta alle ipotesi della compravendita avente ad oggetto una cosa futura(55), per le quali il legislatore stabilisce che, di regola, l'effetto traslativo si realizzi "non appena la cosa viene ad esistenza" (art. 1472, comma 1, c.c.). Ciò comporta che, in difetto, il contratto è nullo per mancanza di oggetto, salvo le parti abbiano voluto concludere un "contratto aleatorio" (art. 1472, comma 2, c.c.); in questo secondo caso, il compratore non potrà ripetere il prezzo corrisposto qualora la *res* non venga concretamente ad esistenza.

Come detto, il legislatore si limita dunque a configurare la fattispecie nella sola ottica di disciplina, senza occuparsi di qualificarla nei suoi elementi essenziali. Ciò ha dato pertanto adito a differenti ricostruzioni della figura, sia rispetto al suo rapporto con la categoria generale della vendita di cosa futura(56), sia – ed il profilo è, ai nostri fini, di maggior interesse – in riferimento all'oggetto e alla causa del contratto. In particolare, al centro dei dibattiti si poneva l'interrogativo su come fosse possibile ritenere valido l'accordo in mancanza di un oggetto su cui fondare il consenso delle parti contraenti. Da lì, si sono alimentate differenti ricostruzioni volte a ravvisare nell'alea, nel rischio ovvero nella aspettativa della venuta ad esistenza del bene, l'oggetto del contratto di *emptio spei*(57). È noto, però, che nessuna di esse

---

(54) La prima ricostruzione sul punto è stata offerta da A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 97 ss. La teoria è poi stata oggetto di rielaborazione da parte di G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Roma 1987, pag. 189 ss.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pag. 99 ss.; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 69 ss. Sulla figura si vedano, inoltre, le posizioni di C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. dir. civ. it.*, F. Vassalli (a cura di), VII, 1, Torino 1993, pag. 394; *G.* SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 148 ss.; F. GALGANO, voce «*Vendita*», in *Enc. dir.*, XLVI, Milano, 1993, pag. 499 ss.

(55) In particolare, l'art. 1348 c.c. riconosce la facoltà delle parti di concludere un contratto disponendo di beni non ancora venuti ad esistenza, salvo specifici divieti di legge. Sul punto, si veda l'analisi di P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri. 1. La compravendita di «cosa futura»*, Napoli 2010 (ristampa 1962).

(56) Secondo una prima ricostruzione, l'art. 1472 c.c. configurerebbe due fattispecie in cui si articola la vendita di cosa futura, una aleatoria, l'altra commutativa, G. GAZZARA, *La vendita obbligatoria*, Milano, 1957, pag. 167 ss. Altra posizione diffusa in dottrina, benché oggetto di critica, è quella secondo cui la figura dell'*emptio spei* sarebbe da qualificarsi come vendita di cosa futura qualora la cosa venga realmente ad esistenza, in caso contrario come vendita aleatoria, L. SALIS, *La compravendita di cosa futura*, Padova, 1935, pag. 115 ss. Vi è, inoltre, chi distingue tra la condizione come requisito di efficacia del negozio (come nella vendita di cosa futura) e condizione che incide, invece, sulla determinazione della prestazione, influenzandone il nesso di sinallagmaticità, P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri. La compravendita di «cosa futura»*, cit., pag. 137 ss.

(57) Vi è, in particolare, chi ha sostenuto che oggetto del contratto debba ravvisarsi nella assunzione della stessa *spes*, intesa in senso di interesse attuale manifestato nei confronti di una cosa futura. In questo senso,

sia stata in grado di fornire una più compiuta spiegazione degli elementi che caratterizzano il negozio aleatorio o, meglio, fosse tale da ricomprendere tutte le diverse sfaccettature con cui siffatti rapporti possono manifestarsi(58).

Sul diverso versante della causa non si sono registrate minori difficoltà di inquadramento della figura. A ben vedere, il dibattito sembra essersi concentrato più sul profilo della riconducibilità della causa dell'*emptio spei* a quella del contratto di compravendita, ovvero sulla sua classificazione come tipologia negoziale autonoma(59), piuttosto che sull'analisi degli interessi che sottendono la scelta di vincolarsi ad un negozio aleatorio. Pare, peraltro, condivisibile la posizione di chi ritiene insoddisfacente la mera riconduzione dell'interesse nell'*emptio spei* a quello della vendita di cosa futura, poiché il primo si contraddistingue per un'accezione ben diversa rispetto al secondo, ravvisabile nella finalità di gestione e neutralizzazione del rischio della mancata venuta ad esistenza della *res*(60).

Ebbene, è agevole ora comprendere come la figura ponga al centro il ruolo che un certo tipo di rischio - quello della dipendenza dell'*an* di una prestazione da un evento incerto –

"*mentre il bene si pone così ad oggetto degli effetti reali del contratto, che non potranno trovare realizzazione prima della nascita della cosa stessa, ad oggetto del regolamento negoziale è invece la* spes o *l'interesse attuale al bene futuro, la cui esistenza è indipendente dall'esistenza del bene* [...] *tale oggetto – suscettibile sì di regolamento impegnativo, ma non di disposizione – attraverso il suo collegamento con un evento esterno (l'evento produttivo della cosa) è destinato a mutarsi nell'oggetto su cui opererà l'efficacia negoziale*", A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 120-121.

(58) Lo stesso autore della teoria dell'aspettativa come oggetto dell'*emptio spei* ammette che essa possa presentare "*caratteristiche, funzioni e rilevanza diverse nei vari rapporti aleatori*", A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 202, nota 76. In ciò si fonda la critica mossa a questa posizione da L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pag. 109, secondo cui, prendendo ad esempio il contratto di rendita vitalizia "*appare dunque artificioso attribuire all'evento incerto – o meglio, alla mancata verificazione dell'evento incerto ad ogni scadenza – la capacità di determinare la nascita delle singole obbligazioni. In siffatto contratto ad assumere una precisa portata è, in realtà, la verificazione dell'evento incerto in quanto capace di determinare l'estinzione del rapporto contrattuale*".

(59) Si osservi, in particolare, la posizione di qualche autore, che intravede nell'*emptio spei* una differente tipologia negoziale rispetto alla compravendita. Il suo carattere autonomo sarebbe ravvisabile nel modo in cui l'alea incide in modo "*essenziale e necessario*" sull'oggetto del contratto, snaturando lo schema causale della vendita, rendendo incerta la prestazione del venditore nell'*an* e nel *quantum*, R. NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1029. Opposta è, invece, la ricostruzione di chi distingue la vendita di cosa futura dall'*emptio spei* sulla base della struttura della promessa del compratore. Secondo questo approccio, la prestazione del venditore non muterebbe nelle due figure, in quanto "*obbligazione di dare, di cui possono essere oggetto soltanto i diritti e le cose*". L'*emptio spei* verrebbe pertanto a configurarsi come uno scambio fra una promessa pura (quella del compratore) al pagamento del prezzo, ed una condizionata (quella del venditore), alla consegna della cosa solo ove essa venga ad esistenza. In questo senso, G. GORLA, *La compravendita e la permuta*, Torino, 1932, pag. 243.

(60) G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 75 ss.

ricopre su differenti piani. Il contratto di *emptio spei* è un negozio in cui l'*alea* interviene nella determinazione del contenuto del negozio, nonché della funzione che ad esso le parti vi hanno impresso. Si badi difatti che il legislatore, nel disporre la totale esclusione del vizio di invalidità per mancanza dell'oggetto, accorda una tutela e riconosce, dunque, la piena meritevolezza dell'interesse sotteso alla figura in esame. A differenza della fattispecie, vista in precedenza, del gioco e della scommessa, le parti non sottopongono l'entità delle reciproche prestazioni all'esito di un evento incerto per una pura *causa lucrandi*, quanto al fine di gestire e distribuire fra loro un rischio, che è esterno al contratto, ma che ne colora comunque la struttura e la funzione. Le convenzioni di gestione del rischio, oggetto della presente analisi, pare rispondano, in definitiva, ad una medesima configurazione e richiedono pertanto un approccio che, per individuare la disciplina applicabile, tenga conto dell'essenzialità rappresentata da questi due momenti nel contratto.

Sommario:

2. Rischio e contenuto del contratto. Aspetto strutturale.; 2.1. Il linguaggio normativo; 2.2. Il percorso travagliato della nozione di contenuto del contratto; 2.2.1. Oggetto del contratto e res materiale; 2.2.2. Oggetto e prestazioni contrattuali; 2.2.3. Oggetto e contenuto del contratto; 2.3. Il processo di "europeizzazione" dell'oggetto del contratto; 2.3.1. Il profilo descrittivo. La tutela del contraente debole; 2.3.2. Il profilo dispositivo. Oggetto principale, convenzioni essenziali e convenzioni accessorie.; 2.4. Rischio finanziario e determinazione dell'oggetto; 2.4.1. Determinatezza e determinabilità della *relatio*; 2.4.2. Variabili finanziarie e indicazione dell'oggetto; 2.4.3. Indeterminabilità dell'oggetto ed integrazione della clausola sul rischio; 3. Rischio e causa del contratto. Aspetto funzionale.; 3.1. La causa nel tessuto normativo; 3.2. La causa in senso soggettivo; 3.3. La causa in senso oggettivo; 3.3.1. La funzione economico-sociale; 3.3.1.1. Lo scambio di rischi come funzione economico-sociale del contratto aleatorio. Critica; 3.3.2. La funzione economico-individuale; 3.3.2.1. Meritevolezza e tipicità negoziale; 3.4. Il paradigma dell'operazione economica come sintesi del momento strutturale e funzionale; 3.4.1. Neutralizzazione del rischio e speculazione; 3.4.2. Allocazione del rischio finanziario e funzione del negozio: la lezione del caso "My way"; 3.4.3. Dalla tipizzazione del contratto alla tipizzazione dell'interesse: il rischio finanziario nell'operazione previdenziale, di investimento e creditizia.

2. Rischio e contenuto del contratto. Aspetto strutturale.

Sotto un primo angolo di visuale, la dimensione del rischio finanziario può essere, dunque, osservata in relazione alla sua interazione con il contenuto del contratto[(61)]. Una caratteristica comune che abbiamo posto in luce con riferimento alle clausole di gestione, è che esse

[(61)] Sul tema, salvi i richiami che saranno approfonditi nel prosieguo, si veda L. MENGONI, *L'oggetto dell'obbligazione*, in *Jus*, 1952, pag. 156 ss.; G. GORLA, *La teoria dell'oggetto del contratto nel diritto continentale* (*civil law*), in *Jus*, 1953, pag. 289 ss.; L. FERRI, *L'autonomia privata*, Milano, 1959; F. CARRESI, *Il contenuto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, I, pag. 365 ss.; N. IRTI, voce «*Oggetto del negozio giuridico*», in Nuoviss. dig. it., XI, Torino 1965, pag. 803 ss.; A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, Milano 1966; G. B. FERRI, *Capacità e oggetto del negozio giuridico*: *due temi meritevoli di ulteriori riflessioni*, in *La anamorfosi del diritto civile attuale. Saggi*, G. B. Ferri (a cura di), Padova 1994, pag. 350 ss.; G. DE NOVA, *L'oggetto del "contratto di informatica": considerazioni di metodo*, in *I contratti di informatica*, G. Alpa – V. Zeno Zencovich (a cura di), Milano 1987; G. ALPA, voce «*Oggetto del negozio giuridico*», in Enc. giur., XXI, 1990, pag. 1 ss; G. GITTI, *L'oggetto del contratto e le fonti di determinazione dell'oggetto dei contratti di impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, pag. 12 ss.; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, E. Gabrielli (a cura di), Milano, 2006, pag. 695 ss.

guardano a come un evento futuro ed incerto, poiché legato al valore assunto nel tempo da una variabile finanziaria, incida sull'*an* e sul *quantum* di una o di entrambe le prestazioni dedotte in contratto.

In un contratto di credito, ad esempio, nel quale le parti abbiano convenuto di indicizzare l'interesse all'andamento di un tasso interbancario, l'entità della prestazione dovuta dal mutuatario dipenderà, in relazione al *quantum*, dal valore che nei singoli periodi di riferimento sarà assunto dal parametro scelto(62). Analogamente, ove sia posto un *floor* alla discesa del medesimo parametro, la variazione di valore dello stesso inciderà sull'efficacia della clausola e sulla prestazione dovuta dal prenditore di denaro(63). Ancora, nei rapporti assicurativi in cui il premio sia investito in titoli di una società quotata, l'entità della prestazione dovuta dall'impresa assicuratrice – l'erogazione del capitale al riscatto della polizza – sarà influenzata nella sua misura, financo al suo azzeramento, dai movimenti di mercato che abbiano interessato quel titolo o paniere di titoli(64).

Ciascuna di queste fattispecie interagisce con il rischio secondo modalità differenti, ma con una costante.

Il rischio finanziario rappresenta per esse un accadimento futuro ed incerto, che investe la struttura stessa del rapporto giuridico, implicando per le parti la sopportazione di fluttuazioni e variazioni economiche rispetto all'equilibrio di valore iniziale fra le prestazioni. Esso, per riprendere la casistica richiamata poco fa, può venir assunto dalle parti come modalità di adeguamento della prestazione al variare delle condizioni del mercato, può essere oggetto di trasferimento e scambio, ovvero può venir trasformato in un rischio di diversa natura, ma attiene pur sempre al piano del contenuto interno del negozio; è rischio, dunque, che potremmo definire "contrattualizzato"(65). Le clausole in esame assumono dunque l'effetto di attrarre nella struttura del contratto un elemento, quello del rischio finanziario, che riposerebbe altrimenti al di fuori di esso, e che coinvolgerebbe, piuttosto, il piano dell'alea normale. Operazioni siffatte si contraddistinguono, dunque, non tanto per la maggior

(62) Sulle clausole di indicizzazione, si veda, Cap. 1, § 1.3.1.

(63) Sulla clausola *floor,* si veda, Cap. 1, § 1.3.2.

(64) Sulle clausole *index linked*, si veda, Cap. 1, § 3.3.2.

(65) Con questo termine intendiamo riferirci, in particolare, a quel meccanismo tecnico ricercato dalla dottrina al fine di attirare l'oggetto materiale all'interno della struttura formale del contratto, v., G. GITTI, *L'oggetto del contratto e le fonti di determinazione dell'oggetto dei contratti di impresa*, cit., pag. 20.

intensità del rischio assunto dai contraenti, quanto per il ruolo che il rischio assume nella dinamica di determinazione del contenuto del negozio e della sua struttura[66].

L'esigenza di studiare il rischio nella dimensione del contenuto del contratto trova pertanto la sua ragion d'essere nelle ricadute, in termini di disciplina, che ha assunto l'oggetto del contratto in esito al processo di «dematerializzazione concettuale» di cui è stato protagonista[67]. Secondo un'accezione che andremo meglio a definire, il rischio finanziario rappresenta una realtà esterna al negozio, descritta e disciplinata all'interno del contenuto del contrattuale, la quale si lega alle problematiche circa la sua trasparenza e determinatezza (art. 1346 c.c.)– anche in virtù del processo di determinazione *per relationem* – nonché della sua collocazione fra le disposizioni che individuano i *core terms* o gli *ancillary terms* del rapporto, ai fini della loro sottoposizione al vaglio di vessatorietà (art. 34, comma 2, cod. cons.).

2.1. Il linguaggio normativo

La nozione di "contenuto" del contratto reca con sé una storia che affonda le sue radici della tradizione pandettistica tedesca e che ripercorre l'intero dibattito fino all'approvazione del codice del '42[68]. Essa si è però, da sempre, dovuta misurare con una terminologia normativa che fa ricorso ad una pluralità di vocaboli, non sempre inseriti in contesti omogenei. Il codice contiene difatti vari riferimenti all'"oggetto del contratto", alla "prestazione" e al "contenuto del contratto". Vediamoli in breve.

Anzitutto, il codice, dove aver inserito l'oggetto fra i requisiti del contratto (art. 1325 c.c.), dedica ad esso quattro disposizioni all'interno di una sezione apposita disciplinandone, rispettivamente, i requisiti (art. 1346 c.c.), la possibilità sopravvenuta (art. 1347 c.c.), la configurabilità rispetto alle cose future (art. 1348 c.c.) e la determinazione (art. 1349 c.c.)[69].

---

[66] Già qualche autore, in passato, criticava l'approccio volto a definire il contratto aleatorio sulla base dell'entità del sacrificio ("*è anzi esattamente prevedibile l'entità del sacrificio nel gioco testa o croce; non è invece prevedibile l'entità massima del sacrificio in qualunque vendita a termine o in qualunque contratto di somministrazione a prezzo determinato*") ovvero della maggiore o minore quantità di rischio assunto ("*è probabilmente meno rischioso concludere un contratto di rendita vitalizia di quanto non sia comprare materia prima o articoli di moda o impianti industriali*"). V., T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 438-439.

[67] E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., pag. 726.

[68] R. FIORI, *Il problema dell'oggetto del contratto nella tradizione civilistica*, in AA. VV., *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato*, Napoli, 2003, pag. 233 ss.

[69] Peraltro, il legislatore non sembra neppure badare al rispetto di corrispondenza tra la rubrica e le singole disposizioni in essa contenute, dal momento che solo una di queste norme (art. 1346 c.c.) è espressamente

Nulla invece si dispone – coerentemente però con una scelta politica di fondo del legislatore del '42 – circa una sua esatta definizione e, anzi, alcune norme ne richiamano una non ben precisata interazione con il concetto di "prestazione"; in alcuni casi, questi termini sembrano coincidere fra loro (la prestazione di cose future oggetto del contratto *ex* art. 1348 c.c.), in altri è la prestazione ad essere oggetto dell'obbligazione (art. 1172 c.c.) o, viceversa, è la prestazione ad aver per oggetto una cosa o un fatto (art. 1316 c.c.).

Con riguardo, invece, alla disciplina dei contratti nominati è direttamente il legislatore ad individuare, in gran parte dei casi, l'oggetto del contratto: ciò è vero con riferimento al contratto di compravendita ("trasferimento della proprietà di una cosa o il trasferimento di un altro diritto", art. 1470 c.c.), alla permuta ("il reciproco trasferimento della proprietà delle cose o di altri diritti", art. 1552 c.c.), alla somministrazione (l'esecuzione di prestazioni periodiche o continuative di cose, art. 1559 c.c.), etc.

Fonte di non minore ambiguità lessicale è, inoltre, la legislazione speciale consumeristica, la quale, prima, qualifica la "prestazione di servizi finanziari" come oggetto del contratto (art. 33, comma 4, cod. cons.), poi la "natura del bene o del servizio" oggetto del contratto come indici della valutazione di vessatorietà di una clausola (art. 31, comma 1, cod. cons.). Analogamente, la disciplina sulla sub-fornitura, fa riferimento al "prezzo dei beni o servizi oggetto del contratto" (art. 2, lg. 18 giugno 1998, n. 192).

Numerosi sono altresì i contesti in cui il codice fa uso del termine "contenuto del contratto". Questo si ritrova difatti a proposito dell'autonomia dei privati di determinarlo, salvo i limiti imposti dalla legge e dalle norme corporative (art. 1322, comma 1, c.c.), nell'offerta al pubblico ove contenga gli elementi essenziali del contratto (art. 1336 c.c.), nelle clausole inserite per legge, d'uso, in quelle predisposte ed aggiunte (artt. 1339 – 1342), nella parte del contratto colpita da nullità parziale (art. 1419 c.c.), nell'elemento su cui può ricadere l'errore come vizio di validità del negozio (art. 1431 c.c.), etc.

2.2. Il percorso travagliato della nozione di contenuto del contratto

Il dato positivo, di per sé, non chiarisce dunque una nozione univoca di siffatto elemento, né fornisce alcun indizio per attribuire ad esso una connotazione giuridica in termini astratti.

---

dedicata all'oggetto. In questo senso, G. ALPA – R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, in *Trattato di diritto privato*, M. Bessone (a cura di), *Il contratto in generale*, III, Torino, 1999, pag. 337.

Ebbene, nell'esigenza di individuare un filo rosso fra le diverse terminologie con cui il codice guarda al fenomeno, sono emersi tre indirizzi dottrinali che hanno tentato di fornire una definizione analitica di "oggetto del contratto"[70].

2.2.1. Oggetto del contratto e *res* materiale

Il peso evidente assunto dalla tradizione francese nella costruzione della figura normativa di "oggetto" del contratto[71] ne ha dapprima messo in risalto una sua valorizzazione come *res* materiale su cui cade l'accordo negoziale delle parti, avvalorata da un uso "nel linguaggio del codice [di] una rappresentazione materialistica dell'oggetto"[72]. In particolare, la dottrina più risalente tendeva ad indentificarlo nel bene o nella cosa concretamente dedotta nel contratto; la rigidità di questa posizione era tuttavia parzialmente stemperata dal fatto che non si guardasse tanto ad un'accezione strettamente "cosale" di bene, quanto piuttosto ad una più astratta di "valore", inteso quale "punto di riferimento oggettivo degli interessi (e delle relative situazioni giuridiche soggettive attive) dedotti e regolati nel contratto"[73]. In particolare, la

---

[70] Riassuntivamente, vi è chi ha ricondotto ciascuna di queste teorie ai suoi principali esponenti, v. V. ZENO ZENCOVICH, *Il contenuto del contratto*, in I contratti in generale, W. Bigiavi (a cura di), III, Torino 1991, pag. 729 ss. In particolare, si fa riferimento a *i)* F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., pag. 136 (oggetto è il bene economico dedotto nel contratto), L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, cit., pag. 612, (oggetto è la materia, il bene, l'utilità o le relazioni che cadono sotto il volere delle parti) e G. B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., pag. 111 (oggetto è il bene che costituisce il punto di riferimento oggettivo della specifica situazione soggettiva di cui, attraverso il contratto, si intende disporre); *ii*) G. OSTI, voce «*Contratto*», in *Noviss. Dig. it.*, IV, Torino, 1959, pag. 504 (che richiama l'identità fra oggetto del negozio – contratto – e del rapporto – obbligazione -, oggetto individuato in entrambi i casi nella prestazione); *iii*) C. M. BIANCA, *Diritto civile,* III, *Il contratto*, Milano 1984, pag.317, R. SCOGNAMIGLIO, *Dei requisiti del contratto*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, *sub* artt. 1346 ss., Bologna-Roma 1970, pag. 352 (secondo i quali l'oggetto è l'intera operazione voluta dalle parti che costituisce il contenuto dell'accordo).

[71] Il *Code Napoleon* modella difatti la disciplina del contratto in generale sul paradigma della compravendita e ravvede dunque nell'oggetto del contratto la *res* trasferita.

[72] G. DE NOVA, *L'oggetto del contratto*, cit., pag. 23. In questo senso, maggiormente esplicita era la formulazione del codice del 1865, dalla quale emergeva una nozione di oggetto che, in vario modo, si tentava di ricondurre alla "concretezza" delle cose. Ne sono esempio l'art. 1126, secondo cui "*Qualunque contratto ha per oggetto una cosa che uno de' contraenti s'obbliga di dare, ovvero si obbliga di fare o non fare*", l'art. 1127, "*Il semplice uso o il semplice possesso d'una cosa può essere oggetto di contratto, come la cosa medesima*", o ancora l'art. 1129, "*L'obbligazione deve avere per oggetto una cosa determinata, almeno riguardo alla sua specie. La quantità della cosa può essere incerta, purché possa determinarsi*".

[73] G. B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., pag. 161 ss.; G. GABRIELLI, *L'oggetto della conferma* ex art. 590 c.c., in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1964, pag. 1367, nota 2. Favorevole ad una nozione di oggetto del contratto come bene anche, F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, cit., pag. 138 ss., il quale tuttavia contrappone siffatto concetto a quello di "contenuto del contratto", in polemica con la posizione di Cataudella, cfr. *supra*. Ancor più marcata è

logica che muoveva questo indirizzo era di conferire un rilievo giuridico interno al contratto ad una realtà - *i.e.* il bene in esso dedotto - che altrimenti ne resterebbe al di fuori. Tuttavia, questa posizione difficilmente si sposa con le fattispecie in cui l'attività negoziale delle parti abbia come termine ultimo un diritto o un rapporto(74), ed entra, dunque, in contraddizione con la qualificazione - propugnata della stessa dottrina(75) - del contratto di compravendita come un negozio traslativo di diritti e non di beni. Vi sono, inoltre, alcune disposizioni la cui applicazione mal si concilia con una nozione che guardi all'oggetto come *res* materiale, su tutte quelle che configurano i suoi requisiti in termini di "possibilità" e "liceità" (art. 1346 c.c.)(76).

2.2.2. Oggetto e prestazioni contrattuali

In considerazione dei limiti manifestati dalla teoria che identifica l'oggetto del contratto con la *res* materiale, si è sviluppato un secondo, consistente, indirizzo in dottrina che ha concentrato, invece, l'attenzione sulle *prestazioni* contrattuali(77). Questo orientamento si adatta però difficilmente ad una ricostruzione in chiave unitaria, in quanto l'idea di oggetto del contratto come prestazione si è evoluta ed affinata nel tempo, in risposta alle diverse critiche che gli sono state mosse(78).

Con uno sforzo di approssimazione possono individuarsi due momenti di sviluppo.

In un primo momento, la nota caratterizzante di questa teoria è stata ravvisata nello spostamento da una dimensione "statica" di bene, inteso cioè come dato concreto e materiale,

---

l'opinione di G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova 1961, pag. 14-16, secondo cui l'oggetto costituisce un elemento essenziale del contratto nei soli negozi patrimoniali.

(74) In ciò si fondano le critiche di G. FURGIUELE, *Vendita di «cosa futura» e aspetti di teoria del contratto*, Milano, 1974, pag. 135 ss., secondo cui, ragionando altrimenti, "*si avrebbe un contratto privo di un elemento costitutivo*" e di N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui: problemi generali*, Milano, 1967, pag. 129 ss.

(75) F. MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, 11 ed., Milano, 1957, II, pag. 1 ss.

(76) G. DE NOVA, *L'oggetto del contratto*, cit., pag. 804.

(77) In questo senso, G. OSTI, voce «*Contratto*», cit., pag. 503-504; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri. La compravendita di «cosa futura»*, cit., pag. 67 ss.; G. DE NOVA, *L'oggetto del «contratto di informatica»*, cit., pag. 22; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, pag. 286.

(78) La matrice storica di questo orientamento si rinviene direttamente nel Progetto del 1940 al Codice Civile. Si riporta difatti che, nelle bozze in suo possesso, Filippo Vassalli avrebbe sostituito all'art. 211 (rubricato come "oggetto del contratto") l'espressione "L'oggetto del contratto" con "La prestazione dedotta in contratto". L'episodio è riportato da G. B. FERRI, *Le annotazioni di Filippo Vassalli in margine a taluni progetti del libro delle obbligazioni*, Padova, 1990, pag. 101.

ad una "dinamica", nel senso di bene per come dedotto nelle prestazioni contrattuali. Ciò varrebbe, ad esempio, a differenziare un contratto di compravendita ed uno di locazione sullo stesso immobile: se pur il nudo bene è il medesimo in entrambi in negozi, differente è l'attribuzione che ne viene fatta nelle due fattispecie, nell'uno caso di proprietà, nell'altro di godimento e differente sarà, dunque, anche la prestazione dedotta nel contratto[79]. Il riferimento ad una nozione di carattere puramente economico – *i.e.* quello di prestazione – è però stato considerato da parte della dottrina come eccessivamente generico e perlopiù legato al modo di atteggiarsi di singole tipologie negoziali. In particolare, questa posizione non fornisce alcun chiarimento circa la posizione in cui si colloca il negozio di fronte al bene o all'apporto di utilità[80]. Inoltre, così intesa, questa nozione lascerebbe fuori i contratti ad effetti reali, ove la proprietà del bene si trasferisce esclusivamente per il tramite di un consenso legittimamente manifestato (art. 1376 c.c.); ciò, a meno di non attribuire al termine "prestazione" un significato più ampio di quello di "contenuto dell'obbligazione", e cioè di "risultato dedotto" nel contratto[81].

Attraverso un secondo passaggio si è, pertanto, deciso di ampliare il concetto di prestazione, quale strumento atto alla realizzazione degli effetti ricollegati alla fattispecie. Una tale configurazione dell'oggetto del contratto è stata edificata attraverso l'aggregazione di un aspetto oggettivo, come tale intendendo la porzione di realtà esterna cui si fa riferimento nel contratto, con uno soggettivo, legato all'elemento volitivo, all'interesse che le parti assumono nel regolare quella porzione di realtà nel contratto. Ad assumere rilevanza come oggetto del contratto non sarebbe, pertanto, la prestazione in sé considerata, quanto la prestazione come elemento del voluto[82]. Questo approccio, a differenza del primo, non si limita a considerare il solo dato esterno al contratto, ma si spinge a ricondurre quest'ultimo al regolamento negoziale, "contrattualizzando" quindi un elemento fattuale che, altrimenti, ne rimarrebbe al di fuori. Le parti, in sostanza, deducono l'oggetto del contratto attraverso "la rappresentazione programmatica del bene"[83] la quale, lungi dal costituire una mera

---

[79] L'esempio è ripreso da V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, Iudica – Zatti (a cura di), Milano, 2011, pag. 317.

[80] In questo senso, la critica di N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, cit., pag. 130.

[81] In questo senso, G. DE NOVA, *L'oggetto del «contratto di informatica»*, cit., pag. 804.

[82] G. OPPO, *Note sull'istituzione dei non concepiti*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1948, pag. 82.

[83] N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, cit., pag. 140.

previsione volitiva, è riconducibile, invece, al comportamento che il negozio impone alle parti al fine di ottenere l'utilità economica prodotta dal contratto(84).

2.2.3. Oggetto e contenuto del contratto

L'ultimo passaggio - "abbastanza ovvio"(85) - del processo ermeneutico è quello che ha condotto gli interpreti ad interrogarsi circa l'esistenza di una distinzione fra "oggetto" e "contenuto" del contratto(86). Il punto è forse quello che registra le divergenze maggiori.

Vi è difatti chi, da un lato, rifiuta una ricostruzione dell'oggetto in chiave volontaristica, a favore dell'utilizzo di un criterio di carattere formale o normativo, fondato sulla considerazione della dinamica degli effetti del negozio. In particolare, le regole stabilite nel contratto individuano un *soggetto* come centro di imputazione degli effetti e un *oggetto*, quale luogo di incidenza degli stessi; quest'ultimo è però determinato nel regolamento contrattuale solo in termini astratti, al fine di disciplinare le conseguenze giuridiche derivanti dal negozio. Posto in questi termini, il negozio "è ciò che determina", mentre il contenuto "è ciò che è determinato [...] ossia l'insieme delle clausole disposte dagli autori del negozio"; in altre parole, "l'oggetto del negozio non è altro dal suo contenuto"(87). L'utilizzo di una diversa terminologia si giustificherebbe solo in relazione al fatto che, se attraverso il "contenuto" viene indicata la fattispecie e gli effetti da essa derivanti, l'"oggetto" riguarderebbe invece la porzione di realtà destinatario del mutamento giuridico prodotto dal negozio.

---

(84) A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, 2° ed., Torino, 2000, pag. 27 ss. Il punto è sottolineato con precisione da R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 20, secondo cui l'utilizzo da parte del codice del vocabolo "prestazione", tanto con riferimento al comportamento dovuto dal contraente, quanto al sacrificio giuridico di un contraente, "*ha consentito di mimetizzare il passaggio da una prima idea di oggetto-prestazione (inteso come comportamento dovuto) ad una più recente idea di oggetto-prestazione (inteso come vicenda di rapporto giuridico, alla cui produzione è rivolto il contratto), e di qui, in modo abbastanza ovvio, all'idea del «contenuto»*".

(85) R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 20. Lo stesso autore sottolinea che entrambe le concezioni, quella di oggetto come *res* e quella di oggetto come prestazione si avvicinano "*grandemente all'idea di contenuto del negozio, fino a confondersi con essa*"; la prima presuppone difatti che l'oggetto, in senso lato, corrisponde al contenuto del contratto, la seconda propone invece "*una sovrapposizione* [che] *pare accettata anche dal legislatore*". In particolare, l'art. 1322 c.c. si riferisce all'oggetto della determinazione delle parti definendola "contenuto", mentre l'art. 1347 c.c. richiama la vicenda cui è finalizzato il contenuto chiamandola "oggetto", R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 5-6.

(86) Il termine "contenuto del contratto" è tradizionalmente fatto risalire alla pandettistica tedesca, nel significato di "*Vertragsinhalt*", v. B. WINDSCHEID, *Lehrbuch des Pandektenrechts*, 5 ed., Stuttgart, 1879.

(87) N. IRTI, voce «*Oggetto del negozio giuridico*», cit., pag. 801. Identificano inoltre oggetto e contenuto anche, F. CARRESI, *Il contenuto del contratto*, cit., pag. 365 ss.; C. M. BIANCA, *Il contratto*, cit., pag. 320-321.

Vi è invece chi, dall'altro, trova inappagante una riconduzione *sic et simpliciter* dell'oggetto al contenuto del contratto e cerca, pertanto, di tracciare una linea di distinzione tra i due concetti. Anche su questa posizione, tuttavia, le opinioni divergono in modo significativo.

Noto è difatti il dibattito che ha diviso quanti ritengono che il contenuto costituisca la "materia, o sostanza, del contratto, considerata in concreto e articolata; onde, resta escluso che il contenuto possa essere un dato strutturale"[88], e quanti invece che esso rappresenti "tutte le determinazioni poste in essere dalle parti per regolare i propri interessi" e, per ciò stesso, costituisca un dato strutturale del contratto[89]. Taluno, dopo aver premesso che "il contenuto dell'accordo appartiene al fatto", ne articola cinque diverse manifestazioni, a seconda che si intenda *i*) come testo, *ii*) come il risultato di regole interpretative empiriche diverse da quelle legali, *iii*) come il risultato di regole interpretative empiriche legali, *iv*) come regola pre-giuridica, *v*) come effetto del negozio[90]. Ed infine, c'è chi sposta l'attenzione su di una ricostruzione in chiave funzionale del contenuto del contratto, facendo corrispondere alla nozione il complesso delle clausole e delle disposizioni di cui consta il negozio, siano essere il frutto dell'autonomia delle parti, che della integrazione *ex lege*[91].

2.3. Il processo di "europeizzazione dell'oggetto del contratto

Il percorso che ha interessato l'emersione delle nozioni di "oggetto" e di "contenuto" del contratto mette in luce l'opportunità di prestare particolare attenzione alla formulazione di teorie generali ed astrazioni, in un ambito in cui lo stesso dato positivo non sembra confortare un indirizzo interpretativo univoco.

---

[88] F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., pag. 140. Prosegue l'autore, "*Lo schema strutturale, invece, proviene dall'ordinamento giuridico, sì che le parti non hanno il potere di modificarlo, a nulla giovando l'eventuale loro diversa volontà*".

[89] A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, cit., pag. 18-19. Questa impostazione è confermata altresì da E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 125, "*La struttura del negozio giuridico comprende così la forma come il contenuto* [...] *Contenuto è* ciò che *il negozio è, intrinsecamente considerato: la sua fattispecie interiore, che è insieme formola e idea, parola e significato*". Avverso la posizione di Messineo è nota la critica di Cataudella, secondo cui "*non può parlarsi di contratto in astratto, suscettibile di assumere molteplici contenuti concreti senza che la sua struttura ne vanga alterata; la contrapposizione va invece fatta fra uno schema astratto di contratto, nel quale rientra anche il contenuto, e l'infinita varietà delle fattispecie concrete, ognuna delle quali assume una fisionomia propria e inconfondibile*", A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, cit., pag. 40.

[90] R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 22-23.

[91] G. ALPA – R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, cit., pag. 363. La tesi è inoltre sostenuta da R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale,* sub art. 1346 c.c., cit., pag. 350 ss.

Solo la constatazione per cui, al termine "oggetto", sembrano corrispondere una pluralità di significati[92], pare avvicinare siffatta nozione alla "realtà" dei rapporti contrattuali e alla sostanza delle operazioni economiche[93], nonché sembra meglio inquadrare le ricadute concrete del discorso sul tema del rischio finanziario.

Questa ricostruzione trova ulteriore conforto nel processo di cd. "europeizzazione" dell'oggetto del contratto. In questo senso, dunque, la normativa di stampo comunitario mette da parte le astrazioni dogmatiche sulla categoria dell'oggetto del contratto, procedendo invece dall'ottica inversa della costruzione di una disciplina. Pur muovendo difatti dal richiamo ad una nozione - anche linguisticamente - vicina a quella di "oggetto del contratto", più familiare al nostro ordinamento, il diritto europeo sembra arricchire il panorama del dibattito con due ulteriori linee di sviluppo. Da un lato, si valorizza la scissione dell'oggetto fra una componente più propriamente descrittiva del termine di riferimento esterno dedotto nel contratto ed una, invece, dispositiva, ravvisabile nel complesso di regole che disciplinano gli effetti del rapporto giuridico e la sua interazione con la porzione di realtà che da essi è investita. Dall'altro, si matura la convinzione che il solo dato - per così dire - "strutturale" sia, di per sé, muto rispetto alla sostanza dell'operazione, che emerge solo alla luce della funzione impressagli dalle parti.

Argomentiamo più in dettaglio.

2.3.1. Il profilo descrittivo. La tutela del contraente debole.

Le teorie che qualificano il contenuto del contratto nell'insieme delle convenzioni che regolano gli effetti dell'atto di autonomia delle parti rispetto ad una realtà esterna[94], non offrono una spiegazione convincente del ruolo assunto dalle convenzioni aventi invece natura descrittiva. Come tali si intendono quegli elementi che entrano a far parte del regolamento attraverso segni grafici o simboli e assumono, per l'appunto, la funzione di rappresentare una realtà esterna, descrivendo ed individuando i caratteri dell'oggetto su cui ricadono gli effetti del negozio[95]. L'espressione dell'autonomia privata presuppone difatti, a monte, la

---

[92] G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, Milano, 2017, pag. 341.

[93] G. GITTI, *L'oggetto del contratto e le fonti di determinazione dell'oggetto dei contratti di impresa*, cit., pag. 17.

[94] La posizione è quella di A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, cit., pag. 18 ss.

[95] E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., pag. 720.

determinazione dell'entità sulla quale andrà a ricadere la componente dispositiva del contenuto contrattuale, attraverso l'enunciazione delle qualità che connotano il bene o servizio concretamente dedotto nel negozio[96].

Ebbene, la regolazione europea sulla contrattazione asimmetrica attribuisce un ruolo significativo al profilo descrittivo dell'oggetto, estendendo gli obblighi per la parte predisponente di rappresentazione ed esplicitazione delle prestazioni oggetto del contratto e delle modalità con cui esse siano adempiute[97]. La rappresentazione e la descrizione - nel livello di dettaglio spesso imposto dal legislatore al contraente professionista nella redazione del documento contrattuale - dell'elemento esterno all'accordo è da leggersi in una logica di riequilibrio nella posizione delle parti, che procede in una direzione ben precisa: quella di garantire una maggior certezza sui diritti riconosciuti dal contratto, sugli oneri economici che questo impone e, di conseguenza, sui rischi che sono assunti in considerazione dell'operazione economica nel suo complesso. Ne è diretta evidenza la disciplina degli obblighi informativi di determinazione delle prestazioni reciproche aventi ad oggetto beni e servizi nella disciplina sulla subfornitura nelle attività produttive (lg. 18 giugno 1998, n. 192)[98], quella sull'erogazione di servizi al consumatore nel mercato del credito, assicurativo e finanziario, nonché, da ultimo, quelle sulla fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali (dir. 2019/770/UE) e di vendita di beni a contenuto digitale (dir. 2019/771/UE).

2.3.2. Il profilo dispositivo. Oggetto principale, convenzioni essenziali e convenzioni accessorie.

A ben vedere, il profilo descrittivo non esaurisce però il rilievo giuridico assunto dall'oggetto nella normativa di derivazione euro-unitaria.

L'art. 34, cod. cons., nello stabilire i criteri sulla base dei quali deve essere compiuto l'accertamento della vessatorietà di una clausola, al comma 2 dispone che "la valutazione del carattere vessatorio della clausola non attiene alla determinazione dell'oggetto del contratto".

---

[96] Sul nesso logico tra autonomia negoziale e determinazione dell'oggetto, v., N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, cit., pag. 190, secondo cui "*un'entità determinata è, insieme, una entità identificata*".

[97] In questo senso, G. GITTI, *L'oggetto del contratto e le fonti di determinazione dei contratti di impresa*, cit., pag. 25 ss.; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., pag. 726 ss.

[98] Ampiamente, E. MINERVINI, *Le regole di trasparenza nel contratto di subfornitura*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pag. 227 ss.

La norma costituisce un adattamento della terminologia adottata dal legislatore europeo, alle peculiarità del nostro ordinamento e deve essere, pertanto, interpretata nel contesto che le ha dato origine. La Direttiva 93/13/CE, nel disciplinare i casi di esclusione dall'*unfairness test* spunta dal novero delle convenzioni soggette al vaglio giudiziale quelle che vertono sulla "definizione dell'oggetto principale del contratto" - *main subject matter*, *Hauptgegenstand*, nelle versioni inglese e tedesca -, ovvero sulla "perequazione tra il prezzo e la remunerazione, da un lato, e i servizi o i beni che devono essere forniti in cambio, dall'altro" - *adequacy price and remuneration*, *Angemessenheit zwischen dem Preis bzw. dem Entgelt und den Dienstleistungen* - (art. 4, par 2, dir. 93/13)[99]. Del pari, i "considerando" iniziali individuano un'ulteriore specificazione della regola in ambito assicurativo, disponendo che "le clausole che definiscono o delimitano chiaramente il rischio assicurato e l'impegno dell'assicuratore non formano oggetto della valutazione qualora i limiti in questione siano presi in considerazione nel calcolo del premio pagato"[100].

Ebbene, questa accezione sembra rispondere ad una logica differente da quella appena esaminata.

La prima ricostruisce difatti l'oggetto come termine di riferimento esterno al contratto, rappresentato e descritto all'interno del negozio al fine di assicurare alla parte in posizione di asimmetria una maggior consapevolezza sul contenuto del rapporto, sugli oneri e sui rischi dell'operazione che va a concludere (profilo descrittivo). La seconda concentra invece l'attenzione sull'insieme delle convenzioni che definiscono la struttura essenziale del contratto – la cd. *essential obligation of the contract*[101] - e le prestazioni delle parti sotto il profilo dispositivo. Ciò vale a dire, in sostanza, che solo alcune convenzioni rivestono una natura "essenziale" (*core terms*), rispetto all'operazione economica considerata nel suo complesso, mentre altre assumono, invece, un carattere puramente "accessorio" (*ancillary*

---

[99] Si tratta, a ben vedere, di due differenti categorie di convenzioni che vengono escluse dal vaglio giudiziale, ciascuna delle quali per motivi suoi specifici. In questo senso si è espressa la Corte di Giustizia nei due noti casi, CGUE, C-26/13, *Kásler* e CGUE, C-143/13, *Bogdan Matei, Ioana Ofelia Matei c. SC Volksbank România SA*, 26 febbraio 2015. La normativa di diritto inglese euro-derivato si mostra particolarmente chiara sul punto, distinguendo le due categorie all'interno della disposizione di attuazione dell'art. 4, par. 2: "*In so far as its in plain and intelligible language, the assessment of fairness of a term shall not relate* (a) *to the definitio of the main sujbect of the contract*, *or* (b) *to the adequacy of the price or remuneration, as against the goods or services supplied in exchange*" cfr. Unfair Terms in Consumer Contracts Regulations, 1994, art. 3, par. 2.

[100] Considerando 19, Direttiva 93/13.

[101] Secondo la dizione usata nella pronuncia, CGUE, C-26/13, *Kásler*, par. 49-50.

terms)[102]. Alla base di questa distinzione vi è il convincimento, solo parzialmente fondato, per cui ogni accordo negoziale è suscettibile di essere frazionato nelle diverse disposizioni che ne compongono il regolamento[103]. Ciascuna di esse contribuisce in vario modo alla definizione del contenuto del contratto: talune individuano gli obblighi principali in capo ai contraenti e corrispondono più direttamente all'interesse che muove ciascuno di essi alla negoziazione; altre definiscono, invece, le prestazioni di contorno, quali modalità e termini dell'esecuzione, caratteri secondari del bene o servizio, e sono volte ad assicurare il buon funzionamento del rapporto.

Lo scopo che muove il legislatore europeo nel tracciare una linea distintiva fra convenzioni essenziali e convenzioni accessorie è da leggersi nel bilanciamento tra istanze paternalistiche

---

[102] Il ricorso da parte del legislatore europeo al dualismo core/ancillary terms pare riflettere il raggiungimento di un accordo dai contorni più politici che giuridici. Detto in altre parole, la lettera della direttiva sembra scaturire più dalla necessità di contemperare le diverse voci da sfondo al dibattito politico in sede della sua adozione, piuttosto che dal richiamo ad una terminologia che facesse capo ad una tradizione comune; ancora più semplicemente, in nessun ordinamento europeo pare potersi individuare un consenso comune attorno alla definizione di "main subject of matter". Ancor più semplicemente, in nessun ordinamento europeo pare potersi individuare un consenso comune attorno alla definizione di "main subject of matter". Un esempio di applicazione di questo principio nel diritto euro-derivato inglese è ricorso nel caso *Director General of Fair Trading* c. *First National Bank Plc,* 2001, UKHL, 52, con nota di S. WHITTAKER, *Assessing the Fairness of Contract Terms: The Parties'"Essencial Bargain", its Regulatory Context and the Significance of Requirement of Good Faith*, in *ZEuP*, 2005, pag. 75 ss. In discussione era la sottoponibilità al vaglio di abusività di una clausola apposta all'interno di un contratto di credito al consumo, che regola l'interesse pagato dal debitore sulla somma che residuerà a seguito del giudizio avente ad oggetto l'inadempimento delle rate del mutuo (siffatta obbligazione di pagamento di interessi viene definita, per l'appunto, *non-merger*, perché indipendente rispetto a quella riconosciuta al termine del giudizio. La House of Lords (secondo l'opinione di Lord Bingham of Cornhill) adotta un'interpretazione particolarmente restrittiva della clausola di estinzione perché, ragionando altrimenti, verrebbe frustrato l'obiettivo di tutela proprio della Direttiva. Nelle parole del giudice "*the term, as part of a provision prescribing the consequences of default, plainly does not fall within it. It does not concern the adequacy of the interest earned by the bank as its remuneration but is designed to ensure that the bank's entitlement to interest does not come to a end on the entry of the judgment*" (Par. 12).

[103] Il tema si pone, in termini analoghi, anche alla luce delle disposizioni codicistiche sulla nullità parziale (art. 1419 c.c.): il giudice è difatti chiamato a valutare se il contratto, una volta eliminata la "parte" nulla, possa ugualmente rimanere in vita nel restante contenuto dell'accordo. Il problema si lega, inoltre, a quello del contenuto minimo dell'accordo, ossia della sufficienza del raggiungimento del consenso intorno alle sole clausole essenziali, rimettendo la determinazione della restante parte alla legge o a successive pattuizioni, v., F. CARNELUTTI, *Sulla efficacia delle clausole non accettate contenute nelle fatture commerciali*, in *Riv. dir. comm.,* 1915, II, pag. 1 ss.; ID., *Formazione progressiva del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1916, II, pag. 308 ss. In ordine alla valenza strutturale e a quella "per volontà delle parti" delle clausole essenziali del contratto, v., G. SICCHIERO, *La clausola contrattuale*, Padova, 2003, pag. 216 ss., secondo il quale "*si può dire in prima approssimazione, clausola principale sarebbe quella da cui non può prescindersi ai fini della vitalità dell'accordo, mentre secondaria sarebbe quella che consente di giungere ad una risposta contraria*".

di riequilibrio dell'asimmetria negoziale e rispetto della *freedom of contract*, che si traduce nell'esclusione dei *core terms* dalla sottoponibilità al *Klauselkrontrolle* svolto dai giudici nazionali[104].

Se sul piano teorico siffatta costruzione appare, in linea di massima, intuitiva, assai più complesso è il passaggio alla valutazione in concreto della natura delle convenzioni. In particolare, se negli accordi a prestazione unica (es. la compravendita di un bene) il confine tra clausole essenziali ed accessorie appare nettamente più marcato, altrettanta chiarezza non è ravvisabile nei negozi che si caratterizzano per la pluralità di servizi offerti dal professionista al consumatore[105]. Il tema si pone principalmente, per contratti afferenti a mercati contraddistinti da un alto grado di regolazione, come quello bancario, assicurativo, finanziario, del settore delle energie, dei trasporti e delle telecomunicazioni. Va da sé che, in questi ambiti, l'appartenenza di una clausola al nucleo essenziale o alle determinazioni accessorie del contratto, origina divari significativi nell'applicazione del diritto euro-derivato ad opera delle corti nazionali.

Di per sé, dunque, l'elemento del rischio finanziario, sotto il profilo dispositivo, è suscettibile di appartenere tanto alle convenzioni che definiscono i termini essenziali dell'obbligazione, quanto di quelle che rivestono carattere unicamente accessorio; solo una valutazione in concreto dell'operazione nel suo complesso consente, di conseguenza, di attribuirgli una precisa collocazione all'interno della struttura del contratto. Questo problema si lega, inoltre, all'altro profilo cui occorre dar rilievo.

2.4. Rischio finanziario e determinazione dell'oggetto

L'esposizione del valore delle prestazioni delle parti all'andamento di un indice finanziario opera, dal punto di vista della struttura del contratto, come meccanismo di determinazione del contenuto del negozio. In particolare, gli accordi di gestione del rischio costituiscono,

---

[104] Per una lettura critica del "Klauselkontrolle", si veda, N. JENSEN, *Klauselkontrolle im europäischen Privatrecht. Ein Beitrag zur Revision des Verbraucheracquis*, in *ZEuP*, 2010, pag. 69 ss.; ID., *Klauselkontrolle*, in *Revision des Verbraucher-acquis,* H. Eidenmüller - F. Faust - H. C. Grigoleit - N. Jansen - G. Wagner - R. Zimmermann (a cura di), Tübingen, 2011, pag. 53 ss.

[105] In questo senso, N. JANSEN, *Unfairness of Terms*, in *Commentaries on European Contract Law*, N. Jensen - R. Zimmerman (a cura di), Oxford, 2018, pag. 928.

sotto il profilo descrittivo, atti di determinazione dell'oggetto *per relationem*[106]: come tali si intendono quei procedimenti che fanno leva sul rimando ad un elemento esterno al contratto – i.e. l'indice finanziario - per stabilire il *quantum debeatur*. Il contratto *per relationem* è tradizionalmente definito come quell'accordo nel quale entrambe le parti indicano gli elementi per addivenire alla determinazione del contenuto, attraverso una sua integrazione successiva alla conclusione del contratto[107]. Siffatta integrazione assume, tuttavia, carattere puramente accertativo, come mera attività di calcolo e specificazione della prestazione, poiché il contratto risulta già completo in tutti i suoi elementi ai fini di validità ed efficacia[108]. La clausola di rinvio costituisce, di conseguenza, una modalità peculiare di formazione della regola negoziale, in virtù della quale le parti, pur delineando il contenuto del contratto in modo compiuto, stabiliscono che la sua esatta identificazione debba avvenire attraverso il riferimento a dati materialmente esterni alla loro volontà.

Orbene, se varie possono essere le fattispecie riconducibili alla determinazione convenzionale *per relationem*[109], questo fenomeno ha dato adito, in particolare, ad un dibattito sulla relazione intercorrente con la teoria del contratto aleatorio[110]. La matrice comune tra le due figure è difatti individuata nell'incertezza derivante dalla verificazione di un evento, destinato ad incidere sull'equilibrio economico originario del negozio; così intesa, taluno ha ravvisato nel contratto aleatorio una *species* della categoria del negozio *per*

---

[106] Sul tema del negozio per *relationem* si veda fin d'ora, P. DI PACE, *Il negozio per relationem*, Torino, 1940; A. GIORDANO MONDELLO, *Il testamento per relazione*, Milano, 1966; N. IRTI, *Disposizioni testamentarie rimesse all'arbitrio altrui*, Milano, 1967, pag. 199 ss.; F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, Milano, 1968, pag. 516 ss.; R. CECCHETTI, voce «*Negozio per relationem*», in *Enc. giur.*, XX, 1990.

[107] Così si esprime, fra i molti, F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, cit., pag. 516 ss. Nell'ambito della disciplina sulla successione, nota è la definizione di M. ALLARA, *Il testamento,* Padova, 1936, pag. 252, secondo cui "*Dal lato sostanziale disposizione testamentaria* per relationem *significa* determinazione non autonoma (mediata, indiretta, per elementi accidentali) della volontà testamentaria*, nel senso che il testatore si rimette, rinvia, in ordine a questa determinazione, ad una situazione esterna alla sua volontà. Dal lato formale disposizione testamentaria* per relationem *significa* manifestazione di una determinazione *non autonoma* (mediata, indiretta, per elementi accidentali) *della volontà testamentaria*".

[108] F. CARRESI, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, A. Cicu - F. Messineo (a cura di), Milano, XXI, 1987, pag. 231.

[109] In particolare, sono annoverate fra di essi, il contratto di somministrazione variabile, i contratti con prestazione monetaria determinata con riferimento ad indici o al valore di monete straniere o merci (clausola merce, clausola oro), i contratti con clausole di arbitraggio e quelli che siano fonte di obbligazioni alternative.

[110] Sul problema si sono espressi, fra i molti, A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 239 ss.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pag. 111; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 154-155.

relationem, caratterizzata da un certo modo di atteggiarsi dell'evento rispetto al momento della conclusione del contratto e della sfera di volontà dei contraenti[111]. A differenti – ed, invero, più corrette - conclusioni perviene, invece, un successivo indirizzo dottrinario, il quale sostiene la non assimilabilità fra la categoria delle convenzioni aleatorie e quella delle clausole di determinazione dell'oggetto *per relationem*, poiché per quest'ultime non è dato ravvisarsi alcun evento che incide sull'esistenza e sull'entità della prestazione, quanto piuttosto un riferimento esterno che fissa il valore del bene o del servizio ed integra una "determinazione volitiva non autonoma"[112]. L'indice relativo ad un tasso di interesse o ad un rapporto di cambio cui siffatte clausole fanno riferimento non rappresenta, difatti, il presupposto per determinare il se ed il come la prestazione sia dovuta, bensì il criterio matematico/finanziario di quantificazione del suo valore.

Il rischio di tasso, di cambio, o azionario assunto dalle parti permea dunque la struttura del contratto e ne definisce, di conseguenza, il contenuto *i*) in via *mediata*, poiché l'indice rappresenta il mezzo per la designazione descrittiva dell'oggetto, *ii*) *indiretta*, poiché il suo andamento non è influenzato in alcun modo dalla volontà delle parti[113] e *iii*) *attraverso elementi estrinseci*, poiché al fine di determinare il contenuto del contratto è necessario ricorrere a circostanze che risiedono al di fuori del documento contrattuale[114].

---

[111] Su questa posizione, A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pag. 240.

[112] Concordi sul punto L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pag. 111; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 154-155. In particolare, secondo Balestra, la distinzione sarebbe da ravvisarsi nel fatto che mentre il negozio *per relationem* agisce sul piano dell'atto, il meccanismo dell'alea agisce invece sul rapporto.

[113] Due recenti decisione dell'Autorità Antitrust Europea hanno censurato la condotta di alcuni fra i principali istituti creditizi nell'area dell'Unione (Barclays, Deutsche Bank, Societè Generalè, RBS e Credit Agricole, HSBC e JPMorgan Chase) consistente in pratiche ed accordi diretti alla manipolazione del tasso EURIBOR, v., Commissione Antitrust Europea, decisione C(2013)8512/1, 4 dicembre 2013 e decisione 7 dicembre 2016. La condotta anticoncorrenziale è stata realizzata attraverso accordi e pratiche concordate al fine di influenzare i parametri di eterointegrazione dei contratti di finanziamento a tasso variabile nel periodo intercorrente fra il 29 settembre 2005 ed il 30 maggio 2008. Sul punto, G. CALABRESE, *Effetti della manipolazione dell'Euribor sul mutuo bancario a tasso variabile*, in *Nuov. Giur. civ. comm.*, 2018, I, pag. 316 ss.; A. DI BIASE, *Il problema della legittimità dei mutui a tasso variabile Euribor: tra illecito antitrust e indeterminatezza dell'oggetto del contratto*, in *Nuov. Giur. civ. comm.*, 2013, pag. 181 ss. Ad ogni modo, l'esistenza della patologia riscontrata dall'Autorità Antitrust non muta l'impostazione della regola ed anzi conferma il profilo di necessaria autonomia del parametro di riferimento per l'indicizzazione del tasso, rispetto alla volontà dei contraenti.

[114] L'individuazione si siffatti caratteri si deve, nel contrasto delle disposizioni testamentarie rimesse all'arbitrio altrui, come forma di testamento per *relationem*, a N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*., cit., pag. 26.

2.4.1. Determinatezza e determinabilità della *relatio*

Intesa dunque la clausola di condivisione del rischio come accordo di determinazione *per relationem* del contenuto del contratto, occorre ora valutare l'incidenza assunta da siffatta qualificazione sul piano della disciplina applicabile. Abbiamo detto che anche ove la determinazione dell'oggetto non avvenga *strictu sensu*, il contenuto del negozio può comunque dirsi completo e non attende, dunque, ai fini di validità o efficacia, l'intervento integrativo da parte di un elemento esterno[115]: ciò, tuttavia, nella sola ipotesi in cui le parti abbiano predisposto il modo della determinazione futura. Attraverso il ricorso allo schema della *relatio*, le parti hanno difatti reso necessario il concorso di una fonte esterna al fine di mettere all'opera il "congegno determinativo", identificando così il modo d'essere del negozio[116]. Ciò vale a dire che fra il negozio e la fonte estrinseca viene a crearsi un nesso che poggia sulle regole che le parti predispongono per la designazione dei termini dell'effetto[117].

Questa modalità di designazione prende il nome, in ottica civilistica, di "determinabilità" dell'oggetto (art. 1346 c.c.) e comporta il sorgere di una situazione di sospensione, rispetto alla quale il contratto stabilisce un parametro adeguato - presente o futuro - in grado di sciogliere la situazione di incertezza e dar luogo così all'esecuzione delle prestazioni dovute[118]. Si intuisce di conseguenza che, per poter definire l'oggetto del contratto come "determinabile", occorre che le parti abbiano esplicitato in modo chiaro e non ambiguo il procedimento attraverso cui opera la *relatio*. L'un conto è difatti parlare di imprevedibilità nella misura della prestazione, che non costituisce un vizio nella formazione della regola negoziale, altro conto è invece parlare di indeterminatezza della stessa[119].

---

[115] V., F. SANTORO PASSARELLI, *La determinazione dell'onorato di un lascito e l'arbitrio di un terzo*, in *Riv. dir. priv.*, 1932, I, pag. 780.

[116] N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, cit., pag. 230. Nonché A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941, pag. 304, secondo cui "*Quando per la determinazione dell'oggetto del rapporto il negozio rimanda ad un ulteriore evento futuro, poiché l'oggetto del negozio è dato dal bene attuale nel senso già precisato, la necessità dell'evento si richiede soltanto per il sorgere del rapporto e non già per il perfezionamento dell'atto: il quale ultimo risulta completo, anche riguardo all'oggetto, quando il bene che deve formare l'oggetto del rapporto, risulti programmato dai contraenti nelle modalità prescritte dal diritto positivo*".

[117] F. G. LIPARI, *Considerazioni sul tema degli arbitrati e degli arbitraggi*, in *Annali Messina*, VII, 1932-1933, pag. 40, "*il negozio è perfetto con l'indicazione del mezzo per la determinazione di un suo elemento*".

[118] V., E. GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, sub artt. 1346-1347 c.c., in *Il codice civile. Commentario*, P. Schlesinger (a cura di), Milano, 2015, pag. 121 ss.

[119] La vicenda della validità della fideiussione *omnibus* ha messo in luce la necessità di un distinguo fra i due termini. Si discuteva, in particolare, se potesse considerarsi determinato l'impegno di una parte a garantire le

2.4.2. Variabili finanziarie e indicazione dell'oggetto

Nell'ambito che ci compete si profila dunque il problema di individuare, in concreto, quando l'indicazione prevista nella *relatio* soddisfi i requisiti per poter ritenere "determinabile" il contenuto del contratto. Il problema pare, invero, investire il rapporto sussistente fra la previsione generale di cui all'art. 1346 c.c. e le norme speciali che definiscono l'ampiezza di questa regola all'interno di specifici settori. Ad ogni modo, pare doveroso concentrarsi, per chiarire meglio il punto, sulla natura della fonte esterna che concorre alla determinazione dell'oggetto del contratto. Il legislatore impiega, difatti, il termine "indicazione" all'interno di una pluralità di fattispecie, modulando il contenuto del relativo obbligo a seconda del tipo contrattuale di riferimento. Un primo esempio è fornito dall'art. 2787 c.c. il quale, ai fini dell'operatività dell'istituto della prelazione, attesta il grado di determinatezza dell'oggetto della garanzia nella sua "sufficiente indicazione"[120]. Ancora, l'art. 58 TUB prevede che, in ipotesi di cessione in blocco di crediti, la banca possa limitarsi all'"indicazione" delle categorie di rapporti ceduti, senza che occorra una specifica enumerazione degli stessi, ancorché il cessionario possa individuare senza incertezza gli elementi che caratterizzano ciascuna categoria[121]. In materia di convenzione del tasso di interesse nell'ambito dei rapporti bancari, il legislatore fa nuovamente riferimento al termine "indicare", senza fornire, tuttavia, precisazioni ulteriori sul grado di concretezza di un eventuale rinvio per *relationem*, salvo escludere quello riferito all'uso piazza (art. 117, comma 4 e comma 6, TUB)[122]. L'esistenza di un tale divieto, che sanziona con l'invalidità i richiami caratterizzati da una genericità estrema e rimessi sostanzialmente alla determinazione

---

obbligazioni future contratte da un'altra parte, in assenza di alcun limite massimo. Il dibattito, come noto, è stato risolto dal legislatore, il quale ha novellato l'art. 1938 c.c. stabilendo che la fideiussione possa essere prestata anche per obbligazioni future purché sia previsto, ai fini di validità, "l'importo massimo garantito" (Lg. 17 febbraio 1992, n. 154). Sull'orientamento che qualificava le fideiussioni *omnibus* come negozi con contenuto determinabile *per relationem* si è espresso in modo critico R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 1054, secondo cui questa teoria scambiava "*imprevedibilità e indeterminatezza. L'imprevedibilità della misura della prestazione non suole viziare il contratto* [...] *Nel caso della fideiussione omnibus il dato cui porre rimedio era la mancata fissazione di un tetto massimo di responsabilità del garante, il che è un fenomeno ulteriore, ma del tutto diverso, rispetto alla impossibilità di determinare il quanto dovuto*".

[120] Sul punto, v., M. TAMPONI, *Sulla clausola estensiva della garanzia pignoratizia ai crediti presenti e ai crediti futuri*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, pag. 226.

[121] Cass., 29 dicembre 2017, n. 31188, in *Giust. Civ. mass.*, 2018.

[122] Sulla *ratio* dell'invalidità del rinvio per la determinazione degli interessi all'uso piazza, v., Cass., 30 marzo 2018, n., 8028; Cass., 23 febbraio 2016, n. 3480.

unilaterale della banca riconosce dunque, all'opposto, la piena legittimità dei rinvii che permettano una sicura identificazione degli oneri economici del finanziamento.

Ebbene, maggior rigore si ritiene debba potersi richiedere in presenza di una determinazione dell'oggetto attraverso indici finanziari, quali tassi di interesse, tassi di cambio, o meccanismi compositi comunque riferiti a variabili di carattere matematico. Il rinvio alla fonte esterna, mediante il quale le parti – come detto - perseguono una finalità di gestione del rischio di inflazione, svalutazione o apprezzamento della moneta se, da un lato, risulta materialmente incompatibile con un'indicazione "in cifra" del tasso del rapporto, dall'altro, richiede comunque che la sua espressione avvenga in termini obiettivamente individuabili ed attuabili in modo non equivoco[123]. Ciò vale a dire che l'omessa indicazione, nel contratto, di una percentuale numerica che rappresenta l'entità del tasso si giustifica solo in ipotesi di ricorso, a tal fine, alla quotazione futura di un titolo, ovvero all'andamento di un tasso di mercato o di cambio fra valute a precise scadenze temporali, purché la fonte della determinazione sia individuata in modo oggettivo e sia conoscibile da entrambe le parti.

2.4.3. Indeterminabilità dell'oggetto ed integrazione della clausola sul rischio

Una volta stabilito che il rischio finanziario concorra alla costituzione di un meccanismo di determinazione dell'oggetto *per relationem* e che debba pertanto trovar applicazione la disciplina relativa agli elementi essenziali del contratto (art. 1346 c.c.), occorre infine interrogarsi sulle conseguenze derivanti dalla violazione di siffatte regole.

Il problema si pone essenzialmente in presenza di un'indicazione della *relatio* che renda l'oggetto del contratto indeterminabile[124]. A rigore di applicazione dell'art. 1418, comma 2,

---

[123] In senso analogo si è espressa, di recente, la Corte di Cassazione, sanzionando con l'invalidità una clausola di determinazione del tasso di interesse che operava un rinvio non ben precisato ad un "top rate", ossia al tasso applicato dall'istituto di credito alla fascia di clientela ritenuta più rischiosa (collocata all'opposto del cd. prime rate). La Corte di legittimità ha ritenuto difatti che "*l'esigenza di trasparenza sottesa alla norma è compatibile con meccanismi di* relatio *che consentano alle parti di modulare il rapporto in funzione di termini esterni, indipendenti dalla loro azione e non puntualmente predeterminabili, altrettanto non può dirsi ove venga in questione la mancata esplicitazione, nel corpo del documento contrattuale, del tasso di interesse che la banca abbia intenzione di praticare (e che la stessa dichiari essere desumibile da altri elementi); in questa seconda ipotesi il rinvio urta con la precitata ratio della norma, giacché rappresenta lo strumento attraverso cui viene celata una condizione economica del rapporto*", v., Cass., 26 giugno 2019, n. 17110, in *Giust. Civ. mass.,* 2019.

[124] Si fa riferimento ai casi in cui, ad esempio, il contratto si limiti ad un generico riferimento all'indice di determinazione del tasso di interesse variabile. Di recente, la giurisprudenza di legittimità ha confermato la decisione di secondo grado, con la quale veniva sanzionato per indeterminatezza dell'oggetto un rapporto di finanziamento nel quale il quale il tasso era genericamente indicizzato all'IBOR (*Interbank offered rates*), senza

c.c., il contratto dovrebbe risultare nullo per carenza di un requisito essenziale. Il ragionamento dovrebbe *a fortiori* condurre a questo risultato anche in considerazione del fatto che la Corte di Giustizia ha, a più riprese, incluso siffatti accordi fra le convenzioni che definiscono i *core terms* del contratto(125). Sennonché, varie sono le disposizioni che riconoscono un principio generale di conservazione degli effetti del negozio e che limitano, pertanto, la pronuncia di nullità alla sola clausola viziata senza travolgere, per ciò stesso, l'intero regolamento contrattuale(126). Questo principio è sancito nella stessa direttiva europea 93/13/CEE, ove si riconosce che il contratto, una volta espunta la clausola abusiva, rimanga comunque vincolante per le parti, sempre che possa sussistere privo di essa (art. 6, par. 1). Il problema non pare dunque riguardare tanto la limitazione della pronuncia di invalidità nei confronti della singola clausola, informata ad un principio generale di conservazione degli effetti del negozio (*utile per inutile non vitiatur*), quanto piuttosto l'individuazione di un meccanismo integrativo dell'accordo contrattuale nella persecuzione, per esigenza di flessibilità dei rimedi, del principio di effettività della tutela (art. 1374 c.c.)(127). In altre parole,

---

che venisse specificato alcun richiamo alla piazza di rilevazione ovvero alle banche di riferimento; inoltre, non era possibile per il mutuatario accedere a canali ufficiali di rilevazione, alla luce della inidoneità del Down Jones Telerate allo svolgimento di siffatta funzione, v., Cass., 9 maggio 2019, n. 12243.

(125) In questo senso si esprimono, ad esempio, le già citate decisioni *Kásler* (C- 26/13) e *Andriciuc* (C-186/16). In particolare, secondo l'opinione dell'Avvocato Generale nel caso *Kásler*, "*non si può escludere che, trattandosi di un contratto di prestito [...] la clausola che determina il tasso di cambio applicabile* [clausola di indicizzazione] *rientri nell'oggetto principale del contratto*" (Par. 65).

(126) La letteratura sul tema della nullità parziale e sull'interpretazione dell'art. 1419 c.c. è ampia ed articolata. Si può fare riferimento fin d'ora, fra i molti, G. CRISCIUOLI, *La nullità parziale del negozio giuridico: teoria generale*, Milano, 1959; ID., *Precisazioni in tema di annullabilità parziale del negozio giuridico in rapporto ai vizi della volontà*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, pag. 366; E. SARACINI, *Nullità e sostituzione di clausole contrattuali*, Milano, 1971; V. ROPPO, *Nullità parziale del contratto e giudizio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 1971, pag. 693; G. DE NOVA, *Nullità relativa, nullità parziale e clausole vessatorie non specificamente approvate per iscritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, pag. 480; G. B. FERRI, *Nullità parziale e clausole vessatorie*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, I, pag. 11; G. PASSAGNOLI, *Le nullità speciali*, Milano, 1995; L. BIGLIAZZI GERI, *Sul significato del termine "clausola" in relazione al comma 2 dell'art. 1419 c.c.*, in *Rapporti giuridici e dinamiche sociali. Principi, norme, interessi emergenti. Scritti giuridici*, L. Bigliazzi Geri (a cura di), Milano, 1998, pag. 681 ss.; A. D'ADDA, *Nullità parziale ed integrazione del contratto con regole dispositive*, in *Le forme della nullità*, S. Pagliantini (a cura di), Torino, 2009, pag. 115. La giurisprudenza ha, inoltre, di recente confermato che "*Il principio di conservazione del negozio giuridico affetto da nullità parziale, nel sistema del codice civile, deve ritenersi la regola, mentre l'estensione all'intero negozio degli effetti di tale nullità costituisce l'eccezione che deve essere provata dalla parte interessata e ricorre allorquando rimanga accertato che le parti non avrebbero concluso il contratto senza quella particolare clausola o quella specifica parte del suo contenuto colpite dalla nullità*", v., Cass., 16 dicembre 2005, 27732, in *Giust. civ. mass.*, 2005, 12.

(127) Il problema è non nuovo e non limitabile alle sole clausole in esame. Fra i contributi più recenti, v., S. PAGLIANTINI, *Post-vessatorietà ed integrazione del contratto nel decalogo della CGUE*, in *Nuov. Giur. civ. comm.*,

una volta riconosciuta l'impraticabilità della strada diretta alla disapplicazione *tout court* della clausola di condivisione del rischio, occorre valutare quale altro percorso possa essere intrapreso per sopperire alla non determinabilità dell'oggetto del contratto.

Ebbene, si è dell'impressione che, in presenza di una convenzione che non consenta la determinabilità dell'oggetto per carente indicazione della *relatio*, debba aver luogo l'applicazione di meccanismi di integrazione del contratto sulla falsa riga di quanto stabilito dall'art. 117, comma 7, TUB[128]. Nel contesto dei contratti del sistema finanziario, il pericolo di una deriva discrezionale nell'esercizio del potere integrativo da parte del giudice è scongiurato dall'esistenza di indici e parametri ufficiali che consentono di tener luogo delle carenze manifestate dall'autonomia privata nell'espressione dell'oggetto dell'accordo. Ciò è tanto vero non solo con riferimento al tasso BOT sostitutivo cui fa menzione il TUB, ma anche per quanto concerne i tassi di interesse e quelli di cambio di riferimento rilevati secondo le procedure del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC)[129]. Il carattere sanzionatorio di taluni meccanismi sostitutivi non deve, inoltre, leggersi come regola di iper-protezione della parte predisposta, quanto piuttosto, come meccanismo di incentivo alla redazione di contratti che indichino in modo chiaro la fonte della *relatio* ed il rischio in essa insito. La determinazione non specifica

---

2019, II, pag. 561 ss. Più ampiamente sul tema, v., G. D'AMICO – S. PAGLIANTINI, *Nullità per abuso ed integrazione del contratto. Saggi*, Torino, 2015.

[128] La norma, come noto, prevede un meccanismo sanzionatorio di sostituzione automatica delle clausole nulle riguardanti i prezzi o il tasso di interesse. E' disposta in particolare l'applicazione, rispettivamente, del tasso nominale minimo per le operazioni attive, e di quello massimo per le operazioni passive, dei buoni ordinari del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal Ministero dell'economia e delle finanze, emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto o, se più favorevoli per il cliente, emessi nei dodici mesi precedenti lo svolgimento dell'operazione.

[129] I cambi di riferimento dell'euro rappresentano una media dei tassi di vendita e di acquisto, sulla base delle condizioni di mercato prevalenti al momento della concertazione. Sul sito della Banca d'Italia sono registrate giornalmente le rilevazioni dei tassi di cambio e sono consultabili all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-cambi/cambi/index.html?page=5. E' opportuno tuttavia precisare come la stessa BCE inviti alla cautela nell'utilizzo di questi parametri di riferimento a scopi transattivi. Essi non rientrano, difatti, nell'ambito dei cd. principi IOSCO, che costituiscono sostanzialmente la cornice regolamentare per gli indici (*Benchmarks*) utilizzati sui mercati finanziari. Come precisato dal documento del FINANCIAL STABILITY BOARD, *Foreign Exchange Benchmarks. Final Report*, September 2014, pag. 26-27 "*Central bank reference rates are computed according to different methodologies, published at various frequencies and used by a wide range of economic agents for diverse purposes: mostly in legal contacts, valuation of foreign exchange denominated assets and liabilities, and, to some extent, execution of foreign exchange transactions. Reference rates set by central banks do not fall under IOSCO principles for financial benchmarks since "Benchmark Administration by a National Authority used for public policy purposes (e.g., labour, economic activity, inflation or consumer price indices) is not within the scope of the Principles*".

della *relatio* è, dunque, un problema ascrivibile all'alveo delle regole di validità del contratto (art. 1346 e art. 1419 c.c.), a fronte del quale si pone un meccanismo sostitutivo volto, da un lato, alla conservazione del negozio, dall'altro, all'integrazione di una struttura contrattuale in alcuni termini essenziali dell'accordo.

3. Rischio e causa del contratto. Aspetto funzionale.

A fianco dell'aspetto strutturale, il rischio finanziario assume altresì rilievo nell'ottica della funzione del contratto[130].

Se già abbiamo sottolineato come una prima caratteristica comune alle singole convenzioni consistesse nell'effetto di sottoporre la misura della prestazione dovuta, nell'*an* o nel *quantum*, al verificarsi di un evento incerto, è possibile altresì ravvisare, per le clausole in esame, un'identità di funzione: quella volta alla *gestione* di un *rischio* di natura *finanziaria*. Riprendendo gli esempi fatti in precedenza[131], indicizzare l'interesse convenuto in un contratto di credito all'andamento di un tasso interbancario realizza la funzione di neutralizzazione del rischio, condiviso da entrambe le parti, di incrementi o diminuzioni del valore del denaro nel corso di esecuzione del rapporto. Analogamente, l'apposizione di un *floor* o di un *cap*, rispettivamente, alla discesa o alla salita di un indice di mercato, consente di trasferire fra le parti i rischi relativi all'oscillazione del parametro assunto come riferimento per l'indicizzazione delle prestazioni. Ancora ed in misura più evidente, i rapporti assicurativi che prevedono un investimento del premio in valori mobiliari o panieri di titoli trasformano un rischio legato alla diminuzione di valore del capitale riscattabile con la polizza con quello conseguente all'oscillazione di valore di uno strumento finanziario sul mercato azionario.

L'emergere di tecniche finanziarie che consentono di isolare il rischio finanziario dal negozio, di attribuirgli un valore economico e di farne oggetto di gestione fra le parti ha posto

---

[130] La letteratura sul tema della causa e della funzione del negozio è particolarmente ampia ed articolata, poiché muove l'interesse della dottrina da ormai ben più di un secolo. Salvi i riferimenti che saranno approfonditi nel prosieguo del testo, può vedersi fin d'ora, G. ALPA – M. BESSONE, *Causa e consideration*, Padova, 1984; M. GIORGIANNI, voce «*Causa (dir. priv.)*», in *Enc. Dir.*, VI, Milano, 1960, pag. 557 ss.; G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 170 ss.; F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, cit., pag. 103 ss.; R. NICOLÒ, *Aspetti pratici del concetto di causa*, in *Raccolta di scritti*, Milano 1980, II, pag. 1379; U. BRECCIA, *Causa*, in *Trattato di diritto privato*, M. Bessone (a cura di), *Il contratto in generale*, III, Torino 1999, pag. 3 ss.; E. NAVARRETTA, *La causa e le prestazioni isolate*, Milano, 2000; M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015.

[131] Cfr. *supra*, § 2.

al centro dei dibattiti il problema di come il rischio investa lo schema causale del contratto. Le convenzioni in esame realizzano un assetto attraverso il quale il rischio permea la struttura del contratto, sottoponendo la determinazione della misura delle prestazioni contrattuali alle variazioni di un indice esterno, ma non si limitano unicamente a far ciò. Esse adempiono ad una particolare funzione, cui sottende un preciso interesse delle parti, di gestire e distribuire fra loro un rischio che caratterizza l'operazione economica nel suo complesso. Ed è, anzi, proprio il perseguimento di siffatta funzione che contribuisce a dettare una linea di confine tra le clausole di gestione del rischio ed altre fattispecie, ad esse assimilabili sotto il profilo strutturale (dipendenza della misura della prestazione dal verificarsi di un evento esterno), ma ispirate ad una logica del tutto differente[132].

L'esigenza di studiare il rischio finanziario nella dimensione causale del contratto trova, pertanto, una giustificazione, in ottica di disciplina, sotto almeno due punti di vista, fra loro intimamente legati[133]. Da un lato, la possibilità di assegnare a detti accordi una funzione autonoma di gestione del rischio solleva il problema di valutare la loro interazione e la compatibilità con la causa "tipica" perseguita dal regolamento contrattuale su cui esse insistono. La prassi esaminata nel primo capitolo ha difatti evidenziato come il problema centrale della qualificazione non risieda tanto nella individuazione della funzione astrattamente perseguita dalle clausole, quanto nel ruolo che il rischio assume per effetto di esse all'interno del contratto, affiancandosi – financo a sovrapporsi – alla funzione che tipicamente connota quest'ultimo[134]. Dall'altro, il loro carattere atipico solleva, al contempo,

---

[132] È nota, difatti, la formula tralatizia secondo cui, la caratteristica comune dei contratti aleatori dovrebbe individuarsi nel perseguimento di un risultato economico incerto. Già da tempo, tuttavia, la dottrina ha fortemente criticato siffatta configurazione, dal momento che introdurrebbe un ragionamento del tutto tautologico, oltre che foriero di dubbi circa l'effettiva meritevolezza di un interesse così ricostruito, v., G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 141. Pare invece più rigoroso il ragionamento che distingue le singole ipotesi in cui vi sia incertezza sul risultato economico sulla base della differente funzione perseguita. La coerenza di tale ragionamento è confermata dal dato normativo stesso che, nelle ipotesi in cui le parti abbiano realmente inteso perseguire una funzione diretta al solo "correre un rischio" – *i.e.* giuoco e scommessa – viene accordata una limitatissima tutela all'assetto negoziale predisposto dalle parti.

[133] Questa distinzione vuole rifarsi, in particolare, alle teorie di G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., il quale parla del "*problema della tipicità negoziale*" e dell'"*interesse meritevole di tutela*".

[134] Il problema era, peraltro, già stato sollevato nel dibattito riguardante i confini della disciplina dei contratti aleatori. Stante difatti la non univocità della *ratio legis*, taluno si è approcciato al dibattito ravvisando nel ruolo svolto dall'alea rispetto alla causa del contratto l'elemento di discrimine nell'applicazione della relativa disciplina. Ciò condurrebbe "*a confermare l'esigenza di non estendere la fattispecie della categoria ai contratti nei quali l'alea svolga, rispetto alla causa, un ruolo marginale* [...] *Nei contratti in cui l'alea abbia un rilievo accidentale,*

un problema di individuazione dei limiti cui va incontro l'autonomia privata nella creazione di schemi negoziali non riconducibili a quelli codificati. In altre parole, occorre interrogarsi sul se, e in che misura, l'ordinamento giuridico riconosca la meritevolezza della funzione perseguita attraverso i patti con cui i contraenti gestiscono il rischio finanziario, dal momento che "l'autonomia del volere non è sconfinata libertà del potere di ciascuno, non fa del contratto un docile strumento della volontà privata"[135].

3.1. La causa nel tessuto normativo

L'impronta codicistica segna una netta cesura con la tradizione liberale ottocentesca, affermando con forza il valore del principio causalista nel sistema dell'obbligazione e del contratto[136]. Il diritto positivo codifica l'istituto giuridico della causa, rafforzandone anzi il rilievo rispetto a quello che aveva assunto nella tradizione precedente, pur senza spingersi mai – coerentemente con una scelta di fondo – a fornire una definizione espressa di tale concetto[137]. La sua stessa collocazione nell'ambito della disciplina del contratto in genere tradisce una chiara volontà del legislatore di prendere le mosse dalla matrice francese del *code civil* e dallo stesso codice del 1865, che avevano inserito le norme sulla causa all'interno delle regole concernenti l'obbligazione

---

dalle clausole fondamentali nascono obblighi di prestazioni certe e determinate, perfettamente suscettibili in se stesse di valutazione economica, mentre l'incertezza è legata a clausole secondarie: non vi è ragione di estendere anche a tali casi la disciplina della categoria, che va riservata ai contratti, che siano essenzialmente fondati sulla valutazione dell'entità dei rischi", cfr. A. GAMBINO, *L'assicurazione nella toria dei contratti aleatori*, cit., pag. 259.

[135] Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, Libro IV, § 603.

[136] Sulla dottrina precedente all'entrata in vigore del codice, S. PUGLIATTI, *La volontà elemento essenziale del negozio giuridico*, in *Riv. dir. comm.,* 1940, I, pag. 234 ss., al quale si deve la rivalutazione dell'elemento volontaristico della teoria del negozio giuridico. La causa si porrebbe, secondo la sua visione, come punto di unione fra la volontà e l'ordinamento giuridico, v. ID., *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Nuova riv. di dir. comm., dir. econ., dir. soc.*, 1947, pag. 17 secondo cui "*i negozi, dunque, non tanto si distinguono per il loro esteriore profilo, quanto per questo intimo, essenziale elemento che è la causa nucleo centrale, che può apparire nascosto dalle note e determinazioni accidentali che in un certo senso lo avviluppano, ma che manifesta, in peculiari contingenze, le sue energie reattive*". Su posizioni differenti si colloca, invece, un altro indirizzo dottrinario, che sottolinea l'unitarietà con la quale l'operazione negoziale si presenta al giudizio dell'ordinamento e come, di conseguenza, essa debba venir giudicata nel suo complesso, v., E. REDENTI, *La causa del contratto secondo il nostro codice*, in *Riv. dir. e proc. civ.*, 1950, pag. 814 ss.; M. GIORGIANNI, *La causa del negozio giuridico*, Milano, 1961.

[137] Questo intento è chiaramente manifestato all'interno della Relazione al Codice, secondo cui "*Nonostante gli equivoci e le critiche a cui il requisito della causa ha dato luogo, si è stimato necessario conservarlo e anzi conferirgli massima efficienza*", § 613.

La norma su cui si incentra la costruzione del sistema è l'art. 1325 c.c. che, nell'individuare i requisiti essenziali del contratto, annovera fra di essi la *causa* (art. 1325, n. 2, c.c.). Ad essa, è affiancata una disciplina di parte generale che ne detta il requisito di liceità, nella conformità a norme imperative, ordine pubblico e buon costume (art. 1343 c.c.). L'assenza di questo requisito nel contratto, ovvero la sua illeceità, producono la nullità del contratto (art. 1418, comma 2, c.c.).

Vi sono poi disposizioni di parte speciale che, pur non menzionandola espressamente, fanno riferimento ad essa nel dettare le regole di validità dei singoli contratti tipici[138]: è il caso, ad esempio, dell'inesistenza del rischio nel contratto di assicurazione (art. 1895 c.c.) o della rendita costituita su persone già defunte (art. 1876 c.c.).

Vi sono inoltre disposizioni che hanno dato luogo a dibattiti sull'intersezione fra il concetto di "causa" e quello di "interesse"[139]. Anzitutto, nel definire il carattere della prestazione che forma oggetto dell'obbligazione, il legislatore dispone che essa "deve essere suscettibile di valutazione economica e deve corrispondere ad un interesse, anche non patrimoniale, del creditore" (art. 1174 c.c.). Il nucleo del dibattito sulla "riscoperta" della causa e della sua incidenza sulla disciplina del contratto è infine racchiuso nella disposizione che, dopo aver riconosciuto la libertà delle parti di concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, richiede che questi siano comunque diretti a realizzare "interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico" (art. 1322, comma 2, c.c.)[140]. La nozione di «interesse», in questo ambito, pare costituire il substrato oggettivo proprio della causa, da intendersi come bisogno umano che costituisce il fondamento per il quale si è inteso costituire, regolare o estinguere un rapporto giuridico di carattere patrimoniale (art. 1321

---

[138] Secondo F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., pag. 105, "*La legge, dopo la menzione che ne fa, a proposito del contratto in genere, non richiama più la causa, in sede di disciplina dei singoli contratti. Tale silenzio sulla causa in specie si spiega agevolmente, considerando che quella menzione, già esplicita, vi è poi sottintesa ed estende il suo ambito, anche ai contratti singoli*".

[139] È nota, in questo senso, la posizione di G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 121, secondo cui "*le nozioni di «tipo» e di «causa» assumono una precisa collocazione e una precisa funzione: il tipo riguarda la struttura dell'atto; la causa invece l'interesse e più precisamente la sua caratteristica di essere meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico*".

[140] Il parallelismo tra queste disposizioni è mosso anche da E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 193 che lo ravvede nella "tipicità sociale" del contratto, ossia quella derivante della valutazione economica o etica da parte della coscienza sociale.

c.c.)[141]. Si tratta dunque di un interesse che, nel contesto del contratto, ha natura *patrimoniale* ed è *meritevole* rispetto alla funzione (*Zweck*) che intende perseguire.

3.2. La causa in senso soggettivo

La dogmatica fascista riconosceva, dunque, un ruolo centrale alla dimensione causale del contratto, tanto in prospettiva di controllo sugli spostamenti di ricchezza realizzati con atti di autonomia privata, quanto in quella di individuazione e classificazione di tipi legali, cui corrispondano interessi ritenuti *ex se* meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento[142].

Come opportunamente è stato sottolineato, il legislatore codicistico, nel dettare il tessuto di regole sulla causa del contratto, confida però in un interprete "colto"[143] che riesce a destreggiarsi in una disciplina che presuppone una nozione senza pervenire mai, tuttavia, ad esplicitarne il significato. Eppure, all'interno della Relazione del Guardasigilli emergono delle posizioni apertamente a favore di determinati indirizzi ricostruttivi o, meglio, viene ripudiata in modo inequivocabile una certa concezione della causa, in senso "soggettivo".

Il rifiuto mosso nei confronti di una concezione individualistica dell'«autonomia privata»[144], intesa come una piena signoria del volere delle parti di regolare i propri interessi, è netto, e diretto a riconoscere che se, da un lato, l'autonomia è libera nel determinare il contenuto e le strutture entro cui possa manifestarsi, dall'altro, l'ordinamento "impone ad essi [le parti] di operare sempre sul piano del diritto positivo, e nell'orbita delle finalità che questo sanziona e secondo la logica che lo governa"[145]. Affiora, di conseguenza, l'idea che la «causa» non possa essere assimilata allo "scopo soggettivo", al "motivo" per il quale il contraente addiviene nel caso concreto alla stipulazione del negozio. La necessità, da parte dei compilatori del codice, di confrontarsi direttamente con questa ricostruzione è da leggersi nel

---

[141] F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., pag. 108.

[142] Nella Relazione del Guardasigilli viene difatti reso esplicito che "*un codice fascista, ispirato alle esigenze della solidarietà, non può ignorare la nozione di causa senza trascurare quello che deve essere il contenuto socialmente utile del contratto*", § 613.

[143] G. ALPA, *La causa e il tipo*, in *I contratti in generale*, cit., pag. 544.

[144] Il punto emerge con evidenza nelle teorie di E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 54 ss. che si appoggia alla nozione di negozio giuridico per criticare duramente "*la facoltà di «volere» a vuoto, come piace affermare a certo individualismo, non ancora estirpato dalla odierna dogmatica.* [...] *ess* [il negozio giuridico] *garantisce e protegge l'autonomia privata nella vita di relazione, in quanto si volge a dare assetto ad interessi degni di tutela nei rapporti che li concernono*".

[145] Relazione del Guardasigilli, § 603.

fatto che essa risultava essere dominante nel contesto storico dell'epoca e costituiva il risultato del retaggio storico prodotto dall'elaborazione teorica francese[146]. Le critiche all'idea di una ricostruzione della causa in senso soggettivo hanno trovato, tuttavia, saldi appigli nei numerosi profili controversi da essa manifestati, conducendo la dottrina coeva all'entrata in vigore del codice a contestare duramente siffatta impostazione.

A quest'idea può così replicarsi.

Da un lato, si è detto che l'elemento soggettivo può contraddistinguere esclusivamente la posizione di ciascun contraente, non anche il contratto in sé, poiché ciascuna parte è mossa da un intento autonomo, non coincidente, e spesso antitetico a quello dell'altra[147]; da ciò deriverebbe la sostanziale impossibilità di procedere ad alcuna classificazione per tipi del contratto, con la conseguenza di precludere una qualunque valutazione di carattere oggettivo sul regolamento negoziale. Dall'altro, fondare la costruzione della disciplina dei vizi sulla illiceità dei motivi che muovono il singolo contraente esporrebbe ogni contratto, e di conseguenza ogni traffico giuridico diretto alla traslazione di beni o diritti, all'incertezza legata alle difficoltà di investigare la sfera soggettiva delle parti. Orbene questa ricostruzione, sebbene progressivamente abbandonata nelle teoriche sulla causa, conosce comunque una propria rilevanza a livello giuridico, ravvisabile nella nullità del contratto che le parti si siano determinate a concludere per un motivo illecito comune ad entrambe (art. 1345 c.c.).

3.3. La causa in senso oggettivo

È dunque in considerazione del contesto appena descritto che si comprendono le ragioni della presa di distanza, da parte dei compilatori del codice, dalla teoria della causa in senso soggettivo.

Non isolate risultavano difatti le voci nella letteratura dell'epoca che miravano ad affrancare la causa dal procedimento di formazione della volontà delle parti, per ricondurla, più propriamente, ad una ricostruzione in chiave di *finalità* o *scopo* perseguito dal contratto nel sistema degli strumenti giuridici diretti alla circolazione della ricchezza[148]. Così intesa, la

---

[146] Prima nel pensiero di J. DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, livre I, titre I, section I, n. 5-6, Paris 1689; in seguito, R. J. POTHIER, *Traité des obligations*, cit., n. 42. In Italia, esponente della teoria era G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, II, Firenze, 1891, § 437.

[147] La critica è di G. MIRABELLI, *Causa subiettiva e causa obiettiva*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, pag. 323.

[148] Molteplici erano difatti i sostenitori della teoria oggettiva della causa, fra cui E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 111 ss.; G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, cit., 1961, pag. 31-32; L. CARIOTA FERRARA,

causa assumerebbe una posizione esterna rispetto ai soggetti che stipulano il contratto, e costituirebbe pertanto un dato di carattere oggettivo e teleologico, un prodotto che l'ordinamento confeziona e mette a disposizione delle parti(149).

L'indirizzo è chiaro e pare essere recepito con forza all'interno del codice del '42, ove si afferma espressamente, all'interno della Relazione, che "contro il pregiudizio incline ad identificare la causa con lo scopo pratico individuale" bisogna "tener fermo che la causa richiesta dal diritto non è lo scopo soggettivo", bensì è causa "oggettiva" e "positiva"(150). Se pare, dunque, non potersi dubitare dell'assunto per cui causa è elemento essenziale ed obiettivo del contratto, il campo non sembra comunque del tutto sgombro da ulteriori profili controversi. In particolare, anche una volta stabilito che la causa contraddistingue la funzione esplicata dal negozio, ciò, di per sé, non contribuisce ancora a chiarire a quale *specie* di funzione occorra guardare al fine di esercitare il controllo sull'atto di autonomia privata.

Sul punto si sono susseguiti, perciò, una serie di indirizzi che hanno condotto a formulare una declinazione della causa non già relegata al limbo dell'astrattezza e della genericità, bensì fondata sulla realtà viva degli interessi e dei bisogni cui quel singolo contratto è funzionale a perseguire(151). Di tal percorso ermeneutico occorrerà ora brevemente dar conto, poiché da esso sono ricavabili talune indicazioni essenziali per un corretto inquadramento della dimensione funzionale degli accordi di gestione del rischio.

Il negozio giuridico nel diritto privato italiano, cit., pag. 580 ss.; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, cit., pag. 174 ss.

(149) In questo senso, F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., pag. 111.

(150) Relazione del Guardasigilli, § 613. Precedentemente all'emanazione del codice, qualche attento autore sottolineava l'importanza dell'utilizzo delle espressioni «causa soggettiva» e «causa oggettiva». Se la prima, ove letta in una dimensione strettamente individualistica, non pare conciliarsi con le esigenze di controllo dell'atto di autonomia privata, anche la seconda, qualora spinta nei suoi propositi oggettivizzanti, rischia di perdere il contatto con la realtà dell'atto privato, v., R. NICOLÒ, *Aspetti pratici del concetto di causa*, in *Riv. dir. comm.,* 1939, II, pag. 10 ss.

(151) Mirabile è la sintesi di chi, cinquant'anni orsono, definiva il panorama offerto dalla dottrina italiana della causa come "*un cantiere in fecondo movimento, nel quale nuovi materiali affluiscono incessantemente per alimentare lo sforzo di costruzione di un edificio, che, pur poggiando su vetuste e solide fondamenta, non riesce ad assumere ancora un netto contorno, malgrado la maestria degli architetti e la pregiatezza dei materiali*", v., M. GIORGIANNI, voce «*Causa del negozio giuridico (dir. priv.)*», cit., pag. 547.

3.3.1. La funzione economico-sociale

Pochi dubbi, invero, paiono potersi sollevare sul fatto che il legislatore del 1942 avesse in mente di dar seguito all'indirizzo che qualificava la causa come "funzione economico-sociale" del contratto[152].

Siffatta formulazione è presto penetrata nelle pagine della manualistica e della giurisprudenza, riscuotendo un successo in linea di massima legato al netto distacco dalla tradizione soggettivistica di marca francese, e al recupero dell'impostazione di derivazione romanistica[153]. L'espressione ricava la sua paternità - non a caso - proprio nelle pagine di un noto romanista che identificò appunto la causa "con la funzione economico sociale del negozio intero, ravvisato spoglio della tutela giuridica, nella sintesi de' suoi elementi essenziali, come totalità e unità funzionale in cui si esplica l'autonomia privata"[154]. Questa

---

[152] La posizione emerge in modo netto dalla lettura della Relazione al codice, ove si afferma che la causa "*è la funzione economico sociale che il diritto riconosce rilevante ai suoi fini e che sola giustifica la tutela dell'autonomia privata. Funzione pertanto che deve essere non soltanto conforme ai precetti di legge, all'ordine pubblico e al buon costume, ma anche, per i riflessi diffusi dall'art. 1322, secondo comma, rispondente alla necessità che il fine intrinseco del contratto sia socialmente apprezzabile e come tale meritevole di tutela giuridica*", § 613. Vi è, tuttavia, chi ridimensiona l'impatto di questa affermazione sul piano più direttamente precettivo. Secondo G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 127, queste posizioni appaiono più giustificabili da un punto di vista storico, che non da un diretto riscontro con il diritto positivo codificato.

[153] Il diritto romano soleva infatti distinguere il concetto di causa all'interno di due filoni. Da un lato, quello della promessa obbligatoria (*stipulatio*), dall'altro quello dell'atto vero e proprio di trasferimento della proprietà (*traditio*). Questa distinzione ha profondamente orientato il dibattito in seno agli ordinamenti dell'area continentale. E' noto che negli ordinamenti ove sia recepito il cd. *principio consensualistico*, il secondo elemento viene ritenuto assorbito, quello del trasferimento della proprietà, viene ritenuto assorbito all'interno del contratto e quindi dell'obbligazione. Ove invece la distinzione rimane più marcata è all'interno di quegli ordinamenti, come quello tedesco, che hanno mantenuto la distinzione (*Trennungsprinzip*) fra contratto obbligatorio e accordo (*Einigung*). Ciò ha consentito, in special modo alla dottrina germanica dell'800, di distinguere tra una dimensione soggettiva (*Zweck*), legata all'interesse cui una parte mira, ed una oggettiva (*Grund*) ossia il fondamento che giustificasse la promessa o la *traditio*. Una volta tuttavia che questi due profili furono convogliati all'interno di una più ampia nozione di attribuzione patrimoniale (*Zuwendung*), la dottrina della causa fu attratta all'interno della disciplina del negozio giuridico, sollevando non pochi dubbi circa la sua ascrizione o meno all'interno degli elementi essenziali del negozio. Ciò spiega perché, all'interno dell'ordinamento tedesco, sebbene una nozione latamente riconducibile a quella di causa abbia un peso significativo all'interno della disciplina positiva, questa non sia mai stata elevata a requisito essenziale del negozio traslativo. Nota è invece la critica con cui si è guardata alla funzione economico-sociale come peculiarità del nostro ordinamento. In questo senso, R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., pag. 641, secondo cui "*Non sponsorizzata né dal vigile e critico pensiero del giurista tedesco, né dal limpido e facile modello francese, essa si è sviluppata in modo invasivo in Italia, senza recare danni, ma senza rendere servigi alla pratica, e creando confusione sul piano teorico*".

[154] E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 180; nonché ID., voce «*Causa del negozio giuridico*», in *Noviss. dig. it.*, III, Torino, 1959. Già però la dottrina precedente, nella specie quella legata allo studio della

concezione guarda, in particolare, all'esplicazione dell'autonomia privata come ad un fenomeno di rilievo sociale che, attraverso il riconoscimento ad essa convenuto dall'ordinamento, diviene al contempo fatto giuridico. La funzione del contratto non può identificarsi nella mera sintesi degli effetti che il diritto riconosce a quel determinato atto di autonomia poiché, così ragionando, nessun negozio potrebbe dirsi privo di una causa. Essa rappresenta, dunque, un qualcosa di più, legato all'interesse sociale che contraddistingue il contratto, che nasce al di fuori dal diritto, "sul terreno della vita sociale"[155]. In questo senso, la causa inquadra, pertanto, una caratteristica del tipo di appartenenza del negozio, si manifesta attraverso la sua struttura, e costituisce la misura ed il limite dei suoi effetti.

Gli elementi della "economicità" e della "socialità" della funzione interagiscono fra di loro, in ossequio di tale visione, sul piano del controllo sull'atto di autonomia. Se difatti, il contratto deve rispondere ad uno scopo rilevante sul piano sociale, la funzione economica da esso perseguita dovrà poter essere valutata tanto sul piano della *liceità* sociale (art. 1343 c.c.), quanto su quello della sua *opportunità* sociale (art. 1322, comma 2, c.c.). La liceità costituisce, di per sé, una condizione necessaria, ma non ancora sufficiente a fornire giustificazione all'atto di autonomia dei privati, che deve corrispondere altresì ad una esigenza durevole della vita di relazione (meritevolezza), corrispondenza al cui controllo è demandato l'apprezzamento da parte della giurisprudenza[156].

Questa visione trasmette, con ogni evidenza, non solo la distanza che separava il pensiero dell'epoca dalla tradizione giuridica del liberalismo ottocentesco, ma anche il profondo radicamento dell'ideologia fascista nella concezione dell'autonomia privata e del controllo su di essa da parte dello Stato, accentratore e dirigista del sistema economico. Ma al di là delle

---

pandettistica tedesca, aveva iniziato ad impiegare nozioni come quella di «funzione», «scopo» e «ragione economico-giuridica» nella recezione della nozione giuridica di *Rechtsgeschäft*, v., V. SCIALOJA, *Negozi giuridici, (corso di diritto romano dell'anno accademico 1892-1893)*, Roma, 1893 (ristampa, 1938), pag. 89 ss.

[155] E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 181. In questo modo si pronunciava anche la giurisprudenza dell'epoca, secondo cui "*Causa del negozio giuridico non è lo scopo soggettivo, qualunque esso sia, perseguito dal contraente nel caso concreto, ma è la funzione economico sociale che il diritto riconosce rilevante ai fini del contratto e che solo giustifica la tutela della legga*", cfr., Cass., 23 novembre 1945, n. 804, in *Rep. Foro*, 1945, c. 1088, n. 95; ancora, Cass., 7 maggio 1955, n. 1299, in *Giur.it.*, 1955, I, 1, pag. 487, secondo cui "*la causa è la funzione essenziale che il diritto riconosce rilevante ai suoi fini e che sola giustifica la tutela dell'autonomia privata, ha fondamento oggettivo, caratterizza i negozi giuridici e ne differenzia ciascun tipo*".

[156] In questo assetto, dunque, la funzione del contratto solo apparentemente è affermazione della libertà dei privati, poiché costituisce, invero, un mezzo per la realizzazione di un interesse generale e predefinito, che incanala l'espressione dell'autonomia individuale, v., G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, cit., pag. 327.

ragioni di carattere puramente storico/politico[157], anche dal punto di vista giuridico, questa teoria ha mostrato di non rispondere a pieno alle esigenze derivanti dall'applicazione pratica. Sebbene difatti, indubbi siano stati i meriti nell'aver post l'accento sulla dimensione funzionale degli atti dell'autonomia privata, siffatta visione pare scontare un limite nella sua eccessiva astrattezza e nella sua incapacità di tracciare una linea di demarcazione netta fra la causa del contratto e la tipicità delle prestazioni. Il punto di tale critica si comprende meglio osservando la ricostruzione che parte della dottrina ha condotto sull'unitarietà della causa del contratto aleatorio.

3.3.1.1. Lo scambio di rischi come funzione economico-sociale del contratto aleatorio. Critica.

Il successo ottenuto dalla teoria della causa come funzione economico-sociale del contratto ha fatto sì che su di essa poggiassero, negli anni successivi all'entrata in vigore del codice, talune riflessioni sul problema della collocazione dell'alea e, più in generale, sulla causa del contratto aleatorio.

In particolare, il ragionamento verteva sull'appartenenza dell'alea al momento funzionale del rapporto e su come essa fosse in grado di colorare e qualificare lo schema causale del contratto[158]. Il problema si pone, in concreto, qualora si intenda procedere nel tratteggiare una linea di demarcazione fra la nozione di alea in senso proprio, e quella di "alea normale"; fra di esse, tradizionalmente, si ritiene che solo la prima sia idonea a produrre una vera e propria trasformazione, in senso causale, del negozio[159]. L'incertezza che connota il risultato economico di un contratto – *i.e.* l'alea normale - è difatti tratto comune ad ogni tipologia

---

[157] In particolare, la critica di G. GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico*, I, Milano, 1954, pag. 225 secondo cui "*Le recenti tendenze al cosiddetto dirigismo economico dello stato sembrano riassunte dalla teoria della funzione economico-sociale del contratto* [...] *si dimentica che non tutti i contratti hanno per oggetto interessi economici*" e che "*non tutti i contratti a interessi economici investono in misura degna di pratico rilievo i problemi di produzione e distribuzione della ricchezza ai fini del «benessere sociale». Un intervento dello stato anche in questi campi, mediante il controllo insito nel criterio della funzione sociale, sarebbe ammesso soltanto in uno stato che intenda assorbire e controllare tutta la vita degli individui, nei suoi molteplici aspetti o scopi anche non economici o economici, ma non aventi un peso praticamente importante nella soluzione di quei problemi «di benessere sociale»*".

[158] R. NICOLÒ, voce «*Alea*», cit., pag. 1030.

[159] E. GABRIELLI, *Alea e rischio nel contratto. Studi*, cit., pag. 44.

negoziale, e non può dunque valere a caratterizzare il tipo "contratto aleatorio"[160]. La componente aleatoria, dunque, per poter assumere il rilievo di elemento qualificante, deve investire il piano causale stesso dell'operazione, connotandola di una funzione specifica e comune alle diverse fattispecie in cui si articola questa categoria.

Il risultato di una prima riflessione ha, pertanto, condotto a ravvisare la causa comune ad ogni contratto aleatorio nello scambio di rischi equivalenti[161]. Il *proprium* di tale categoria di operazioni risiederebbe nel fatto che, se nei contratti commutativi lo scopo di conseguire un vantaggio viene realizzato immediatamente attraverso lo scambio fra le prestazioni che ne costituiscono l'oggetto, nei contratti aleatori ciò avviene solo per via mediata. Il rischio, ed in particolare il suo scambio fra le parti, rappresenterebbe pertanto, allo stesso tempo, oggetto e *causa tipica* del contratto aleatorio[162]. Per giungere a siffatto risultato, il rischio deve necessariamente venir inteso alla stregua di un'entità reale, e, più precisamente, di danno

---

[160] Da qui la critica di G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 138, che definisce l'alea come *i*) elemento essenziale della fattispecie produttiva degli effetti giuridici; *ii*) criterio per la determinazione della prestazione nella sua consistenza fisica; *iii*) elemento intrinseco al contratto; in contrapposizione all'alea normale del contratto che *i*) rileva come indice limite del presupposto dell'azione di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta; *ii*) influisce sul valore della prestazione; *iii*) rimane estrinseca al contratto. Vi, inoltre chi ha sostenuto che la linea di discrimine debba essere individuata nella "misurazione quantitativa della prestazione". L'esistenza di un evento previsto, ma che fuoriesce dalla sfera di dominio delle parti contraenti, idoneo ad incidere sulla prestazione al punto da comportarne anche la mancanza, senza alcuna conseguenza sulla controprestazione, è l'elemento sulla cui base parte della dottrina definisce il contratto aleatorio. In esso "*la prestazione di una delle parti (o di ciascuna delle parti) è determinata nella sua misura (comprendendo in detto termine anche la misura zero) – nella sua misura, non nel suo oggetto, contra quanto a volte si insegna; tanto meno direttamente nel suo valore economico – in funzione di un evento futuro e incerto, definito nel contratto e considerato indipendente dalla volontà delle parti*", v., T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pag. 440-441.

[161] A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, cit., pag. 780.

[162] Anche la giurisprudenza di legittimità ha talora avvalorato questo assunto. In particolare, v., Cass. 22 gennaio 1959, n. 143, in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, pag. 189 ss., secondo cui "*la duplice previsione della legge per escluderli* [i contratti aleatori] *dalla possibilità della rescissione per lesione enorme e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta delle prestazioni di una delle parti, costituisce un addentellato positivo per la moderna tendenza ad inquadrare tutti i contratti aleatori (tipici e atipici) in una categoria generale basata sulla causa giuridica che immancabilmente li determina. Sicché, precisato che l'alea deve essere corsa da entrambe le parti (come nella specie), ne viene che il contratto aleatorio per sua natura o per volontà delle parti, è caratterizzato da uno scambio che si produce o si vuole prodotto, più che tra le prestazioni, tra i rischi che vi ineriscono. In tal caso può anche convenirsi che non i solo i contratti commutativi (o certi) ma anche quelli aleatori sono contratti di scambio, appunto perché l'alea consiste sempre in una corrispettività di rischi che dà causa al contratto di sorte*".

potenziale, poiché solo come tale esso può penetrare nella struttura e nella funzione del contratto aleatorio, assumendo valore di tratto unificante della categoria[163].

Questa impostazione ha suscitato fin da subito perplessità, non tanto e non solo per una sovrapposizione dogmaticamente dubbia fra il profilo della causa e quello dell'oggetto[164], quanto, piuttosto, per la nozione di causa su cui siffatta ricostruzione viene a fondarsi[165]. L'identificazione di una funzione economico-sociale del contratto non fornisce, a ben vedere, alcun contributo nella distinzione fra tipi negoziali, per il fatto che a differenti tipologie di contratto può corrispondere comunque un'identità di funzione[166]. Va da sé, dunque, che la causa non deve essere ricercata attraverso astrazioni che raggruppano varie tipologie di negozi, in vista di caratteri e principi comuni[167]. Ragionando altrimenti si finisce difatti per trascurare il diverso atteggiarsi del rischio nelle singole tipologie di contratti aleatori, attribuendo a questo concetto una funzione ordinante di contratti che rispondono ad esigenze del tutto eterogenee (di scambio, di credito, di garanzia, di assicurazione, etc.). Detto altrimenti, l'individuazione dello scambio del rischio come funzione economico-sociale del contratto aleatorio non offre una risposta adeguata all'indagine sulla posizione del rischio rispetto all'interesse delle parti, proprio perché espone ad una contaminazione tra causa e tipo ostacolando ogni possibile differenziazione tra questi[168].

---

[163] La connotazione del rischio in termini di realtà si deve a C. CARAVELLI, voce «*Alea*», in *Nuov. Dig. It.*, vol. 1, Torino, 1937, pag. 307 ss., secondo il quale esso, altro non sarebbe se non "*la probabilità di un danno*". Ciò varrebbe, nella sua ricostruzione a differenziare fra loro l'"alea", come "*probabilità di un vantaggio con l'inerente probabilità d'una perdita*", e "rischio", come "*una pura probabilità di danno senza che ricorra l'eventualità del lucro*".

[164] In questo senso è la critica di G. OSTI, voce «*Contratto*», in *Noviss. Dig. It.*, vol. IV, Torino, 1959, pag. 473 ss.

[165] Scettico, in senso più ampio, sull'idoneità del concetto di causa - quale sia il significato attribuitole – a fornire elementi utili per la costruzione della categoria del contratto aleatorio è L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pag. 80.

[166] In particolare, vi è chi sottolinea come il procedimento di tipizzazione ammette una pluralità di criteri eterogenei cui fa ricorso il legislatore per la distinzione fra i vari tipi contrattuali, ragione per cui la causa non può venir assunta quale unico elemento essenziale caratterizzante la categoria, v., G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Pavia, 1974, pag. 59 ss.

[167] G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, cit., pag. 166.

[168] G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 131.

3.3.2. La funzione economico-individuale. L'indagine sullo scopo pratico del negozio.

Ragioni di carattere storico/politico, da un lato, e giuridiche, dall'altro, hanno condotto ad un progressivo superamento dell'idea di causa come funzione economico sociale del contratto.

Attraverso la Carta Costituzionale vengono ad essere ridisegnati i rapporti fra Stato ed individuo, anche nella prospettiva dell'iniziativa economica sul mercato e dei controlli esercitabili su di essa da parte dell'ordinamento. Su tutti, l'art. 41 Cost. riconosce che l'iniziativa economica individuale non possa svolgersi "in contrasto" con l'utilità sociale. Ebbene, proprio questo richiamo allontana da una visione dell'autonomia privata in termini di una sua stretta funzionalizzazione ad un interesse sociale dell'ordinamento, per abbracciarne una connotazione che si limita a sanzionare, in via esclusiva, il perseguimento di finalità private che contrastino con detto interesse. A mutare è, inoltre, la prospettiva da cui si osserva la funzione del contratto: non più quella dell'ordinamento, cui è demandato il compito di vagliare la conformità tra interesse pubblico ed interessi privati, bensì quella dei contrenti, la cui espressione dell'autonomia individuale viene ad esercitarsi nelle forme ritenute più idonee al perseguimento dei propri interessi.

Eppure, il mutamento del contesto politico ed il sorgere del nuovo ordine costituzionale non hanno rappresentato la ragione esclusiva del superamento dell'idea della causa come funzione economico-sociale[169]. A fianco di esse, si sono difatti poste motivazioni di carattere giuridico, legate alla corrispondenza logica fra questa visione ed il diritto positivo codificato.

Il fondamento di una nuova identificazione della nozione di causa passa, in special modo, dal recupero del profilo dell'interesse individuale espresso nel contratto[170]. Siamo, tuttavia, ben lontani dalla connotazione "soggettiva" di interesse che aveva caratterizzato il dibattito pre-bettiano, inteso cioè come motivazione che spinge l'individuo alla contrattazione: la causa si manifesta, in questo senso, nell'interesse *oggettivamente* e *consapevolmente* determinato

---

[169] Come opportunamente sottolineato da taluno, la tesi di Betti, una volta svuotata dalla concezione autoritativa del controllo ordinamentale, può comunque essere adattata al mutare del contesto socio-politico, poiché fondata, in ultima analisi, sulla nozione di cooperazione. In questi termini, G. ALPA, *La causa e il tipo*, in *Il contratto in generale*, E. Gabrielli (a cura di), Torino, 1991, pag. 550.

[170] Il fautore principale di questa tesi è G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 254 ss.

dalle parti, e risultante dalla struttura *oggettiva* del contratto[171]. L'atto individuale si caratterizza, in questo senso, per la libertà nella scelta del fine e del mezzo con cui perseguirlo: questo intreccio corrisponde al modo in cui l'atto di autonomia privata si inserisce all'interno dell'ordinamento giuridico.

Così intesa, la causa non può che misurarsi con il "fenomeno dell'autonomia contrattuale, nel caso concreto"[172]. Essa può così trovare la sua manifestazione attraverso categorie legali tipiche, ovvero attraverso schemi ricorrenti nel contesto sociale privi di un riconoscimento normativo espresso (la cd. *elasticità del tipo*)[173]. Il tipo contrattuale conosce, attraverso questa rinnovata visione della causa, un proprio spazio di autonomia, in contrapposizione alle tesi che artificiosamente distinguevano fra uno schema causale astratto ed uno concreto, al fine di ricondurre il "tipo legale" alla prima accezione[174]. Invero, la rilevanza della causa è da porsi *sempre* in concreto poiché la funzione individuale di una determinata operazione emerge solo in considerazione di come essa si articoli nel singolo caso. Il portato ultimo di tale ragionamento è che gli stessi negozi tipici non sono, pertanto, identificabili tra loro attraverso l'astrazione di una causa comune all'intera categoria: ad una medesima struttura negoziale (ad es. di scambio) può corrispondere, difatti, una molteplicità di funzioni, la cui indagine può porsi esclusivamente nei riguardi del suo concreto operare[175].

---

[171] Così intesa, la causa del contratto diviene "*espressione oggettiva delle finalità soggettive che l'autore o gli autori del negozio intendono perseguire*", v., G. B. FERRI, *La causa nella teoria del contratto*, in *Studi sull'autonomia dei privati*, G.B. Ferri – C. Angelici (a cura di), Torino, 1997, pag. 99.

[172] G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 255.

[173] R. CLARIZIA, voce «*Contratti innominati*», in *Enc. giur. Treccani*, IX, Roma, 1998; F. MESSINEO, voce «*Contratto innominato*», in *Enc. dir.*, X, 1962, pag. 95 ss.; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974; R. FRANCESCHELLI, *Negozi tipici e atipici*, in *Scritti civilistici e di teoria generale del diritto*, R. Franceschelli (a cura di), Milano, 1975, pag. 201 ss.; W. SCHLUEP, *Innominatverträge*, Basel-Stuttgart, 1979; M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981; A LUMINOSO, *Contratti tipici e atipici*, Milano, 1995.

[174] In particolare, la dottrina antecedente l'introduzione del codice giustificava l'accostamento fra causa e tipo nella logica per cui ogni tipo presenta una funzione economico-sociale, positivizzando la struttura di un'operazione negoziale. Se dunque si intende la causa come la funzione da realizzarsi attraverso un determinato assetto di interessi, è possibile altresì ravvisare uno scopo astrattamente tipico che contraddistingue ciascuna fattispecie contrattuale contemplata dal codice, v., G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 247-250.

[175] Le teorie sulla causa *atipica* del contratto *tipico* avevano, peraltro, già suscitato l'attenzione da parte della dottrina precedente al Ferri. In particolare, la costruzione di questa teoria si basava sulla configurazione del negozio indiretto, v., T. ASCARELLI, *Il negozio indiretto*, in *Saggi Giuridici*, Milano, 1949, pag. 149 ss.; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., pag. 319; C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, pag. 356.

3.3.2.1. Meritevolezza e tipicità negoziale

Una volta sgomberato il campo dalla commistione fra causa e tipo che aveva costituito il limite principale della teoria bettiana, la rinnovata visione della causa come funzione economico-individuale conduce ad una seconda, fondamentale acquisizione.

Il ragionamento muove, in particolare, dal ruolo dell'art. 1322 c.c. come filtro attraverso cui l'ordinamento guarda all'espressione di un atto di autonomia fra privati: i soli interessi "meritevoli" sono idonei alla produzione di effetti e solo ad essi l'ordinamento accorda una tutela sul piano giuridico(176).

(176) Per quanto in dottrina vi sia consapevolezza che il "*problema dell'individuazione dei criteri di meritevolezza che i contraenti intendono realizzare mediante il contratto è indubbiamente il problema centrale del concetto di autonomia privata*" (G. B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, nota a Corte App. Milano, 29 dicembre 1970, in *Riv. dir. comm.*, 1971, pag. 87), sul tema, è noto, si osserva una grande incertezza. Per una prima panoramica si vedano, sin d'ora, F. GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, pag. 57-74; M. COSTANZA, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1987, pag. 427-430; A. GUARNERI, *Il contratto immeritevole e il rasoio di Occam*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, pag. 253; U. BRECCIA, *Interessi non meritevoli di tutela*, in *Il contratto in generale,* G. Alpa, U. Breccia, A. Liserre (a cura di), III, 1999, pag. 89; M. BIANCA, *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, I, pag. 789; A. M. GAROFALO, *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, pag. 5; e, tra la manualistica, G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, cit., pag. 251. Per parte sua, la giurisprudenza, dopo un lungo periodo di sostanziale irrilevanza della disposizione, ne fa in tempi recenti un maggiore impiego dell'art. 1322, co. II. In tal senso, si vedano sin d'ora: Cass. 31 luglio 2017 n. 19013 (in *www.italgiure.giustizia.it/sncass/*); Cass. 28 aprile 2017, n. 10506 (in *Foro it.*, 2017, I, c. 1919 con commento di M. COSTANZA, *Della meritevolezza. Il caso claims made*, in ivi, c. 3115, e con nota di S. MONTICELLI, *Il giudizio d'immeritevolezza della "claims made" agli albori della tipizzazione della clausola*, in *Danno resp.*, 2017, pag. 452); Cass. sez. Un., 17 febbraio 2017, n. 4424 (con nota di A. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, pag. 1205); Cass. Sez. Un., 06 maggio 2016, n. 9140 (con commento di R. CALVO, *Clausole "claims made" fra meritevolezza e abuso secondo le Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2016, pag. 727); Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900 (con nota di G. VERSACI, *Giudizio di meritevolezza e violazione di regole di condotta in materia di intermediazione finanziaria*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, pag. 855); Cass. 10 novembre 2015, n. 22950 (con osservazioni di di M. COSTANZA, in *Soc.*, 2016, pag. 729, *"For you for nothing" o immeritevolezza*); Cass. 30 settembre 2015, n. 19559 (con osservazioni di A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito,* 2016, II, pag. 317 ss.); Cass., 17 marzo 2015 n. 5216 (con nota di F. FRATINI, *Rilevanza esterna delle norme endoassociative e validità dei contratti*, in *Rass. dir. econ. sport*, 2015, pag. 402); Cass. 08 febbraio 2013, n. 3080 (in *Rep. Foro it.*, 2014, voce «Farmacia», n. 14 e con commento di S. TONETTI, *Intesa anticoncorrenziale e giudizio di meritevolezza*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, pag. 1301); Cass. 19 luglio 2012 n. 12454 (in *Rep. Foro it.*, 2012, «Mutuo», n. 13 e con commento di G. RISPOLI, *Clausole generali e regole settoriali*, in *Giur. it.*, 2013, pag. 1812) e Cass. 19 giugno 2009 n. 14343 (in *Rep. Foro it.*, 2010, voce «Locazione», n. 126 e con commento di R. CALVO, *Locazione tra autodeterminazione e funzione esistenziale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, pag. 317).

Entrambe le tesi funzionalistiche – *i.e.* quella bettiana e quella ferriana - muovono dal presupposto comune per cui l'attività ermeneutica disciplinata dalla norma in commento, attraverso cui la regola privata penetra nel tessuto ordinamentale, si struttura attraverso due distinte fasi[177]. Un primo momento ha natura *conoscitiva* e consiste nell'individuazione della sostanza dell'operazione posta in essere dalle parti, attraverso cui far emergere l'interesse che sottostà al regolamento convenuto. In esito a ciò, l'interprete è quindi in grado di verificare la meritevolezza dell'interesse o degli interessi che l'atto di autonomia mira a realizzare (momento *valutativo*). La prima fase può però, a sua volta, condurre a due differenti esiti: l'interesse può difatti manifestarsi attraverso quei fenomeni della realtà sociale che il legislatore ha tipizzato, dedicando per ciascuno di essi una disciplina *ad hoc*, oppure attraverso schemi cui le parti danno vita, senza che vi sia una diretta corrispondenza con un paradigma negoziale positivizzato.

Ebbene, dove le tesi funzionalistiche differiscono profondamente è in punto di raccordo tra la fase conoscitiva e quella valutativa.

Nella logica della causa come funzione economico-sociale, la recezione di un tipo all'interno del *corpus* normativo implica, già di per sé, un assorbimento della valutazione sulla meritevolezza dell'interesse da esso perseguito[178]. Sebbene, però, il dato letterale, alla luce della relazione esplicativa che accompagna la redazione delle norme codicistiche[179], sembri avvalorare una limitazione del vaglio di meritevolezza alle sole pattuizioni atipiche, la tesi della funzione economico-individuale perviene al suo sostanziale superamento proprio attraverso la valutazione degli interessi concretamente perseguiti.

Anche qualora le parti convengano fra loro un accordo che corrisponde, nel *nomen*, ad uno schema negoziale tipico (una compravendita, un mutuo, un'assicurazione, etc.), non ha ragione di determinarsi comunque alcun automatismo in sede di vaglio giudiziale sulla causa del contratto. I tipi codificati rappresentano difatti esclusivamente dei modelli di

---

[177] Sulla distinzione alla base dell'attività ermeneutica, v., S. PUGLIATTI, voce «*Conoscenza*», in *Enc. del Dir.*, IX, Milano 1961, pag. 65-69; F. CARNELUTTI, *L'interpretazione dei contratti e il ricorso in Cassazione*, in *Riv. dir. comm.,* 1922, pag. 140 ss.; J. ESSER, *Grundsatz und Norm in der richterlichen Fortbildung des Privatsrecht*, Tübingen, 1956.

[178] Non equivocabile è, in quest'ottica, la posizione di G. MIRABELLI, *Causa, oggetto, funzione, interesse*, in *Archivio giuridico*, 1950, pag. 107, secondo cui "*è esatto che ogni causa tipica è lecita e che causa illecita può essere solo una causa atipica*".

[179] Relazione al codice civile, § 603.

organizzazione degli interessi[180], delle strutture che, in ragione della loro particolare diffusione e sedimentazione nella prassi sociale, il legislatore mette a disposizione delle parti secondo schemi regolati da una determinata disciplina. Pertanto, l'assunzione di un negozio all'interno di un tipo determina unicamente una corrispondenza di struttura con detto schema astratto codificato dal legislatore, un nesso tra le parole ed una volontà comune; altra cosa è, invece, la corrispondenza sussistente fra l'interesse concretamente perseguito dalle parti e quello definito dal tipo[181]. Ciò vale a dire, in termini più semplici, che non ogni negozio che presenta la struttura della compravendita, del mutuo, dell'assicurazione sia, per ciò stesso, meritevole di tutela giuridica[182]. Ed anzi, il confronto con i modelli e i criteri di classificazione contrattuale richiedono necessariamente l'indagine sulle ragioni reali del contratto, attraverso quegli elementi attraverso i quali l'affare è identificato e giudicato nella sua individualità[183].

3.4. Il paradigma dell'operazione economica come sintesi del momento strutturale e funzionale

L'insegnamento del Ferri ha caratterizzato in maniera costante l'evoluzione e l'arricchimento del dibattito sulla nozione di causa e funzione fino ai giorni nostri. L'attuale declino dell'idea di causa come schema unitario ed astratto è proceduto, sintomaticamente,

---

[180] In questo senso, E. GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2009, pag. 905 ss.

[181] Limpida l'analisi di U. BRECCIA, *Causa*, cit., pag. 55, secondo cui "*Il concetto di causa concreta esprime a sua volta l'oggettiva rilevanza dell'assetto di interessi regolato contrattualmente. La conclusione sembra elementare, persino ovvia. Presuppone che si liberi da un quasi istintivo pregiudizio: che il senso della tutela del diritto possa ricostruirsi soltanto a priori, sulla base di modelli legali o di norma private in tutto già definite e consacrate dall'utilità sociale*".

[182] Questo indirizzo risulta peraltro confortato da una lettura del dato normativo, diversa da quella indicata nella relazione al codice. Sebbene, difatti, l'art. 1322, comma 2, c.c. non estenda espressamente la valutazione di meritevolezza ai contratti tipici, questo effetto pare promanare ugualmente da altre disposizioni. In particolare, l'art. 1323 c.c. dispone che "*tutti i contratti*" – anche dunque quelli appartenenti a fattispecie tipiche – "*sono sottoposti alle norme generali contenuto in questo titolo*". La portata della norma è intuitiva, essendo pacifico che, ad es., al contratto di compravendita, di mutuo o di assicurazione, non possano applicarsi esclusivamente le norme di parte speciale, ma che queste debbano coordinarsi con la disciplina di parte generale. E, difatti, dalla lettura delle disposizioni di parte generale emergono una pluralità di disposizioni che prendono in considerazione, anche implicitamente, il profilo della meritevolezza degli interessi. Anche il dato letterale sembra avvalorare, di conseguenza, una lettura che conduca alla sottoposizione dei contratti tipici al vaglio di meritevolezza, v., G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 359-360.

[183] M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, cit., pag. 207.

con la riscoperta del fascino di una "causa in concreto-*Lehre*" [184] e con l'"esplosione delle nullità"[185]. Ebbene, negli ingranaggi di questo processo, l'indagine sulla causa in concreto si è contraddistinta come strumento di particolare efficacia per maneggiare temi sensibili quali, per l'appunto, quello del rischio finanziario, della sua distribuzione nel contratto e della corrispondente ricerca della funzione del negozio. Attraverso di essi si è cercato di dar forma ed attuare quelle politiche a trazione euro-unitaria di protezione del contraente debole, revitalizzando uno strumento - quello della funzione del negozio - che più raramente faceva la sua comparsa all'interno dell'apparato argomentativo delle decisioni giurisprudenziali.

L'emergere di un nuovo - benché dibattuto - paradigma contrattuale[186], risultante del proliferare della legislazione speciale sui diversi settori del mercato regolato, nonché la progressiva commistione degli schemi e delle categorie tradizionali con le prassi derivanti dal

---

[184] La nozione, come ben noto, ha conosciuto un'amplissima diffusione, specie alla luce della sua "riscoperta" da parte della giurisprudenza nell'arco dell'ultimo quindicennio. Sul punto, ampia e variegata è la letteratura sul tema, V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, pag. 957 ss.; U. BRECCIA, *Causa*, in *Trattato di diritto privato*, cit., p. 55 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, cit., pag. 93; G. VETTORI, *Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l'impresa debole*, in *Contr. e impr.*, 2012, pag. 1190 ss. L'argomento è sembrato far breccia solo progressivamente nelle pagine della giurisprudenza. In un primo momento si affermava, tralatiziamente, che la causa diviene "*la funzione pratica che le parti hanno effettivamente assegnato al loro accordo*", dal momento che "*nella realtà viva delle contrattazioni, l'interesse di una parte, ove compresente nell'altra* [...] *potrebbe anche* [...] *obiettivizzarsi nella causa*", Cass., 26 gennaio 1995, n. 975, in *Contratti*,1995, pag. 362, con nota di M. AMBROSOLI, *Il motivo tra vizi del consenso e causa del contratto*, pag. 363-368.

Il ruolo di apripista nel passaggio esplicito ad una nozione di causa in concreto è stato, da parte della giurisprudenza stessa, assegnato a Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Corr. Giur.*, 2006, pag. 1718, con nota di R. ROLFI, *La causa come «funzione economico-sociale»: tramonto di un* idolum tribus?". La decisione, come noto, aveva ad oggetto un contratto di consulenza concluso tra un professionista di gestione aziendale ed un gruppo di società, per alcune delle quali egli ricopriva altresì il ruolo di amministrazione. I giudici di legittimità dichiarano la sostanziale vanificazione della funzione concretamente assolta dal contratto, proprio perché essa deve ritenersi assorbita nei compiti ad esso attribuiti in qualità di amministratore; il contratto viene, pertanto, dichiarato nullo per difetto di causa in concreto, definita come "*lo scopo pratico del negozio* [...] *sintesi degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato*". Di recente, la Cassazione ha nuovamente ribadito la sua posizione, in tema di validità della clausola *claims made* apposta all'interno di un contratto di assicurazione, sostenendo che "*la causa concreta definisce lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare*", v., Cass., SS. UU., 17 febbraio 2017, n. 4224, in *Nuova giur. civ. com.*, 2017, I, pag. 1214, con nota di A. M. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto.*

[185] L'espressione è di U. BRECCIA, *Causa,* cit., pag. 78.

[186] L'espressione è di V. ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2001, pag. IX.

commercio internazionale[187] hanno contribuito, nel tempo, a ridisegnare il volto del contratto come fattispecie. Già nella ricostruzione condotta dal Ferri emerge come il carattere della "individualità" e della "concretezza" della funzione inducano una riconsiderazione dell'atto negoziale nella sua unità formale[188]. L'adozione di un criterio puramente astratto su cui fondare la ricerca della causa nelle diverse fattispecie scontava difatti il limite di trascurare che il contratto, nell'esperienza quotidiana dei traffici giuridici, vive ed assume forma attraverso interessi e bisogni specifici. Ebbene, guardare all'individualità dell'operazione significa non soffermarsi unicamente a considerare la funzione perseguita dal singolo atto, quanto piuttosto spingersi a identificare l'intera sequenza nella quale l'atto individualmente si colloca: in una parola, nell'operazione economica cui le parti intendano dar vita[189]. Ed è proprio attraverso il recupero di una determinata accezione della causa che l'interprete è in grado di definire il senso più compiuto dell'operazione, guardando alle dinamiche proprie dei singoli atti o – meglio – dei singoli tipi in cui si articola l'attività, verso la ricostruzione di una prospettiva unitaria della funzione del negozio[190].

3.4.1. Neutralizzazione del rischio e speculazione

A livello strutturale abbiamo detto che il rischio finanziario guarda ad un evento futuro ed incerto che incide sull'*an* e sul *quantum* delle prestazioni dovute, integrando, di conseguenza, il contenuto del contratto nel "trapasso dal genere alla specie"[191], attraverso il riferimento ad

---

[187] Vi è chi, in proposito, fa uso dell'espressione "contratto alieno" proprio ad indicare il fenomeno della circolazione, in Italia, di contratti figli della prassi contrattuale angloamericana, sottoposti però alla legge nazionale italiana. Sottolinea, pertanto, G. DE NOVA, *Il contratto alieno,* Torino, 2008, pag. 44, come si ponga, in questa circostanza, il problema di un "*confronto critico, alla luce del diritto italiano, con i modelli contrattuali alieni*".

[188] G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 255.

[189] Sulla nozione, si veda, E. GABRIELLI, *"Operazione economica" e teoria del contratto*. *Studi*, Milano, 2013; ID., *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, pag. 719; G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, pag. 181; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato Roppo*, II, Milano, 2006, pag. 119.

[190] Quest'idea era già fortemente radicata nel pensiero del Ferri, secondo il quale "*l'uso di uno schema tipico non è sufficiente, né vincolante, per la valutazione del negozio, da parte dell'ordinamento giuridico: questa deve riguardare, senza limiti formali (cui invece un potenziamento del ruolo della tipicità sicuramente porterebbe) tutto il* procedimento *negoziale, quell'insieme di situazioni e risultati che permettano di cogliere l'essenza dell'operazione economica*", v., G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., pag. 255. Analoghe posizioni sono ravvisabili anche in R. NICOLÒ, *Aspetti pratici del concetto di causa*, cit., pag. 14, nonché G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*, Torino 1961, pag. 116-117.

[191] V., ancora, N. IRTI, *Disposizioni testamentarie rimesse all'arbitrio altrui*, cit., pag. 233.

un termine ad esso esterno. In quest'ottica operano, fra le altre, le clausole di indicizzazione al tasso di interesse variabile e al cambio, sulla cui base viene a determinarsi, in concreto, il contenuto della prestazione individuata solo nel suo genere. Il rischio così determinato può poi venir condiviso dalle parti, in posizione di simmetria fra loro, ovvero trasferito ed assunto da ciascuna di esse con una diversa proporzione.

Meno lineare – ma la considerazione non stupisce – è il discorso legato alla funzione delle clausole e alle conseguenze sulla qualificazione e sulla causa del negozio cui esse appartengono. Le parti – lo si è detto – condividono o trasferiscono fra loro un rischio al fine di proteggersi e, pertanto, neutralizzare un rischio precedentemente assunto, ovvero per speculare sull'andamento di un mercato.

Sforzarsi di tracciare una linea di confine tra queste due finalità non pare né agevole, né tantomeno proficuo ai nostri fini. Ad esempio, quando le parti si accordano per l'assunzione di un rischio su tasso o su valuta intendono senz'altro soddisfare un'esigenza di neutralizzazione del rischio di oscillazioni di valore della moneta in sé considerata – i.e. del suo potere d'acquisto – ovvero nel rapporto con una diversa divisa[192]. Ancora, quando la somma corrisposta a premio dall'assicurato viene investita in quote di fondi di investimento, sebbene appaia evidente la finalità di speculare sull'apprezzamento del titolo, non di meno le parti si propongono altresì di coprirsi dal rischio di una svalutazione del costo del denaro nell'arco dell'intero rapporto. In entrambi i casi, la logica risiede nel mantenimento del nesso di corrispettività iniziale fra le prestazioni, attraverso un meccanismo che consente di rimodulare la prestazione di una parte, a ciascuna scadenza ovvero al termine del rapporto, in considerazione del diverso valore assunto da quel determinato indice di mercato o dalla quota del fondo[193]. Va però da sé che è insita, nella decisione stessa di agganciare il valore

---

[192] La non esauribilità della funzione di gestione e neutralizzazione di un rischio nella sola categoria dei contratti aleatori è sottolineata con chiarezza da G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 148, secondo cui "*La funzione di gestione e neutralizzazione dei rischi, può perciò essere realizzata* [...] *in vari modi e con diverse gradazioni, dal «correre l'alea» nel gioco e nella scommessa, a negozi che pur essendo volti a gestire e tutelarsi dal rischio non sono aleatori, perché non ne presentano la struttura*".

[193] A titolo esemplificativo, il mutuatario sarà tenuto a corrispondere un interesse maggiore nello scenario di aumento del costo del denaro (EURIBOR T^o < EURIBOR T^x) ed uno minore, nell'ipotesi opposta (EURIBOR T^o > EURIBOR T^x). Stesso discorso vale con riferimento all'indicizzazione in valuta estera. In ipotesi di svalutazione della moneta nazionale rispetto a quella straniera, il prenditore di denaro sarà tenuto a corrispondere una maggior quantità di valuta nazionale, in considerazione dell'aumento del tasso di cambio; viceversa, ove il cambio alla valuta estera sia favorevole, quest'ultimo sarà tenuto a corrispondere una minor quantità di valuta domestica.

delle prestazioni alle oscillazioni di un mercato, una funzione altresì di speculazione, che matura in considerazione di un'aspettativa delle parti su di un certo andamento di quello stesso mercato (dei tassi, dei cambi fra valute, di un corso azionario).

Occorre perciò rivalutare un metodo che non guardi solo alla finalità per la quale le parti intendano dar vita ad un certo assetto di interessi e, nella specie, se lo facciano al fine di coprire un rischio, ovvero di speculare sul valore assunto nel corso del tempo da un indice finanziario. Il metodo si ravvisa, invero, nella ricerca dell'assetto oggettivo realizzato attraverso quella determinata operazione, che emerge in considerazione della distribuzione del rischio nel contratto, ossia del come le parti abbiano inteso regolare il peso delle conseguenze economiche derivanti dall'oscillazione di valore di un mercato. Secondo l'insegnamento della miglior dottrina, nella disciplina dell'operazione economica, dal punto di vista delle finalità perseguite, "il rapporto tra l'interesse cui in concreto si indirizza l'autonomia privata e un certo schema di negozio, determinato alla stregua della causa che, nella sua tipicità, lo caratterizza" gioca un ruolo essenziale[194].

3.4.2. Allocazione del rischio finanziario e funzione del negozio: la lezione del caso "My Way"

Il rilievo del paradigma dell'operazione economica nella ricostruzione ermeneutica della funzione del negozio non è fenomeno relegato alla pura astrazione teorica. La giurisprudenza ha difatti mostrato una predilezione per l'uso della categoria concettuale della causa e della funzione per depotenziare il distinguo fra contratto atipico e contratto tipico nella delimitazione della funzione del contratto. Specie nel contesto del rischio finanziario, si manifesta più compiutamente la tendenza attuale a rifuggire un'indagine sulla causa che si concentri unicamente su di una formalistica analisi della riconducibilità ad uno o più tipi negoziali, per abbracciare, nel processo valutativo, la sostanza dell'operazione economica frutto dell'autoregolamento dettato dalle parti.

Una conferma circa la fondatezza di un siffatto approccio proviene da una recente lezione ricavabile dal noto caso "My way"[195]. L'operazione la cui validità viene sottoposta

---

[194] Il metodo di indagine è quello suggerito da G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, pag. 132.

[195] Questo prodotto assume caratteristiche del tutto simili a quelli denominati "4 you", "for you", "Visione Europa". La struttura di questi contratti è analizzata in dettaglio in alcune pronunce della Cassazione, fra cui,

all'attenzione degli organi giudicanti segue, nella prassi, un preciso *pattern* e si articola dunque attraverso una serie di segmenti "tipici". Una banca eroga al cliente un mutuo con scadenza a lungo termine, la cui somma viene vincolata all'acquisto – da parte del mutuatario – di obbligazioni emesse dalla banca stessa, ovvero da società da essa controllate[196]. I titoli così acquistati non entrano però nella materiale disponibilità del cliente, poiché vengono depositati in pegno presso la stessa banca emittente, a garanzia della restituzione delle somme erogate col mutuo. Il cliente non concorre in alcun modo alla scelta dei titoli ed inoltre, trattandosi di un pegno «regolare», egli non gode neppure di alcuna facoltà di intervento sulla gestione dell'investimento e del disinvestimento, che rimane dunque nella piena disponibilità della banca. Infine, i movimenti positivi o negativi da esso derivanti vengono fatti confluire direttamente su un conto corrente intestato al cliente.

L'operazione, sì strutturata, viene presentata al cliente come prodotto con funzione previdenziale: il valore derivante dal rendimento degli strumenti finanziari sui quali è stata investita la somma ricevuta a mutuo dovrebbe difatti andare a compensare l'importo delle rate di ammortamento garantendo, allo stesso tempo, l'accumulo da parte del cliente di un capitale ulteriore a titolo di risparmio previdenziale. L'operazione si compone, in sostanza, della somma di una serie di negozi "tipici"[197], che dà luogo ad un nuovo ed unitario regolamento di interessi volto a perseguire un risultato atipico[198].

Ebbene, la ricostruzione operata dalla giurisprudenza di legittimità, fra le varie problematiche esaminate, pare cogliere il senso del nostro discorso sotto almeno due punti di vista. In primo luogo, può dirsi ormai consolidata l'acquisizione per cui il dato funzionale rappresenta il vero centro di coesione di tutti gli elementi che compongono la struttura

---

Cass., 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, II, pag. 141, con nota di A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*; Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, pag. 852, con nota di G. VERSACI, *Giudizio di meritevolezza e violazione di regole di condotta in materia di intermediazione finanziaria*; Cass., 29 febbraio 2016, n. 3949; da ultimo Cass., 1 febbraio 2018, ord. n. 2521.

[196] Le obbligazioni acquistate, solitamente, sono titoli «zero coupon», ossia non prevedono la maturazione di interessi *medio tempore*.

[197] Nella specie, è possibile ravvisare: un contratto di mutuo (art. 1813 ss. c.c.), un contratto di investimento (art. 23 TUF), un contratto di mandato (art. 1703 ss. c.c.), un pegno (art. 2784 ss. c.c.), un contratto di deposito titoli in amministrazione (art. 1838) ed, infine, un conto corrente bancario (art. 1823 c.c.).

[198] Opportunamente, la Corte sottolinea come l'operazione non realizzi "*un mero collegamento negoziale, perché le singole operazioni previste per raggiungere lo scopo finale dell'investimento non hanno alcuna autonomia concettuale, giuridica o pratica, ciascuna di esse richiedendo, per mantenere la struttura e la funzione dell'insieme, la contestuale stipula delle altre.*" (Cass., 22950/2015).

complessa del negozio. Lo studio della funzione, come "interesse obiettivato nell'affare"[199], costituisce il filo rosso attraverso cui è dato senso all'insieme di schemi strutturalmente semplici di cui le parti fanno uso per il raggiungimento di un risultato finale unitario. La giustapposizione fra tipi conduce alla definizione di un regolamento contrattuale che non corrisponde alla somma aritmetica delle singole funzioni svolte, ma che crea un nuovo assetto composito di interessi, da vagliarsi in via autonoma. Pertanto, e onde di evitare di cadere in errore, occorre evitare una riconduzione forzata del contratto atipico "My Way" alle sole categorie note, per poi considerarlo alla stregua di un *contratto misto*, inteso come semplice somma delle diverse discipline (tipiche) che lo compongono[200]. Il superamento di una visione che muove aprioristicamente dal distinguo fra tipico ed atipico, così come l'approccio che valorizza una considerazione "atomistica" dei tipi contrattuali è netto: l'operazione "My way" "costituisce un contratto atipico unitario, attesa la indissolubile connessione tra varie operazioni [...]nelle quali formalmente si scompone, onde unica ne è la causa, che va autonomamente vagliata in quanto derivante dalla combinazione originale di più tipi negoziali, idonea a produrre un unitario regolamento di interessi"[201].

Ma non solo.

La constatazione per cui la valutazione causale debba abbracciare l'intero complesso dell'operazione non sembra ancora offrire, in definitiva, un criterio risolutivo per indagare la natura dell'interesse effettivamente perseguito dalle parti. In altre parole, ci dice solo come questa valutazione debba essere condotta, non anche che contenuto debba avere. A tal proposito, solo la comprensione di come venga distribuito il rischio finanziario nell'operazione consente di valutare la corrispondenza fra l'interesse asserito e quello effettivamente perseguito, per giudicare, su questa base, il profilo di qualificazione dell'assetto realizzato dal contratto.

---

[199] In questo senso, la lucida analisi di G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, pag. 135.

[200] Sulla fattispecie del contratto misto, si veda, T. ASCARELLI, *Contratto misto, negozio misto, negozio indiretto, negotium mixtum cum donatione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1930, pag. 462 ss.; G. DE GENNARO, *I contratti misti*, Padova, 1934; per il dibattito in Germania, si veda H. HÖNIGER, *Untersuchungen zum Problem der gemischten Verträge: Die gemischten Verträge in ihren Grundformen*, München-Leipzig, 1910; O. SCHREIBER, *Gemischte Verträge im Reichsschuldrecht*, in *Jhering's Jahrbücher*, 1911, pag. 106 ss

[201] Cass., 1 febbraio 2018, ord. n. 2521.

Scendendo nel dettaglio del caso esaminato, il rischio che l'investimento non produca un rendimento sufficiente alla scadenza, non solo ai fini dell'accumulo del capitale a risparmio, ma anche per compensare gli stessi costi derivanti del finanziamento (cd. *rischio di performance*), rimane difatti totalmente a carico del cliente. Quest'ultimo sopporta unilateralmente le variazioni di valore dell'investimento obbligazionario, che incidono sull'*an* e sul *quantum* della prestazione che gli sarà erogata alla scadenza dell'investimento[202]. La banca, da parte sua, in esito ad un cattivo rendimento del titolo sul quale è stata investita la somma data a mutuo, non è tenuta a garantire alcuna prestazione in favore del cliente. Così rappresentato, emerge dalla distribuzione del rischio nel caso concreto che l'interesse oggettivamente perseguito dal contratto non realizza direttamente una funzione previdenziale, quanto, piuttosto, ad uno puramente speculativo sull'andamento del titolo. L'effetto di accumulo di una somma a risparmio, che dovrebbe contraddistinguere la funzione di un negozio di tipo previdenziale, si ottiene esclusivamente in conseguenza del verificarsi di elemento esterno all'accordo, nonché del tutto eventuale – i.e. l'aumento del valore di mercato dei titoli acquistati: non vi è difatti alcun meccanismo nel contratto che assicuri al risparmiatore, con la liquidazione del titolo obbligazionario, un rendimento minimo dell'operazione.

Sul piano astratto, il perseguimento di una finalità di pura speculazione, di per sé, non è ritenuto immeritevole di tutela da parte dell'ordinamento, né tantomeno lo è quello previdenziale o comunque connesso, *lato sensu*, alla protezione avverso un rischio. Ma - di nuovo - la valutazione sulla causa non deve guardare alla funzione astratta del tipo o dei tipi negoziali cui l'operazione è riconducibile quanto, piuttosto, a quella specificamente perseguita dalle parti nel caso concreto.

---

[202] Di particolare interesse, rispetto al discorso in apertura al presente capitolo, risulta il fatto che la giurisprudenza di legittimità citata non faccia mai uso del termine "rischio finanziario", ma piuttosto di quello di "alea". In questo senso, ad esempio, Cass., 10 novembre 2015, n. 22950, secondo cui il "*contratto prevede un'alea solo in capo al risparmiatore, il quale paga un saggio di interesse non tenue, senza seria prospettiva di un corrispondente lucro a medio termine e con vantaggio certo, invece, per l'intermediario finanziario, che lucra gli interessi del mutuo, aumenta la sua operatività, colloca i prodotti.*". Il riferimento si deve, come detto, alla maggior dimestichezza della giurisprudenza nell'utilizzo delle categorie note, rispetto alla terminologia, quale appunto quella di "rischio finanziario", cui non corrisponde direttamente una disciplina positiva.

3.4.3. Dalla tipizzazione del contratto alla tipizzazione dell'interesse: il rischio finanziario nell'operazione previdenziale, di investimento e creditizia

In quest'ottica, un dato finale emerge su tutti.

L'interesse *oggettivamente e consapevolmente* determinato dalle parti non rispecchia quello risultante dalla struttura *oggettiva* del negozio, ossia della distribuzione del rischio finanziario fra le parti. La diversa assegnazione del rischio che il regolamento contrattuale realizza definisce, di conseguenza, il profilo oggettivo dell'operazione: previdenziale, di investimento, creditizia.

In particolare, un accordo attraverso il quale il contratto alloca interamente il rischio dell'operazione sul cliente (struttura *oggettiva*), risulta del tutto incompatibile con il perseguimento di una finalità di tipo previdenziale (interesse *oggettivamente* e *consapevolmente* determinato), poiché mira direttamente al risultato proprio dell'investimento finanziario. Non altrettanto può dirsi, invece, ove le parti diano vita ad un diverso assetto nella distribuzione del rischio, come nel caso in cui l'intermediario eroghi, indipendentemente da un esito negativo dell'investimento, una prestazione di carattere previdenziale in favore del cliente, assumendo su di sé parte del rischio indotto dal contratto[203]. Il discorso vale altresì per le operazioni del segmento creditizio. Anche per esse occorre, difatti, guardare al profilo dell'allocazione del rischio finanziario, per comprendere se il patto di condivisione o di trasferimento del rischio realizzi un assetto oggettivo non corrispondente all'interesse oggettivamente e consapevolmente determinato dalle parti. Il patto attraverso il quale le parti rinviano ad un termine esterno per l'individuazione del contenuto del negozio non comporta una modifica in senso sostanziale del rapporto giuridico che vi è alla base, né della funzione che è propria del tipo negoziale cui esso afferisce. Ed, anzi, è proprio nella "compatibilità" fra il rinvio operato al fattore estrinseco e la funzione del tipo contrattuale che la miglior dottrina ha riconosciuto la validità del negozio "sostanzialmente *per relationem*"[204]. Di siffatta compatibilità della funzione perseguita dalle clausole di

---

[203] Il meccanismo appena descritto rispecchia, all'incirca, quello determinato dalle clausole *index linked guaranteed* e *partial guaranteed*, di cui, Cap. I, § 3.3.4.

[204] In questo senso, la posizione di R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, 2° ed., in *Tratt. di dir. civ.*, G. Grosso – F. Santoro Passarelli, Milano, 1966, pag. 132, il quale distingue "*a seconda che l'indeterminatezza concerna la forma o il contenuto – tra il negozio formalmente e sostanzialmente* per relationem. *Nella prima ipotesi tutto si riduce alla questione della ammissibilità di una manifestazione per atti distinti, o in generale indiretta del contenuto contrattuale già sufficientemente determinato* […] *Per quanto riguarda i negozio*

condivisione e trasferimento del rischio con la realizzazione di un interesse tipicamente creditizio pare, invero, difficile potersi dubitare, quantomeno nelle ipotesi in cui vi sia un nesso di inerenza fra l'indice adottato per la *relatio* e il rischio che si intende neutralizzare o sul quale si intende speculare. La scelta delle parti di parametrare le reciproche prestazioni ad un indice che esprime il costo del denaro o di una moneta straniera sul mercato, così come quella di trasferire fra loro il rischio relativo a determinati scenari[205] non configura un assetto di interessi che fuoriesce dello schema tipico del negozio e risulta, pertanto, pienamente compatibile con il perseguimento di un interesse creditizio. Ciò perché l'assunzione di un rischio su tasso o su valuta che sia inerente all'operazione di credito conclusa non qualifica la stessa come un negozio di investimento per il solo fatto che le parti perseguano una finalità di neutralizzazione del rischio o di speculazione. Diversamente occorre, invece, ragionare – ma, d'altra parte, lo stesso caso "My way" conferma questa conclusione – nelle ipotesi in cui non sia ravvisabile alcun vincolo di inerenza.

La "riscoperta" di un dato volontaristico - lontana, come dicevamo, da un ritorno ad una concezione puramente soggettivistica di causa – si deve al fatto che l'intera operazione negoziale promana, in ultima analisi, dalla sfera di libertà stessa dell'individuo; ragion per cui, proprio da questa occorre, dunque, partire per verificare la corrispondenza fra l'interesse che consapevolmente le parti hanno determinato. Ma ad essa non è sufficiente limitarsi, poiché il funzionamento concreto del contratto emerge unicamente in considerazione dell'oggettivo strutturarsi dell'operazione. In questo senso, dunque, la distribuzione del rischio non può che assumere un ruolo dirimente nell'individuazione della disciplina sull'assetto di interessi cui dà vita l'operazione concreta e, nella specie, se il dato strutturale rispecchi la funzione che le parti hanno voluto oggettivamente imprimere al negozio.

---

sostanzialmente per relationem *va rilevato anche che questo rinvio a fattori estrinseci per l'integrazione del contenuto dell'atto potrà sempre ammettersi finché rimane compatibile con la funzione del tipo contrattuale, o non incontra qualche specifico divieto di legge*."

[205] Si fa riferimento, in particolare, alle convenzioni come il *floor* ed il *cap* che, nel contesto di un'operazione che rimane strutturalmente e funzionalmente creditizia, operano un trasferimento del rischio fra le parti, relativamente, di discesa o di salita del tasso, al di sotto o al di sopra di una determinata percentuale.

CAPITOLO IV

LA MISURA DEL RISCHIO FINANZIARIO

Sommario:

1. La regola di trasparenza; 1.1. Il "funzionamento del contratto" e le "conseguenze economiche" come elementi determinativi dell'adempimento dell'obbligo; 1.2. La trasparenza sul rischio finanziario fra possibilità e probabilità; 1.2.1. La trasparenza in senso forte nel passaggio dall'incertezza al rischio; 1.2.2. Notazioni finali su limiti e confini della *disclosure* attraverso scenari di probabilità; 1.3. La responsabilità per carente informazione sul rischio sul modello della *Differenz Schadenersatz* tedesca; 2. Il rischio adeguato; 2.1. Truth is good (...) but not enough. Il paradigma di tutela oltre la trasparenza; 2.2. Le fonti della regola; 2.2.1. Il caso Bankinter (C-604/11) e l'adeguatezza del rischio finanziario: la trasversalità della regola; 2.3. L'adeguatezza come norma sul contratto; 2.4. Rischio inadeguato e rimedi civilistici; 3. Il rischio proporzionato; 3.1. Clausole sul rischio e sottoposizione al vaglio di vessatorietà; 3.1.1. Le categorie delle clausole di gestione del rischio fra *core* e *ancillary terms* dell'accordo; 3.2. Squilibrio e contrarietà a buona fede; 3.2.1. La presunzione di vessatorietà; 3.2.2. Lo squilibrio "significativo": sproporzione economica o normativa?; 3.3. Riflessioni conclusive sulla sproporzione fra rischi: tra non vincolatività della clausola e irrealizzabilità della causa.

1. Il rischio trasparente

Un primo limite dell'autonomia delle parti nella negoziazione del rischio finanziario è ravvisabile nel rispetto dell'obbligo di trasparenza delle condizioni contrattuali. Il concetto di "trasparenza" nel contratto rappresenta una costante nella legislazione secondaria europea, tanto da aver assunto, nel tempo, il ruolo di principio cardine nei rapporti negoziali asimmetrici[1]. Occorre, dunque, interrogarsi sulle diverse declinazioni assunte da questo principio nel contesto degli accordi attraverso cui le parti negoziano il rischio finanziario.

[1] Una panoramica delle diverse articolazioni del concetto di *transparency* in ambito europeo è descritta in F. MÖSLEIN - K. RIESENHUBER, *Transparency*, in *The Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, J. Basedow

La direttiva 93/13/CEE individua, anzitutto, tre diverse applicazioni della regola di trasparenza nella realtà delle convenzioni negoziali. In un primo senso esige, nell'ottica delle tecniche redazionali, che le clausole proposte per iscritto al consumatore "[debbano] *essere sempre redatte in modo chiaro e comprensibile*"[2]. In un secondo senso, essa garantisce un ampliamento del vaglio di abusività delle clausole al di là degli *ancillary terms*: anche qualora esse vertano sulla definizione dei *core terms* del contratto, ovvero sulla proporzionalità tra prezzo pagato e servizio erogato, sarà comunque ammissibile un vaglio di vessatorietà in presenza di una formulazione delle stesse non chiara o non comprensibile[3]. Infine, il principio di trasparenza caratterizza la disciplina delle convenzioni negoziali anche come regola di interpretazione, cosiddetta *contra proferentem*, secondo cui "*in caso di dubbio sul senso di una clausola, prevale l'interpretazione più favorevole al consumatore*"[4].

Il "*plain and intelligibile language*" [5], quale principio guida nella redazione di clausole "trasparenti" nei contratti tra una professionista ed un consumatore, appartiene dunque al più ampio ambito del "*fairness test*" di matrice europea, del quale costituisce tuttavia una manifestazione autonoma[6], tanto da essere assimilabile, secondo taluno, a "*fundamental*

– K. J. Hopt - R. Zimmermann (a cura di), Oxford, 2012, II, pag. 1686 ss. Sulla trasparenza in ambito contrattuale, fra i più recenti, v., A. BARENGHI, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2018, II, pag. 143 ss.; E. CAPOBIANCO, *Profili generali della contrattazione bancaria*, in *I contratti bancari*, E. Capobianco (a cura di), Torino, 2016, pag. 5 ss.; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013; S. PAGLIANTINI, voce «*Trasparenza contrattuale*», in *Enc. Dir.*, Annali V, Milano, 2012, pag. 1280 ss. Sul profilo della trasparenza e delle tutele contrattuali, G. BERTI DE MARINIS, *La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole*, Napoli, 2013; P. GAGGERO, *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. Trim. di Dir. e Proc. Civ.*, 2013, pag. 451 ss.; F. RENDE, *Informazione e consenso nella costruzione del regolamento contrattuale*, Milano, 2012; A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti fra tutele civilistiche e disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, I, pag. 35 ss.

[2] Art. 5 Dir. 93/13/CEE.

[3] Art. 4, comma 2 Dir. 93/13/CEE.

[4] Art. 5 Dir. 93/13/CEE.

[5] Le diverse traduzioni adottate nel recepimento della direttiva offrono una delimitazione più precisa del significato di questa formula ("*klar und verständlich abgefasst*", "*rédigées de façon claire et compréhensible*", "*redatte in modo chiaro e comprensibile*").

[6] La Corte di Giustizia ha difatti definito il principio di trasparenza come "*a separately prescribed criterion of unfairness under Unfair Contract Terms Directive*"; CGUE, C-472/10, 26 aprile 2012, *Nemzeti Fogyasztóvédelmi Hatóság* c. *Invitel Távközlési Zrt*. Il modello della "*geteilten Prüfungszuständigkeit*" viene difatti ordinariamente seguito dai giudici nazionali, come nel caso del rinvio alla Corte di Giustizia, CGUE, C-92/11, 21 marzo 2013, *RWE Vertrieb AG c. Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen eV*.

right of European Law"[7] e da costituire il "*minimum standard EU law provides for, even in the field of core terms*"[8]. L'utilizzo di due termini distinti («chiarezza» e «comprensibilità») ha dato luogo ad una pluralità di dibattiti circa la sussistenza di un unico, ovvero di due differenti obblighi. A fronte di una prima tendenza che ravvisava in questo dualismo terminologico il ricorso ad una mera endiadi[9], è emersa una diversa – e più fondata – ricostruzione che fa corrispondere, all'utilizzo di ciascuna lemma, una specifica e distinta qualità che deve caratterizzare l'informazione veicolata dalla clausola[10]. In particolare, muovendo dalla nota distinzione fra "*formulation*" e della "*presentation*"[11], viene ritenuta «chiara» la convenzione negoziale redatta, anzitutto, attraverso un uso formalmente corretto del linguaggio, nonché quella facilmente riconoscibile nella sua individualità e nel collegamento con le altre clausole appartenenti al documento contrattuale. L'informazione «comprensibile» assume, invece, un rilievo di carattere più sostanziale e si misura nella sua idoneità a chiarire la portata delle conseguenze giuridiche ed economiche che derivino dalla sua sottoscrizione[12]. Un dettaglio

---

[7] In questo senso, E. FERRANTE, *Transparency of standard terms as a fundamental right of European law*, in *EU-Grundrechte und Privatrecht,* B. Heiderhoff - S. Lohsse - R. Schulze (a cura di), Banden Banden, 2016, pag. 115 ss.

[8] H. W. MICKLITZ, *Reforming European Unfair Terms Regulation*, in *European Review of Contract Law*, 2010, 4, pag. 366.

[9] In questo senso, v., V. RIZZO, *Commento all'art. 1469-quater. Forma e interpretazione*, in *Nuove lg. civ. comm.*, 1997, pag. 768 ss.; E. MINERVINI, *Tutela del consumatore e clausole vessatorie*, Napoli, 1999, pag. 132.

[10] Sostiene invece questa diversa posizione, E. BATTELLI, *Interpretazione contra proferentem e trasparenza contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2017, pag. 216; M. COSTANZA, *Condizioni generali di contratto e contratti stipulati dai consumatori*, in *Giust. Civ.*, 1994, II, p. 544 ss.

[11] Entrambi i termini sono impiegati da N. JANSEN, *Unfairness of Terms*, in *Commentaries on European Contract Law*, N. Jansen – R. Zimmermann (a cura di), Oxford, 2018, pag. 990.

[12] Il profilo della comprensibilità dischiude inevitabilmente un problema relativo al parametro di confronto per condurre la suddetta valutazione; in altre parole, occorre domandarsi "per chi" la clausola debba essere chiara e comprensibile. La giurisprudenza della Corte di Giustizia, interrogata sul punto, ha fatto ricorso ad una nozione di "*average consumer*", come tale intendendo il consumatore in grado di comprendere le conseguenze pratiche ed economiche scaturenti dalla sottoscrizione della clausola senza dover necessariamente ricorrere alla consulenza di un esperto. L'orientamento più noto della curia è quello sostenuto nella causa C-26/13, 30 aprile 2014, *Árpád Kásler e Hajnalka Káslerné Rábai contro OTP Jelzálogbank Zrt.*, secondo cui "*the consumer should be able to assess the potentially significant economic consequences for him resulting from the application of the selling rate of exchange for the calculation of the repayments* [...] *and* [...] *the total cost of the sum borrowed*". La decisione della Corte fa riferimento, nello specifico, alla figura del "*consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento ed avvertito*". La nozione di "consumatore medio" è stata recepita, con il consolidarsi dell'orientamento pretorio, dalla normativa inglese in tema di pratiche commerciali scorrette nei confronti dei consumatori, secondo cui "*In determining the effect of a commercial practice on the average consumer where the practice reaches or is addressed to a consumer or consumers account shall be taken on the material characteristics*

ulteriore di non poco momento è, inoltre, costituito dal fatto che la trasparenza della clausola, così intesa, riguarda una dinamica puramente interna al contratto, e ciò vale a distinguerla dal più ampio reticolo di obblighi scaturente dal dovere di consulenza in capo al professionista.

1.1. Il "funzionamento del contratto" e le "conseguenze economiche" come elementi determinativi dell'adempimento dell'obbligo

Dal quadro appena definito emerge come la regola di trasparenza coinvolga ogni fase dell'attività negoziale, da quella pre-negoziale a quella di esecuzione del contratto. Essa riguarda, inoltre, tanto le convenzioni principali quanto quelle accessorie[13] e si attua nei confronti della clausola *uti singula* e come parte di un'operazione più complessa[14]. Ebbene,

---

of such an average consumer including his being reasonably well informed, reasonably observant and circumspect" (Art. 2, par. 2, Consumer Protection from Unfair Trading Regulation 2008 – SI 2008/1277).

[13] Chiaro, in questo senso, l'indirizzo della Corte secondo cui "*Ne consegue che siffatto obbligo di redazione chiara e comprensibile si applica comunque, ivi compreso quando una clausola rientra nell'articolo 4, paragrafo 2, della direttiva 93/13 ed esula quindi dalla valutazione del suo carattere abusivo di cui all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva*", v., CGUE, *Árpád Kásler*, C-26/13, Par. 68). La scelta ricalca, a ben vedere, la prospettiva di controllo operata dal *Transparenzgebot* di matrice tedesca, cui fa eco il § 307, Abs. 2 BGB, secondo cui "*Eine unangemessene Benachteiligung kann sich auch daraus ergeben, dass die Bestimmung nicht klar und verständlich ist*".

[14] La Corte sottolinea, in particolare, la valenza chiave dell'informazione precontrattuale, ossia quella sulla cui base il consumatore forma il suo convincimento alla stipulazione del contratto: "*le informazioni, prima della conclusione di un contratto, in merito alle condizioni contrattuali e alle conseguenze di detta conclusione sono, per un consumatore, di fondamentale importanza. È segnatamente in base a tali informazioni che quest'ultimo decide se desidera vincolarsi alle condizioni preventivamente redatte dal professionista*" (cfr. CGUE, C-92/11, 21 marzo 2013, *RWE Vertrieb AG c. Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen eV*, con il commento di M. FORNASIER, *Der Europäische Gerichtshof und die Kontrolle missbräuchlicher Klauseln: Ein Kurswechsel*?, in *ZEuP*, 2014, pag. 410 ss.). Il giudice tedesco di rinvio interroga, in particolare, la Corte sull'esatta delimitazione dell'obbligo di trasparenza e, nella specie, sulla distinzione fra trasparenza pre-negoziale (*Abschluss*-) e quella in corso di esecuzione del contratto (*Abwicklungstransparenz*). Il problema si pone specialmente per le clausole che prevedano delle modifiche nelle condizioni contrattuali in corso di esecuzione quali, ad esempio, aumenti della tariffa nei contratti di fornitura di servizi. A tal proposito, la Corte ha statuito che l'opacità dell'informazione precontrattuale in ordine alle facoltà di modifica in corso di esecuzione non possa venir compensata dal riconoscimento di un diritto di recesso in capo al consumatore, qualora non intenda accettare le suddette modifiche. Ciascun presupposto del funzionamento del contratto – tanto il prezzo iniziale, dunque, quanto i meccanismi di adeguamento successivi della tariffa – rientra nell'alveo degli obblighi informativi del contratto e rientra, pertanto, nella valutazione sull'opacità della convenzione negoziale. Ancora, in una pronuncia successiva, la Corte ha avuto modo di chiarire come l'obbligo di trasparenza gravante sul professionista si esaurisca solo ove il consumatore abbia avuto effettivamente modo di venire a conoscenza di tutte le clausole che appartengono al regolamento contrattuale: "*l'obligation de formuler d'une façon claire et compréhensible les clauses écrites d'un contrat. Le vingtième considérant de la même directive précise à cet égard que le consommateur*

in più occasioni la giurisprudenza europea ha avuto modo di chiarire come la portata effettiva dell'obbligo di «chiarezza» e «comprensibilità» si dispieghi nell'illustrazione del *funzionamento del contratto* e delle *conseguenze economiche da esso derivanti*. Il primo di questi termini definisce più compiutamente il contenuto dell'obbligo informativo in capo alla parte predisponente, la quale sarà tenuta a dar informazione sul meccanismo attraverso cui il regolamento contrattuale determina il sorgere dei rispettivi diritti ed obblighi. Con il secondo si fa invece riferimento allo scopo per il quale è stabilito il contenuto dell'obbligo di trasparenza: il consumatore deve difatti essere in grado di valutare in via autonoma le conseguenze prodotte, sul piano economico, dalla decisione di vincolarsi a quelle specifiche condizioni[15].

Orbene, la centralità assunta dal rischio finanziario nei rapporti in esame induce a ritenere che esso non possa che costituire il fulcro dalla portata dell'obbligo di trasparenza, con un grado di intensità persino maggiore di quello previsto per gli altri oneri e carichi economici del rapporto. D'altra parte, è lo stesso dato positivo che conforta l'idea per cui la trasparenza debba necessariamente rivolgere la sua attenzione non solo agli oneri diretti assunti con la

---

doit avoir effectivement l'opportunité de prendre connaissance de toutes les clauses du contrat" (CGUE, C-348/14, 9 luglio 2015, *Maria Bucura c. C Bancpost SA*, par. 49).

[15] Nel caso *Kásler* (C-26/13), i giudici del Lussemburgo chiariscono la correlazione esistente fra questi due termini. In presenza di una clausola che introduca un meccanismo di conversione ad una valuta straniera, la convenzione dovrà essere redatta in maniera tale da esporre "*in modo trasparente il motivo e le modalità del meccanismo di conversione della valuta estera nonché il rapporto fra tale meccanismo e quello prescritto da altre clausole relative all'erogazione del mutuo di modo che il consumatore possa prevedere, in base a criteri chiari e comprensibili, le conseguenze economiche che gliene derivano*" (Par. 73); ciò si sostanzia nella possibilità per "*un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento ed avvertito*" di "*conoscere l'esistenza della differenza, generalmente osservata sul mercato dei valori mobiliari, tra il corso di vendita ed il corso di acquisto di una valuta estera, ma anche valutare le conseguenze economiche, per esso potenzialmente significative, dell'applicazione del corso di vendita ai fini del calcolo dei rimborsi di cui in definitiva sarebbe stato debitore e, pertanto, il costo totale del suo mutuo*"(Par. 74). Maggiori dubbi attengono, invece, alla portata dell'obbligo di trasparenza in riferimento ai motivi economici del contratto. Sul punto, il rinvio pregiudiziale da parte del giudice ungherese aveva sollevato l'interrogativo per cui "*essa* [regola di trasparenza] *potrebbe però significare anche, in maniera più ampia, che i motivi economici sottostanti all'applicazione di una clausola specifica o all'articolazione della suddetta clausola con altre clausole del contratto devono essere chiari e comprensibili*" (cd. "*economic reason*", par. 33). La Curia non è mai sembrata, però, del tutto convinta di una siffatta interpretazione dell'obbligo di trasparenza, prediligendo un inquadramento della portata della "comprensibilità" della clausola alle sole "*conseguenze economiche*" ("*economic consequences*") che derivino al consumatore. La scelta lessicale pare avere un preciso significato sul piano giuridico, in ragione della volontà di non estendere la portata dell'obbligo financo a ricomprendere le ragioni che abbiano addotto il professionista all'apposizione di quella clausola nel regolamento contrattuale, ma di limitarla al mero chiarimento circa le conseguenze che essa produce nella sfera giuridica e patrimoniale del consumatore.

sottoscrizione del contratto[16], ma anche a quelli potenzialmente derivanti da elementi che, pur esterni all'accordo, vengano contrattualizzati per effetto della negoziazione del rischio. Ad esempio, la Dir. 2014/17/UE MCD prevede fra le "principali caratteristiche del mutuo" da includere nella redazione del "Prospetto informativo europeo standardizzato" (PIES), "l'ammontare e la valuta nonché i rischi potenziali connessi al tasso debitore e alla struttura di ammortamento"; inoltre, specie in riferimento ai tassi che non vengano fissati per tutta la durata del contratto, l'informazione deve sottolineare che l'importo "è indicativo e può variare, in particolare in relazione alla variazione del tasso debitore"[17]. Siffatta estensione della portata della trasparenza è riconosciuta altresì nelle decisioni della Corte Europea che, nel trittico di decisioni rese sul problema dei mutui in valuta estera (*Kásler*, *Andriciuc* e *Ilyés*), ha più volte sottolineato che "il mutuatario deve essere chiaramente informato del fatto che, sottoscrivendo un contratto di mutuo formulato in una valuta estera, si espone a un determinato rischio di cambio che gli sarà, eventualmente, economicamente difficile sostenere in caso di svalutazione della moneta nella quale egli percepisce il proprio reddito"[18].

1.2. La trasparenza sul rischio finanziario fra possibilità e probabilità

Una volta ammesso, dunque, che la portata della trasparenza debba estendersi fino a ricomprendere l'informazione sul rischio finanziario, occorre ora domandarsi quale

---

[16] Un'esplicazione di quest'obbligo è quella realizzata, ad esempio, per l'indicazione del TAEG nei rapporti di finanziamento bancario. L'attuale formulazione dell'art. 121, comma 1, lett. m del TUB definisce come "tasso annuo effettivo globale", il "*costo totale del credito per il consumatore espresso in percentuale annua dell'importo totale del credito*". Il tasso tiene conto di tutte le "spese vive" sostenute dal consumatore con l'erogazione del finanziamento e rappresenta un indice armonizzato a livello europeo. Il TAEG viene espresso in percentuale del credito concesso e calcolato su base annua e deve, inoltre, essere indicato nella documentazione contrattuale e nei messaggi pubblicitari o nelle offerte formulate. Sulla natura e sulla disciplina del TAEG, v., G. CARRIERO, *Autonomia privata e disciplina del mercato. Il credito al consumo*, in *Trattato di diritto privato*, M. Bessone (a cura di), Torino, XXXI, 2007, pag. 39 ss.; G. CASTALDI, *Trasparenza delle condizioni di finanziamento nei rapporti di credito al consumo*¸ in AA. VV., *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, F. Capriglione (a cura di), Roma, 1987, pag. 77 ss. In generale sugli obblighi informativi nel settore dell'erogazione del credito, v., M. DE POLI, *Gli obblighi gravanti sui creditori nella fase anteriore e posteriore alla stipulazione del contratto e le conseguenze della loro violazione*, in *La nuova disciplina europea del credito al consumo*, G. De Cristofaro (a cura di), Torino, 2009, pag. 61 ss. e 217 ss.

[17] V., Sezione 3, n. 1 - 8, Allegato II, Parte B, Dir. 2014/17/UE MCD.

[18] CGUE, C-186/16, 20 settembre 2017, *Ruxandra Paula Andriciuc e altri c. Banca Românească SA*, par. 50. Nello stesso senso si sono espresse anche CGUE, C-51/17, 20 settembre 2018 *OPfT Bank Nyrt.e OTP Faktoring Követeléskezelő Zrt./Teréz Ilyés e Emil Kiss*, par. 75; nonché CGUE, C-26/13, *Kásler*, par. 73.

contenuto debba recare siffatta informazione affinché quest'obbligo possa dirsi effettivamente assolto. Vale, in sostanza, di chiedersi in quali casi l'informazione resa alla controparte le consenta di valutare adeguatamente le conseguenze economiche derivanti dall'assunzione di un rischio?

Ebbene, la giurisprudenza cui più volte si è dato conto è pressoché unanime nel ritenere che la trasparenza non possa venir limitata ai soli profili – per così dire – "interni", ossia legati alla formulazione e redazione delle clausole nel documento contrattuale[19], ma debba ugualmente estendersi alla spiegazione delle potenziali ricadute che determinati eventi "esterni" possano produrre sul contenuto della prestazione[20]. Tuttavia, anche letta in questa logica, la regola di trasparenza dà ulteriormente adito a più varianti.

In un primo senso, il suo contenuto può concretizzarsi nella prospettazione, ad opera dell'intermediario, di una serie di scenari possibili, conformemente al modello cd. "*what..if*". Ciò vale a dire che, in sede di sottoscrizione del finanziamento, la banca è tenuta a fornire al consumatore un prospetto all'interno del quale vengono esposte le diverse conseguenze, in termini di aumenti o diminuzioni del costo del mutuo, in corrispondenza, rispettivamente, di un apprezzamento o di un deprezzamento della valuta straniera su quella domestica, dell'oscillazione di un tasso di mercato, ovvero di quella di un corso azionario[21]. Il metodo si

---

[19] In questo senso, *ex multis*, CGUE, *Kásler*, C-26/13, secondo cui "*L'obbligo di trasparenza delle clausole contrattuali posto dalla direttiva 93/13 non può quindi essere limitato unicamente al carattere comprensibile sui piani formale e grammaticale di queste ultime. Al contrario, come già ricordato al punto 39 della presente sentenza, poiché il sistema di tutela istituito dalla direttiva 93/13 poggia sull'idea che il consumatore versi in una situazione di inferiorità nei confronti del professionista per quanto concerne, in particolare, il livello di informazione, siffatto obbligo di trasparenza deve essere inteso in maniera estensiva*" (par. 71-72).

[20] Siffatta estensione dell'obbligo si spiega anche alla luce della titolarità, da parte degli intermediari bancari, di un "ufficio di diritto privato", data la funzionalità dell'ufficio gestione all'interesse pubblico. Sul punto, v., D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di* swap, in *Riv. dir. civ.*, 2016, pag. 1104; F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in *Giust. civ. com.*, 2016, pag. 79.

[21] La tecnica consiste, in buona sostanza, nell'illustrazione di più scenari di mercato, a seconda di movimenti favorevoli, sfavorevoli, oppure neutrali. Per ciascuno di essi viene così calcolata la performance dell'attività finanziaria, ossia il tipo di incidenza che quello scenario produrrà sui flussi finanziari generati alle singole scadenze da quest'ultima. Nel contesto, ad esempio, dei rapporti di finanziamento, gli scenari di performance sono in grado di indicare al consumatore l'importo del tasso di interesse che sarà tenuto a corrispondere in considerazione delle diverse possibilità. Es., se è convenuto un rapporto di finanziamento per l'ammontare di 1 mln € a trenta anni a tasso variabile indicizzato all'EURIBOR6M con spread del 2%: Scenario A (neutro)(EURIBOR 1% - Tasso complessivo 3%), Interessi 2.500 €; Scenario B (favorevole)(EURIBOR 0% - Tasso complessivo 2%), Interessi 1.667 €; Scenario C (sfavorevole)(EURIBOR 2% - Tasso complessivo 4%), Interessi 3.333 €.

fonda, in sostanza, sull'analisi delle sole *possibilità* di andamento del mercato, selezionandone alcune - a titolo meramente esemplificativo - fra le infinite variabili ed indicando per ciascuna di esse la somma che il cliente è tenuto a corrispondere in caso di avveramento del relativo scenario. A livello normativo, il legislatore europeo è sembrato prediligere, ove chiamato a definire gli standard informativi sul rischio finanziario, l'utilizzo di siffatta tecnica, imponendo agli intermediari l'illustrazione degli scenari di performance nella redazione del "Prospetto informativo europeo standardizzato" (PIES) e del "Key Information Document" (KID)[(22)]. Questa tecnica non è sconosciuta neppure alla disciplina del contratto in generale, la quale contempla l'utilizzo delle "indicazioni esemplificative" "quando in un contratto si è espresso un caso al fine di spiegare un patto" (art. 1365 c.c.).

L'elemento che contraddistingue, però, il rischio finanziario rispetto ad ogni altra tipologia di rischio è quello legato alla sua misurabilità, tanto ad aver assunto, nella dimensione privatistica, un riconoscimento come valore economico suscettibile di costituire oggetto di scambio. Detto altrimenti, se è possibile "prezzare" il rischio ciò si deve soprattutto in relazione alla possibilità di attribuire, a ciascuno scenario astrattamente possibile, un certo grado di *probabilità* di verificazione. Il progresso della matematica finanziaria ha difatti reso possibile la simulazione di traiettorie di prezzo delle attività finanziarie che determinano

---

[(22)] La Dir. 2014/17/UE MCD, nell'indicare il modello di redazione del PIES, include l'avvertenza al consumatore, nell'ipotesi di rischio su tasso: *"(se applicabile) Poiché il tasso di interesse [di parte] del suo mutuo è variabile l'effettivo TAEG potrà risultare essere diverso da quello indicato qualora il tasso di interesse del suo mutuo cambi. Ad esempio se il tasso di interesse aumentasse a [scenario descritto nella parte B] il TAEG potrebbe aumentare a [inserire un TAEG esemplificativo corrispondente allo scenario]"* "*(se applicabile) Il tasso di interesse su [parte di] questo mutuo può cambiare. Ciò significa che l'importo delle rate potrebbe aumentare o diminuire. Ad esempio se il tasso di interesse aumenta a [scenario descritto nella parte B] i pagamenti potrebbero aumentare a [inserire l'importo della rata corrispondente allo scenario]*". Ed ancora, con riferimento al rischio di cambio "*(se applicabile) Il valore dell'importo che dovrà versare in [valuta nazionale del mutuatario] ogni [frequenza della rata] potrebbe cambiare. (se applicabile) I pagamenti potrebbero aumentare a [inserire importo massimo nella valuta nazionale del mutuatario] ogni [inserire periodo] (se applicabile). Ad esempio se [valuta nazionale del mutuatario] si svaluta del 20 % rispetto a [valuta del credito] Lei dovrà pagare un importo aggiuntivo [inserire importo nella valuta nazionale del mutuatario] ogni [inserire periodo]. Le rate da rimborsare potrebbero essere superiori a quanto indicato*". L'utilizzo del metodo di misurazione del rischio finanziario attraverso gli scenari di performance è altresì confermato del Reg. 1286/2014 sui documenti recanti le informazioni chiave (KID) per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPS). In particolare, all'art. 8 sono indicate le singole sezioni che deve contenere il documento di informazioni consegnato al cliente prima della sottoscrizione di siffatti prodotti. Tra di esse, il par. 3, lett. d), n. iii) impone che nella sezione intitolata "*«Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?»*", sia inclusa "*una breve descrizione del profilo di rischio/rendimento che comprenda i seguenti elementi: scenari di performance adeguati e le ipotesi formulate per realizzarli*".

l'esposizione ad un rischio (ad es., azioni, tassi di interesse, tassi di cambio fra valute, *commodities*), per mezzo delle quali risulta possibile formulare talune ipotesi circa la legge di movimento ad esse sottesa. Ebbene, su questa base si è sviluppato un secondo modello di trasparenza, fondato sulla condivisione fra le parti dei cd. "scenari probabilistici"[23]. Rispetto a quello dei "*performance scenarios*", siffatto metodo non si limita unicamente ad illustrare un quadro asettico di possibili variazioni del tasso, ma indica altresì la griglia di probabilità con la quale il mercato seguirà un preciso andamento rappresentato nei diversi scenari: le parti, in sostanza, prima della sottoscrizione dell'accordo, conoscono *ex ante* le probabilità stimate per ciascuno scenario sulle base di un modello matematico condiviso e sono dunque consapevoli della *qualità* del rischio assunto[24].

1.2.1. La trasparenza in senso forte nel passaggio dall'incertezza al rischio

Il dato letterale, nel richiedere trasparenza sul "funzionamento del contratto" affinché il consumatore sia in grado di comprenderne le relative "conseguenze economiche" è muto rispetto all'articolazione in concreto di siffatto obbligo. Indubbiamente, la comprensione del "rischio potenziale connesso al tasso debitore" presuppone un livello piuttosto elevato di consapevolezza in capo ad entrambi i contraenti circa la qualità del rischio assunto, ma non è detto quale modello risulti, in particolare, più funzionale allo scopo. Tra le due posizioni appena esaminate si intuisce, però, una marcata differenza sul piano del contenuto

---

[23] Del tema degli scenari di probabilità si è parlato, in particolar modo, nel contesto della negoziazione in derivati e dei contratti di swap. Il punto risulta particolarmente dibattuto all'interno della giurisprudenza di merito, la quale si divide tra un orientamento che richiede, ai fini della validità del contratto, l'indicazione degli scenari di probabilità ed uno, invece, che ravvisa, nella loro mancanza, gli estremi al più per valutare una responsabilità della banca. Favorevole al primo orientamento, *ex multis*, Corte Appello Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, in *dirittobancario.it*, secondo cui considerando "*che il contratto di IRS abbia natura di* copertura, *deve ritenersi incontestabile che ogni soggetto che acquista uno swap deve essere messo al corrente, fin dal momento dell'acquisto del prodotto, di alcuni elementi essenziali che diano sostanza alla consapevolezza del rischio che questi assuma: il valore dello swap al momento della negoziazione, gli scenari di probabilità sull'andamento degli stessi tassi di interesse e le modalità di calcolo del mark to market*"; in dottrina è nota, fra le altre, la posizione favorevole di D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di* swap, cit., pag. 1110. Di avviso contrario è invece, Corte Appello Milano, 11 giugno 2018, n. 2859, la quale non ravvisa l'esistenza di alcuna norma imperativa sulla cui base possa argomentarsi circa l'inclusione del mark to market e degli scenari di probabilità all'interno dell'oggetto del contratto.

[24] Riprendendo l'esempio fatto in precedenza, il meccanismo dell'analisi di scenario può prevedere che lo scenario A (EURIBOR 1%) abbia il 30 % delle possibilità di verificazione, lo scenario B (EURIBOR 0%), il 60%, lo scenario C (EURIBOR 3%), il 10 %.

dell'obbligo di trasparenza. L'impiego del modello degli scenari di probabilità rispetto a quello degli scenari di *performance* amplia difatti sensibilmente lo spettro degli obblighi di condivisione fra le parti delle informazioni sul rischio finanziario.

Ebbene, vi sono ragioni per prediligere una lettura della regola di trasparenza, nel contesto della gestione del rischio finanziario, in senso economico o forte[25], adottando una posizione più rigorosa sui termini dello scambio del patrimonio informativo[26]. Attribuire un rilievo di particolare rigore alla trasparenza dell'informazione non equivale, invero, ad incentivare un aumento quantitativo della stessa, bensì un suo miglioramento dal punto di vista qualitativo. La parzialità dell'informazione è l'elemento patologico che ha dato origine al fenomeno – fortemente osteggiato dal legislatore euro unitario - del cd. "*Blick über den Tellerrand*" del consumatore, secondo cui egli è portato unicamente a tenere in considerazione i vantaggi del finanziamento sottoscritto, sottovalutando i potenziali rischi in esso insiti[27]. Allo stesso modo però della mancanza di informazione, anche il suo eccesso ha dato prova, a livello

---

[25] L'espressione è di S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte Costituzionale e ABF: il "mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*¸ in *Contr.*, 2014, pag. 854 ss.

[26] In questo senso, D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, cit., pag. 188 ss.; nonché la posizione di M. F. CAMPAGNA, *Clausole di parametrazione monetaria (indice-merci, cd. valuta estera, oro*), in *Clausole Negoziali*, M. Confortini, vol. II, Torino, 2019, pag. 563 ss. Nella dottrina straniera, anche J. JASCHINSKI, *Der Schutz des Verbrauchers in Fremdwährungsdarlehensverträgen – eine Bewertung unter Berücksichtigung von EuGH, Urt. v. 20.09.2018 (Rs. C-51/17), insbesondere mit Blick auf das Transparenzgebot*, cit., pag. 20, secondo cui *„Aus diesem Grund muss die Transparenz schaffende Aufklärung des Verbrauchers gewisse Zukunftsszenarien skizzieren, um diesem auch künftige Entwicklungen zu verdeutlichen*. In senso contrario invece, R. PAZOS, *Loans concluded in a foreign currency – their main subject matter and the transparency requirement*, *Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union*, 2018, pag. 112, secondo cui "*Demanding such simulations is a bold requirement. It creates a new cost, probably to be passed on to the consumer, possibly precluding any net gain for him. It is dubious whether the consumer will pay attention to that information. It creates a risk of future disputes on whether the scenarios foreseen by the bank and presented to the consumer were reasonable. Courts will be asked to determine if, at the time of the conclusion of the contract, the trends described by the banks were realistic*." Le critiche mosse all'approccio che individui nella prospettazione degli scenari probabilistici l'elemento chiave della trasparenza, non sembrano tuttavia cogliere il punto, trattandosi, a ben vedere, di ricostruzioni non fondate su di un dato giuridico o normativo, bensì su rilievi di carattere "economico" e considerazioni mosse da una lettura che l'autore stesso non esita a definire da "*behavioural economists*".

[27] J. JASCHINSKI, *Der Schutz des Verbrauchers in Fremdwährungsdarlehensverträgen – eine Bewertung unter Berücksichtigung von EuGH, Urt. v. 20.09.2018 (Rs. C-51/17), insbesondere mit Blick auf das Transparenzgebot*, in *VuR*, 2019, pag. 19.

empirico, di non ridurre il grado di opacità delle condizioni economiche del contratto[28]. L'impressione è, invece, che l'effettiva consapevolezza sulla dimensione del rischio nel contratto debba venir misurata sul piano concreto, alla luce degli scenari possibili – e prevedibili – di sviluppo di un certo mercato. La logica di collaborazione è inoltre esaltata nel contesto della gestione rischio, in funzione di *disclosure* del patrimonio informativo di ciascuna parte: ciò pare tanto vero per il cliente/consumatore, tenuto ad un'informazione "corretta e completa" sul proprio profilo finanziario (Art. 20, par. 4 Dir. 2014/17/UE MCD; Art. 25, par. 2 Dir. 2014/65/UE MIFID II; Art. 30, par. 1, Dir. 2016/97/UE IDD)[29], quanto per l'intermediario/professionista, tenuto, a sua volta, a comunicare i dati in proprio possesso relativamente al rischio esterno cui il contratto è verosimilmente esposto[30].

[28] Sul punto, v., F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, pag. 437-438, secondo cui «*il mero incremento della quantità delle informazioni non necessariamente si traduce in un incremento della protezione del risparmiatore. Di per sé, la quantità dell'informazione non rappresenta una garanzia di scelte consapevoli; piuttosto, l'eccesso di informazione può essere altrettanto controproducente della carenza di informazione. All'aumentare delle informazioni, infatti, cresce il pericolo che i dati veramente rilevanti restino confusi tra quelli più marginali; il risparmiatore «inconsapevole» - proprio perché tale – difficilmente sarà in grado di distinguere i primi dai secondi e ancor più difficilmente sarà disposto a leggere con attenzione tutti i documenti che gli vengono sottoposti*".

[29] Questa dimensione di trasparenza sul rischio, lato consumatore, emerge in maniera più evidente nella trasposizione della Diretta sul credito immobiliare, all'interno del nostro ordinamento. L'art. 120-*septies* del TUB intitolato ai "Principi generali" del credito immobiliare ai consumatori stabilisce che "*Il finanziatore e l'intermediario del credito, nell'ambito delle attività disciplinate dal presente capo* [...] *b) basano la propria attività sulle informazioni rilevanti riguardanti la situazione del consumatore, su ogni bisogno particolare che questi ha comunicato, su ipotesi ragionevoli con riguardo ai rischi cui è esposta la situazione del consumatore per la durata del contratto di credito*". In particolare, il consumatore è tenuto alla condivisione con l'intermediario del patrimonio informativo legato a particolari circostanze, di cui è a conoscenza, che potrebbero comportare un rischio nel far fronte ai propri impegni finanziari, anche in termini di incapienza della garanzia immobiliare. In questo senso, F. DI PORTO, *sub. Art. 120-septies*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, F. Capriglione (a cura di), Milano, 2018, III, pag. 1993.

[30] Questo concetto è espresso in modo esplicito all'interno di una disposizione del codice civile francese, introdotta con la legge di riforma del diritto delle obbligazioni (Ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 - art. 2), secondo cui "*Celle des parties qui connaît une information dont l'importance est déterminante pour le consentement de l'autre doit l'en informer dès lors que, légitimement, cette dernière ignore cette information ou fait confiance à son cocontractant.*" (Art. 1112-1 Code Civil); la norma appartiene alle disposizioni imperative, non derogabili dalle parti.

1.2.2. Notazioni finali su limiti e confini della *disclosure* attraverso scenari di probabilità

Risulta evidente che l'ampliamento degli obblighi contrattuali per l'effetto di un'applicazione estensiva della regola di trasparenza possa far sollevare ragionevoli dubbi in ordine alla certezza del diritto, alla salvaguardia dell'autonomia privata e dell'assetto negoziale voluto dalle parti. L'adozione di una connotazione forte di trasparenza legata ad un'idea di cooperazione fra le parti non deve difatti portare a trascurare determinate cautele che l'interprete deve opporre nella valutazione sull'assolvimento del relativo obbligo da parte dell'intermediario né, d'altra parte, a considerare gli scenari di probabilità come unico strumento utile per l'adempimento del suddetto obbligo.

In particolare, pare opportuno rimarcare due notazioni finali relative all'adempimento dell'obbligo di *disclosure* sugli scenari probabilistici.

La finanza quantitativa insegna anzitutto che non esiste un modello univoco e non soggettivo per calcolare uno scenario in modo uniforme per i diversi mercati e per i diversi agenti sul mercato(31). Esistono difatti taluni approcci che fanno uso della tecnica degli scenari probabilistici unicamente al fine di attribuire un prezzo ad uno strumento finanziario (cd. *pricing*) e che si definiscono pertanto "neutrali al rischio", in quanto non rappresentano in alcun modo né la probabilità di accadimento un evento futuro, né tantomeno la previsione di un certo andamento reale di mercato, quale la discesa o la salita di un tasso di interesse o del cambio fra due valute(32). Anche fra i modelli che fanno leva sull'utilizzo di probabilità cd.

---

(31) Gli spunti di approfondimento sono tratti dagli studi condotti dalla CONSOB sul tema degli scenari probabilistici nella negoziazione in strumenti finanziari, della categoria *non equity*. V., CONSOB, *Un approccio quantitativo* Risk-Based *per la trasparenza dei prodotti di investimento non*-equity, a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative, n. 63, aprile 2009; nonché il più recente, L. GIORDANO – G. SICILIANO, *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, in *Quaderni di finanza. Consob,* 2013, n. 74.

(32) A siffatta finalità rispondono, ad esempio, le "probabilità *risk-neutral*". L'utilizzo di questo modello consente di simulare la dinamica di andamento dei flussi di cassa prodotti dallo strumento finanziario (il cd. *pay-off*) e di determinare, ad una data futura, la distribuzione delle probabilità relative al suo valore. Una volta attualizzati i possibili valori assunti alla data futura è possibile ricavare una distribuzione di probabilità alla data corrente, dalla quale si determina il prezzo dello strumento finanziario. Questo metodo è tuttavia valido, a livello matematico, solo per finalità di calcolo del valore atteso, mentre non fornisce alcuna indicazione "reale" sulla probabilità di accadimento dei diversi scenari futuri: le probabilità vengono difatti calcolate secondo un modello di "non arbitraggio", ossia di neutralità al rischio, non tenendo dunque in conto l'avversione al rischio da parte degli agenti economici (consistente nel premio al rischio richiesto per investire in un determinato mercato). V., sul punto, G. CASTELLANI – M. DE FELICE – F. MORICONI – C. MOTTURA, *Un corso sul controllo del rischio di tasso di*

"reali" esistono tuttavia delle differenze di rilievo sostanziale, che conducono a risultati sensibilmente diversi fra loro in termini di probabilità sui singoli scenari, a seconda dei metodi matematici di riferimento.

In secondo luogo, l'accuratezza degli scenari rappresentati o – meglio - la probabilità del loro avveramento, dipende da una molteplicità di fattori, capaci di influenzare in profondo il grado di affidabilità degli stessi: "probabilità", pare superfluo richiamarlo, non equivale difatti a "certezza" della previsione. La possibilità di individuare siffatti scenari corrisponde, come detto, alla formulazione di talune ipotesi circa i possibili e probabili andamenti dei diversi mercati di riferimento. Con buono sforzo di semplificazione, può dirsi che queste ipotesi prendono a fondamento, come fonte principale di informazione, il valore che l'attività finanziaria ha assunto nel corso del tempo. In particolare, l'intensità e la frequenza delle variazioni di valore che interessano un determinato mercato ne determinano la cd. "volatilità"(33): più i prezzi su di un mercato saranno soggetti, nel tempo, a forti sbalzi di valore, maggiore sarà il suo grado di volatilità. Pare dunque intuitivo concludere che, ove maggiore sarà il grado di volatilità di un mercato, più complesso sarà anche misurarne in anticipo i probabili andamenti e, di conseguenza, meno affidabili saranno le previsioni che lo riguardano.

La non univocità dei metodi di calcolo delle probabilità, così come i differenti gradi di accuratezza delle previsioni non costituiscono tuttavia sul piano giuridico, valide ragioni per porre in discussione l'opportunità di una siffatta interpretazione della regola di trasparenza e, anzi, ne confermano, all'opposto, il fondamento. Più volte si è sottolineato come la finalità della disciplina sulla trasparenza sia quella di garantire l'assunzione di scelte consapevoli da parte del cliente in ordine ai profili di rischio derivanti dal contratto. Ebbene, anche così intesa, non può definirsi come "razionale" unicamente la scelta che maturi in condizioni di assoluta chiarezza dei possibili scenari e delle relative probabilità di perdita e guadagno del

---

interesse, Bologna, 1993; V. HUMPHREYS – J. NOSS, *Estimating probability distributions of future asset prices: empirical transformations from option-implied risk-neutral to real-world density functions*, in *Bank of England working paper*, 2012 n. 455 (consultabile all'indirizzo: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2012/estimating-probability-distributions-of-future-asset-prices-emperical-transformations).

(33) Nel lessico della finanza, è definito come "volatilità" l'indicatore che misura l'incertezza sui futuri movimenti del prezzo di un bene o di un'attività finanziario. Con il crescere di tale parametro, cresce altresì la probabilità di una performance particolarmente elevato o, all'opposto, contenuta, di quel bene o di quell'attività finanziaria di riferimento. La volatilità viene calcolata in base alla deviazione standard del tasso di rendimento (o delle variazioni di prezzo) dell'attività stessa.

contratto; ciò varrebbe, altrimenti, ad attribuire al dovere di *disclosure* sugli scenari di probabilità una funzione – i.e. quella di anticipare ed illustrare con accuratezza e precisione i futuri andamenti del mercato - che non gli è propria e che, storicamente, si è rivelata poggiare su di una visione assai illusoria. Non può dirsi, invece, dotata di minor razionalità la scelta che muova dalla consapevolezza per cui il mercato, non essendo in grado di assicurare andamenti o *trend* precisi, espone a scenari la cui probabilità si attesti su livelli meno attendibili. A differenza del dato ricavato dagli scenari di *performance*, infatti, quello probabilistico non è mai "muto", poiché anche la rappresentazione dell'estrema volatilità di un mercato e delle difficoltà di formulare previsioni precise fornisce, invero, ad entrambi i contraenti un'informazione piuttosto chiara sul grado di rischio assunto(34).

1.3. La responsabilità per carente informazione sul rischio sul modello della Differenz Schadenersatz *tedesca*

Pur non essendo la sede per affrontare un tema sì sfaccettato e complesso come quello delle conseguenze civilistiche derivanti dalla violazione degli obblighi informativi(35), non pare ci si

(34) Questa impostazione è stata seguita da una recente decisione della Corte Federale tedesca, v., BGH, Urt. 19 dicembre 2017 – XI ZR 152/17, in *ZIP*, 2018, pag. 705, con nota di P. BUCK-HEEB, *Finanzierungsberatung: Aufklärungspflichten und Haftung*; in *BKR*, 2018, pag. 99, con nota di R. HARNOS, *Der Darlehnsvertrag mit wechselkursbasiertem Zinssatz zwischen Finanzierungsberatung und Störung der Geschäftsgrundlage*. Il caso era relativo alla stipulazione, da parte di un ente pubblico, di un mutuo strutturato in modo tale da prevedere un primo periodo in cui il tasso è indicizzato al cambio euro/franco svizzero. Il contratto riporta, in dettaglio, la sintesi delle informazioni principali rese dalla banca relativamente al rischio di cambio fra le due valute. Fra di esse, in particolare, la banca sottopone al cliente un diagramma sull'andamento del cambio nel decennio precedente alla stipulazione del contratto, sottolineando come questo sia rimasto sostanzialmente stabile nel periodo indicato. A fianco ad esso, viene inoltre indicato un ulteriore diagramma relativo alla politica monetaria adottata dalla Banca Nazionale Svizzera nel medesimo arco temporale. Nel corso di esecuzione del mutuo il tasso di cambio volge a sfavore dell'ente pubblico e le parti decidono di rinegoziare i termini dell'accordo. Durante i negoziati, la banca mostra al cliente delle previsioni di andamento del tasso, sulla base delle quali le parti decidono di estendere il periodo in cui il mutuo prevede l'applicazione di un tasso di interesse variabile al cambio euro/franco svizzero. La Corte, nel sindacare i profili di responsabilità della banca per violazione dei doveri di informazione, sottolinea come le previsioni sull'andamento del tasso di cambio garantiscano affidabilità solo sul breve-medio periodo e che, pertanto, l'intermediario debba chiarire al cliente che esso è esposto ad un rischio di cambio difficilmente prevedibile nel restante periodo di esecuzione del rapporto.

(35) La mancanza di un quadro normativo uniforme in ordine alle conseguenze derivanti dalla violazione dei *pre-contractual information duties* è stato sottolineato dalla stessa Commissione Europea che, all'interno del *Green Paper* del 2006 sulla revisione dell'*Aquis* consumeristico, precisa che "*the failure to comply with the information obligations was regulated in an incomplete and inconsistent way*", v., Commissione Europea, *Green Paper on the Review of the Consumer Acquis*, COM (2006) 744 final, Annex I, 4.7. La dottrina tedesca si è a lungo soffermata sul problema. Fra i contributi recenti più rilevanti, si veda, T. WILHELMSSON, *Private Law Remedies*

possa esimere dal tratteggiarne, in conclusione, i possibili risvolti nel contesto del rischio finanziario. Abbiamo difatti convenuto che, in presenza di rapporti dipendenti dall'andamento di un mercato, grava sull'intermediario un dovere di informazione non limitabile alle sole caratteristiche particolari del tipo contrattuale adottato, ma si estende altresì alla natura e alla qualità del rischio assunto. Tra le possibili tecniche di adempimento dell'obbligo di trasparenza abbiamo, inoltre, raccomandato quella relativa alla *disclosure* degli scenari di probabilità.

Ebbene pare che, in definitiva, l'alveo dei rimedi per la violazione del dovere di informazione si polarizzi nuovamente attorno al noto binomio "validità del contratto" e "responsabilità risarcitoria"(36). *Nulla quaestio* sul fatto che l'elemento del rischio finanziario, alla luce della ricostruzione condotta sull'interazione per struttura e funzione fra la clausola e l'operazione negoziale complessiva, appartenga ai cd. *essentialia negotii* e che, pertanto, l'accordo delle parti debba necessariamente confluire su di esso. La determinazione del rischio, per il tramite del rinvio operato dalla *relatio*, costituisce difatti un profilo intrinseco al contatto, la cui assenza – lo abbiamo visto – è causa di invalidità dello stesso.

Non altrettanto lineare pare, al contrario, il ragionamento in ordine al momento "informativo", ossia all'integrazione *ex lege* del contratto attraverso gli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario(37). Il venir meno al rispetto di siffatti obblighi non impedisce

---

against the Breach of Information Requirements of EC Law, in *Informationspflichten und Vertragsschluß im Aquis Communautaire*, R. Schulze – M. Ebers – H. C. Grigoliet (a cura di), Tübingen, 2003, pag. 245 ss.; J. ANGERMANN, *Die Verletzung vertragsschlussbezogener Informationspflichten des Europäischen Privatrechts. Unionsrechtliche Vorgaben und Sanktionierung fehlerhafter Informationserteilung nach nationalem Recht*, Baden Baden, 2010.

(36) In ambito europeo, la violazione degli obblighi informativi dà diritto ad ulteriori possibili rimedi. In primo luogo, può determinare l'estensione del periodo per l'esercizio del recesso nei contratti con i consumatori. Il rimedio è riconosciuto in via esplicita da parte della direttiva sui diritti dei consumatori (Dir. 2011/83/UE, art. 10), ma il suo riconoscimento è limitato esclusivamente alla mancata informazione sul diritto di recesso. Ancora, altre disposizioni sanzionano la mancata informazione sul contenuto di una clausola con l'esclusione della stessa dal regolamento contrattuale. Infine, un'ulteriore facoltà riconosciuta al consumatore è quella derivante dal diritto di *rescind* o *avoid*. Per un'approfondita panoramica sui rimedi in ambito europeo a fronte della violazione di obblighi informativi, v., D. KÄSTLE-LAMPARTER, sub. Art. 2:406 *Remedies for Breach of Pre-contractual Information Duties*, in *Commentaries on European Contract Law*, cit., pag. 492 ss.

(37) Sul punto, è nota la posizione di Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724-26725, in *Il Foro It.*, 2008, I, c. 783; in *Contratti*, 2008, pag. 221., secondo cui gli obblighi di comportamento sono "*tutti in quale modo finalizzati al rispetto della clausola generale consistente nel dovere per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente*"; ragione per cui "*si deve certamente convenire* [...] *sul fatto che le norme dettate dalla citata L. n.1 del 1991, art. 6 (al pari di quelle che le hanno poi sostituite) hanno carattere imperativo: nel senso che esse, essendo dettate non solo nell'interesse del singolo contraente di volta in*

difatti la formazione del negozio, né produce tantomeno un malfunzionamento in sede di sua esecuzione: il contratto è, di per sé, valido, ma non corrisponde a quanto la controparte si era rappresentata di concludere in fase pre-negoziale. Invero, il difetto di rappresentazione per violazione degli obblighi di condotta può essere ingenerato da una totale omissione dell'informazione sul rischio, ovvero da una carenza della stessa; la distinzione è sottile, ma non pare trascurabile in punto di costruzione dei rimedi.

Il primo caso è "di scuola" e attiene alle ipotesi in cui la parte predisponente ometta del tutto di informare la controparte sul profilo di rischio assunto con quella determinata convenzione. Il secondo assume, al contrario, incidenza ben più frequente nella prassi, poiché di regola l'informazione resa dall'intermediario copre anche il profilo del rischio finanziario, ma sul solo piano astratto, lasciandone impregiudicata la qualità ed il grado di quello effettivamente assunto. È intuitivo dedurre, di conseguenza, che la distinzione fra le due fattispecie corra, a monte, sul procedimento di formazione dell'accordo e sul suo legame con la responsabilità precontrattuale (*culpa in contrahendo*). La carenza di informazione induce difatti la parte predisposta a concludere un contratto a condizioni diverse rispetto a quelle che avrebbe accettato se fosse stata resa edotta del grado – ancorché non determinabile *ex ante* – del rischio assunto. Detto più semplicemente, entrambi i contraenti vogliono quel negozio e sono consapevoli che esso comporti l'assunzione, in una qualche misura, di un rischio finanziario, ma entrambi si rappresentano una realtà differente circa la qualità e l'entità del rischio assunto. All'opposto, la totale assenza di informazione conduce una parte a concludere un negozio radicalmente diverso da quello realmente voluto, poiché del tutto privo di una sua caratteristica essenziale, riconducibile per l'appunto all'assunzione di un rischio finanziario: ciò vale a dire che l'accordo su tali caratteristiche essenziali del contratto non si è potuto formare.

La fattispecie della violazione per carenza d'informazione sul rischio richiede, infine, una precisazione in ordine alla quantificazione del danno. Il modello di riferimento per la parametrazione della responsabilità dell'intermediario pare potersi invero ricostruire, coerentemente con la logica seguita fin d'ora, nel cd. *Differenz Schadenersatz* o "danno

---

volta implicato ma anche nell'interesse generale all'integrità dei mercati finanziari (come è ora reso esplicito dalla formulazione del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 2, lett. a, ma poteva ben ricavarsi in via d'interpretazione sistematica già nel vigore della legislazione precedente), si impongono inderogabilmente alla volontà delle parti contraenti".

differenziale" di matrice tedesca[38]. Come tale, intendiamo riferirci alla differenza sussistente fra le condizioni cui la parte predisponente ha nei fatti concluso l'accordo e quelle che avrebbe invece accettato, qualora correttamente informata sui profili di rischio effettivi. Su quest'ultima grava, dunque, l'onere di provare gli elementi di siffatto danno, ossia il peggioramento della sua situazione patrimoniale, il profilo di rischio occultato, ovvero non chiarito dall'intermediario ed, infine, l'impatto che l'informazione parziale sul rischio ha prodotto sulla formazione del suo consenso a contrarre a quelle determinate condizioni.

2. Il rischio adeguato

Un secondo limite che l'autonomia privata incontra nella negoziazione del rischio finanziario è quello previsto nelle norme che regolano la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione da parte dell'intermediario. Si fa riferimento, in particolare, a quella forma di tutela consistente nell'imposizione di una relazione di congruità (cd. *suitability*) fra il bene o servizio proposto dall'intermediario e il profilo specifico del cliente cui esso è indirizzato[39]. La regola fa leva su di una riconfigurazione del rapporto fra cliente ed intermediario, dall'ottica di "antagonismo" ad una di "cooperazione" fra le parti, ossia di realizzazione del miglior risultato utile: ciò vale a dire che il professionista non può limitarsi a vendere un prodotto alla controparte, ma deve altresì suggerirgli quello che, alla luce delle esigenze e degli obiettivi specifici del cliente, risulti a lui più adatto.

---

[38] La figura ha trovato particolare diffusione nella giurisprudenza tedesca in tema di obblighi di consulenza nella stipulazione di contratti di finanziamento con componenti speculative. Sul punto è definita anche in, BGH, Urt. 20 marzo 2007 – XI ZR 414/04, in *ZIP*, 2007, pag. 954, Rz. 42 "*Ersatz der durch die gewählte Finanzierung entstandenen Mehrkosten*"; BGH, Urt. 24 aprile 2007 – XI ZR 340/05, in *ZIP*, 2007, pag. 1255, Rz. 36 „*Ersatz der Mehrkosten gegenüber einer Finanzierung… durch ein herkömmliches Annuitätendarlehen*". Di recente, la Corte Federale Tedesca ha ravvisato il contenuto del danno differenziale nella "*Differenz zwischen den von ihr* [Kunde] *aufgewendeten und denjenigen Kreditkosten, die ihr bei Abschluss desjenigen Darlehnsvertrag entstanden wären, der zwischen den Parteien im Falle einer ordnungsgemäßen Finanzierungsberatung zustande gekommen wäre*", BGH, Urt. 19 dicembre 2017, cit.

[39] Negli scritti più risalenti della dottrina americana, la regola della *suitability* viene definita "*i) when a broker-dealer makes a recommendation to a customer, he must recommend only those securities which he reasonably believes are suitable for the customer – or to put it another way, he may not recommend any securities which he knows or should know would be unsuitable for that customer*; *ii) even when the broker-dealer makes no recommendation he still has a responsibility to determine, on the basis of information which he has or should have, that the risk aspects of the contemplated investment are within the risk threshold of the customer who is purchasing the security*", v., R. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journ.*, 1965, pag. 449.

Questa valutazione è condotta sulla base di un articolato flusso di scambi informativi che procedono da e verso l'intermediario. La prima direttrice si fonda sull'obbligo, per l'intermediario di informarsi sulle caratteristiche del cliente (*know your customer rule*), ossia di acquisire "notizie circa la sua esperienza [...] la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio"(40). L'importanza assunta da quest'obbligo è ulteriormente certificata nel corrispondente dovere di astensione dal compimento dell'operazione che grava sull'intermediario, qualora non abbia ottenuto le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza (art. 54, par. 8, Reg. Delegato MIFID II). La seconda direttrice coinvolge invece l'informazione sulle caratteristiche del prodotto scambiato quali, per l'appunto, la struttura generale del contratto, il rischio finanziario assunto e le ulteriori implicazioni economiche e costi derivanti da esso (*know your product rule*).

Ebbene, la configurazione di un dovere di assistenza in capo all'intermediario presuppone dunque un ruolo, a sua volta, "attivo" da parte del destinatario, nel flusso informativo che corre fra le parti e nell'attività di profilazione. Letto in questi termini, il concetto alla base della regola guarda ad un ridisegno della dinamica negoziale *inter partes*, non più improntata alla mera conduzione di negoziati unilateralmente orientati al perseguimento di un interesse proprio – col limite, pare superfluo richiamarlo, dell'obbligo di buona fede e correttezza -, bensì ad un'ottica collaborativa, funzionalizzata alla predisposizione di un rapporto *sostenibile*(41)*, adatto*(42), *consapevole*(43), *fattibile*(44), ovvero, per riprendere la terminologia del legislatore europeo, *adeguato*.

---

(40) Art. 28, c. 1, lett. a), Reg. CONSOB 11522/1998. Come sottolineato da F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, pag. 340-341, "*la* know your customer rule *configur*[*a*] *una regola strumentale al rispetto di altre, e più rilevanti, regole di comportamento, quali il divieto del* churning *e la* suitability rule*; si tratta, cioè, di una norma che appare più funzionale all'adempimento di tali, ulteriori regole che non al perseguimento di finalità proprie*".

(41) E. PELLECCHIA, *La direttiva 2014/17/Ue sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali,* in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, I, pag. 212.

(42) S. BELLETTATO, *Obblighi informativi del finanziatore e misure di tutela del consumatore: la disciplina attuativa della Direttiva n. 2014/17/UE*, in *Studium Iuris*, 2017, 3, pag. 301.

(43) A. LUPOI, *La direttiva 17/2014. Il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza al credito*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2016, II, pag. 235.

(44) S. PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*), in *Contratto e impresa. Europa*, 2014, pag. 532.

2.1. Truth is good (...) but not enough. Il paradigma di tutela oltre la trasparenza

La tutela offerta dalla regola di adeguatezza sul piano contrattuale muove da una considerazione fattuale di fondo. L'intermediario agisce, in rapporto alla potenziale clientela, in posizione di "*trust and confidence*"[45]. Ciò sta a significare che il cliente, quantomeno quello sprovvisto di competenza in materia finanziaria, ripone la sua fiducia nella professionalità vantata dall'intermediario, quale unica garanzia del compimento di transazioni finanziarie che risultino adatte alle sue esigenze specifiche. L'esperienza statunitense dei primi anni venti ha però dimostrato che, in un contesto di piena autonomia degli intermediari nella decisione circa l'oggetto dell'investimento, le scelte di questi si indirizzano perlopiù nell'acquisto di titoli maggiormente redditizi per il *broker*, ossia quelli con commissioni e grado di rischio più elevati[46]. Nel perseguire l'obiettivo di consolidamento della fiducia degli investitori nel mercato l'ordinamento non può, dunque, limitarsi a garantire la sola imposizione di requisiti di professionalità in capo ai soggetti che svolgano un servizio di intermediazione finanziaria, ma deve altresì colmare questo *gap* fra interessi potenzialmente in conflitto fra loro (cd. *agency problems*)[47].

Pertanto, tale obiettivo si realizza, anzitutto, attraverso un potenziamento qualitativo dell'informazione veicolata al cliente in ordine alla tipologia di contratto che questi si appresta a sottoscrivere. La disciplina della trasparenza – lo abbiamo visto – muove dalla considerazione per cui il rischio finanziario assunto attraverso quel determinato regolamento contrattuale deve essere rischio *razionale* e *consapevole*; ragion per cui, risulta necessario imporre alla parte con maggiori informazioni un obbligo di condivisione delle stesse con l'altra. I fallimenti di mercato e la disillusione nei confronti del modello teorico dell'investitore "razionale" hanno però condotto al maturare di una consapevolezza circa l'insufficienza del

---

[45] L'espressione è utilizzata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC) nel caso *Arlees W. Huges*, 18 febbraio 1948 (disponibile all'indirizzo: https://www.sec.gov/litigation/opinions/ia-4048.pdf).

[46] Si veda, per la descrizione del contesto, H. H. COHEN, *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers Professional Responsabilities*, in *Journ. Corp. Law.*, 1978, pag. 533 ss.

[47] Di questo problema nel contesto della contrattazione asimmetrica dà conto A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ed, Milano, 2018, pag. 8, secondo cui sono da identificarsi come *agency relationships* quelle ipotesi che trovano il loro archetipo nel contratto di mandato, nel quale "*il mandatario (agent) è chiamato a realizzare con il suo comportamento l'interesse del mandante (principal) mediante il compimento di uno o più atti giuridici rispetto ai quali dispone di maggiori informazioni*" ed è dunque in condizione di "*influire sulla realizzazione degli interessi del contraente*".

paradigma di tutela improntato all'ottica meramente "informativa"[48]. Il che trova - non casualmente – riscontro proprio in un ambito come quello in esame, di più difficile intellegibilità del regolamento contrattuale per il cliente a fronte di complesse intelaiature nella gestione e distribuzione del rischio finanziario[49].

Il paradigma dell'adeguatezza mira dunque ad offrire una garanzia al cliente per cui il professionista suggerirà esclusivamente operazioni che risultino in linea con il profilo finanziario del cliente. Ciò non equivale, tuttavia, ad assicurare un'esclusione *in toto* del rischio finanziario ad esse sotteso, né tantomeno a gravare l'intermediario di un'obbligazione di risultato circa la redditività dell'investimento suggerito, bensì a garantire che dall'offerta al cliente siano esclusi i prodotti non allineati con le sue esigenze di impiego del risparmio e con il suo grado di tolleranza al rischio. Così intese, dunque, adeguatezza e trasparenza non costituiscono due paradigmi antitetici fra loro, bensì regole contrattuali che si intersecano e che mirano, entrambe, al perseguimento di una medesima finalità: l'assunzione consapevole di un rischio finanziario adeguato[50].

---

[48] Ancora, R. NATOLI, *Il contratto «adeguato». La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, pag. 184. In particolare, secondo l'autore, nei contratti che afferiscono al sistema finanziario in genere "*il problema non consiste tanto nell'assicurare alla parte la conoscenza del regolamento contrattuale* [...] *Il problema è affrontato e in certa misura risolto* [...] *nel far sì che la parte incapace di assumere decisioni consapevoli in ragione di un'analfabetizzazione finanziaria non eliminabile neppure attraverso flussi informativi semplificati e comprensibili, stipuli contratti adeguati alle sue esigenze*". In ambito di intermediazione creditizia si veda anche, T. RUMI, *Profili privatistici della nuova disciplina sul credito relativo agli immobili residenziali*, in *Contratti*, 2015, pag. 70 ss.; A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza" nell'erogazione del credito?*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti*, AA.VV., Torino, 2010, pag. 29 ss. In ambito europeo, Y. M. ATAMER, *Duty of Responsible Lending: Should the European Union Take Action?*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, S. Grundmann – Y. M. Atamer (a cura di), The Netherlands, 2011, pag. 179 ss. J. KÖNDGEN, *Policy Responses to Credit Crises,* in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, cit., pag. 47 ss. L'autore sottolinea, in particolar modo la limitatezza dell'approccio improntato alla mera trasparenza, per cui "*truth in lending is good, but truth is not enough*"; nello stesso senso, anche C. L. PETERSON, *Truth, Understanding, and High Cost Consumer Credit: the Historical Context of the Truth in Lending Act*, in *Florida Law Review*, 2003, pag. 886 ss.

[49] In questo senso, v., S. PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*), in *Contratto e Impresa/Europa*, 2014, pag. 524.

[50] Questo assunto è noto già da tempo in dottrina, poiché si muove dalla consapevolezza per cui "*disclosure requirements and practices alone have not been wholly effective in protecting the investor including protecting him from his own greed*", v., R. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, cit., pag. 449-450. Sul punto v., anche, D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, pag.

2.2. Le fonti della regola

Nata originariamente nel contesto dei contratti di investimento, l'adeguatezza si è poi imposta come modello regolatorio trasversale ai diversi settori del mercato dei servizi finanziari(51). A livello di diritto positivo troviamo difatti la conferma di questa regola, anzitutto, nel contesto della MIFID II, la quale non si discosta nella sostanza dalle previgenti disposizioni in materia, prevedendo che l'impresa di investimento, quando effettua un'attività di consulenza, ottiene ogni informazione necessaria "per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite"(52). La norma guarda, dunque, alla dimensione del rischio finanziario come fulcro della valutazione sulla corrispondenza dell'operazione al profilo del cliente. Il Reg. delegato MIFID II offre, in quest'ottica, qualche chiarimento ulteriore sull'articolazione concreta della regola, illustrandone tre criteri orientativi: *i)* gli "obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio" di possibili perdite; *ii)* la sua situazione finanziaria complessiva, ossia la sua capacità di sopportare economicamente le perdite derivanti dall'operazione; *iii)* la sussistenza in capo al cliente delle "necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio" (art. 54, par. 2, Reg. Delegato MIFID II).

Spostando l'attenzione sul settore creditizio, il legislatore europeo ha confermato in via esplicita l'obbligo di valutare l'adeguatezza del contratto di credito oggetto di una raccomandazione personalizzata al cliente (art. 22, par. 3, lett. a), Dir. 2014/17/UE MCD, nonché art. 120-*terdecies*, comma 3, lett. a), TUB). Un'analoga *ratio*, in direzione di un'assunzione responsabile del rischio, è inoltre quella che sorregge la verifica preliminare sul

---

60, secondo cui "*La tutela offerta dalle* suitability rules *si aggiunge a quella prevista dalle regole che impegnano i* broker *a informare il cliente sulle caratteristiche della transazione finanziaria*".

(51) In questo senso già R. NATOLI, *Il contratto "*adeguato, cit., pag. 59-60.

(52) La norma è stata recepita in Italia attraverso l'art. 21 TUF, che indica i criteri generali per lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e, in dettaglio, dal Reg. CONSOB 20307/2018, artt. 40-41, secondo cui "*Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o potenziale cliente […] nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite; c) agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio.*"

cd. *merito creditizio*[53]. Tanto la direttiva sul credito ai consumatori, quanto quella sul credito immobiliare prevedono difatti che prima della conclusione del contratto, la parte finanziatrice svolga una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore, al fine di verificare le sue prospettive di adempimento dell'obbligo assunto (art. 8, Dir. 2008/48/CE e art. 18, Dir. 2014/17/UE MCD, nonché artt. 120-*undecies* e art. 124-*bis* TUB).

Infine, la regola pare confermata anche nella recente disciplina sulla distribuzione di prodotti assicurativi, nonostante l'utilizzo, in questa sede, di una terminologia parzialmente differente da quelle dei già citati interventi normativi. In particolare, si dispone che "se viene offerta una consulenza prima della stipula di qualsiasi contratto specifico [di assicurazione], il distributore di prodotti assicurativi fornisce al cliente una raccomandazione personalizzata contenente i motivi per cui un particolare prodotto sarebbe più indicato a soddisfare le richieste e le esigenze del cliente" (art. 20, par. 1, Dir. 2016/97/UE IDD). L'uso di siffatta terminologia non rispecchia, tuttavia, una scelta esplicita a favore di una deviazione dal regime della regola prevista per gli altri settori. Tanto il codice delle assicurazioni private, quanto il regolamento IVASS di attuazione prevedono, difatti, che il distributore sia tenuto a proporre contratti "coerenti con le richieste ed esigenze di copertura assicurativa e previdenziale del contraente o dell'assicurato" e che, in caso di vendita con consulenza, viene fornita una raccomandazione personalizzata con la quale si esplicitano "i motivi per cui il contratto offerto è ritenuto più indicato a soddisfare le richieste ed esigenze del contraente medesimo" (art. 58-59, Reg. IVASS 2 agosto 2018, n. 40).

2.2.1. Il caso *Bankinter* (C-604/11) e l'adeguatezza del rischio finanziario: la trasversalità della regola

[53] La regola che impone agli intermediari la verifica del merito creditizio del consumatore che richieda l'accensione di un finanziamento, sia esso per esigenze di consumo, che per l'acquisto, ovvero la ristrutturazione di un bene immobile residenziale, è stata interessata da vicende analoghe a quella della regola di adeguatezza. Le questioni interpretative sulla norma hanno difatti riguardato non tanto la portata dei relativi obblighi (ad oggi, enucleati in dettaglio dalle *Guidelines on creditworthiness assessment* EBA del 19 agosto 2015), quanto piuttosto le conseguenze relative alla sua violazione, ossia alla erogazione da parte dell'intermediario di un credito "immeritevole". Nel silenzio del legislatore europeo vi è chi, da un lato, ritiene che la disposizione rivesta unicamente carattere prudenziale, esponendo, cioè, l'intermediario che l'abbia violata a sanzioni da parte dell'autorità di vigilanza, v., G. ROSSI, *Il nuovo D. Lgs. 21 aprile 2016, n. 72: c'è davvero area di cambiamenti in materia di mutui bancari?*, in *Contr. e impr.*, 2016, pag. 1493 ss. In senso, del riconoscimento di una tutela di tipo risarcitorio in capo al consumatore si è espresso, invece, F. SALERNO, *La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici*, in *Nuov. Giur. civ. comm.*, 2018, I, pag. 1423 ss.

Una volta definiti i contorni della regola e il dato positivo di riferimento nei diversi segmenti del mercato dei capitali, pare dunque opportuno porsi un'ulteriore domanda: quando sorge in capo all'intermediario l'obbligo di valutare l'adeguatezza di un prodotto? Detto altrimenti, in quali casi l'ordinamento pone dei limiti all'assunzione di un rischio finanziario, affinché questo sia adeguato al profilo individuale del cliente? Le norme di fonte primaria e regolamentare individuano il presupposto di applicazione della regola nella prestazione di un servizio di consulenza da parte dell'intermediario. In più occasioni è fatto, inoltre, espresso riferimento alla "raccomandazione personalizzata", effettuata dietro richiesta del cliente o per iniziativa del prestatore del servizio, al fine di identificare lo svolgimento di siffatta attività di "consulenza" da parte dell'intermediario(54).

Orbene, la portata dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza è stata oggetto di un noto *ârret* della Corte di Giustizia Europea rilevante, ai nostri fini, per il modo in cui segna l'applicazione della regola in modo trasversale alle operazioni sui diversi segmenti del mercato dei capitali(55). Il caso portato all'attenzione dei giudici coinvolgeva la stipulazione di contratti di *interest rate swap* associati a rapporti di finanziamento, al fine di proteggere i mutuatari dai rischi insiti nella variazione del tasso di interesse. Nonostante che la loro sottoscrizione fosse avvenuta su iniziativa della banca, l'intermediario non aveva svolto alcuna previa valutazione di adeguatezza, sulla scorta della clausola di esclusione prevista dall'art. 19, par. 9 dir. MIFID I(56). In particolare, veniva sostenuto che la negoziazione dello strumento finanziario derivato

(54) Così viene definita nelle normative relative ai settori dell'intermediazione mobiliare, creditizio ed assicurativo, v., art. 1, comma 5, lett. f, TUF, art. 120-*quinquies,* comma 1, lett. c, TUB e art. 1, comma 1, lett. m-*ter* del Cod. ass. priv. (aggiunta con il D.Lgs. 21 maggio 2018, n. 68). Un riferimento analogo è contenuto altresì nei considerando iniziali della disciplina sull'intermediazione finanziaria, la quale muove dalla "crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate" degli intermediari (considerando 70 MIFID II). Le Autorità di Vigilanza si sono mostrate propense all'adozione di una nozione particolarmente ampia di "raccomandazione personalizzata", finendo per includervi non sola la consulenza continuativa sulla gestione di un portafoglio, ma anche quella cd. "spot", v., ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 6 novembre 2018 (disponibile all'indirizzo: http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594badd-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2).

(55) CGUE, 30 maggio 2013, *Genil 48 SL, Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL c. Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*,C-604/11. Per un commento della pronuncia, v., S. GRUNDMANN, *The* Bankinter *case on MiFID Regulation and Contract Law*¸ in *Eur. Rev. of Contr. Law*, 2013, pag. 267 ss.

(56) La disposizione, nella versione attualmente vigente, stabilisce che "*ove un servizio di investimento sia proposto come parte di un prodotto finanziario che è già soggetto ad altre disposizioni di diritto dell'Unione in materia di enti creditizi e credito al consumo specificamente riguardanti i requisiti in materia di informazione, detto servizio non è ulteriormente soggetto agli obblighi stabiliti dai paragrafi 3, 4 e 5*", art. 24, par. 6, dir. MIFID II.

costituisse "parte" del prodotto finanziario venduto dalla banca -i.e. il mutuo – e, in quanto tale, sottostesse esclusivamente alla disciplina normativa prevista per quest'ultimo.

Alla Corte è rivolto, dunque, il quesito circa la portata di siffatta esclusione.

Ebbene, i giudici del Lussemburgo muovono da una lettura restrittiva della deroga all'obbligo di valutazione dell'adeguatezza, sulla base di due percorsi argomentativi. In primo luogo, sono individuati alcuni criteri sulla cui base l'interprete deve escludere il nesso di appartenenza fra la prestazione del servizio sullo strumento finanziario ed il prodotto finanziario: *i)* la non coincidenza della loro durata, *ii*) l'applicabilità del servizio a differenti prodotti finanziari proposti al medesimo cliente e *iii)* l'offerta del prodotto e del servizio finanziario attraverso due contratti distinti e giuridicamente autonomi. In secondo luogo, perché operi l'eccezione di cui alla norma già citata non occorre che il prodotto, di cui il servizio finanziario è parte, sia sottoposto alla medesima valutazione di congruità imposta dalla disciplina sull'adeguatezza. Come sottolinea la Corte, il prodotto finanziario e lo strumento per il quale è reso il servizio possono avere natura sensibilmente diversa fra loro e, pertanto, il legislatore europeo non impone una corrispondenza altrettanto rigorosa nella valutazione di congruità.

Da questa affermazione si traggono due conseguenze centrali per il discorso che andiamo a svolgere. Per un verso, l'obbligo per l'intermediario di procedere alla valutazione di adeguatezza non vale esclusivamente nel contesto degli investimenti finanziari, bensì in quello relativo ad ogni altra tipologia di prodotto finanziario – i.e. anche quelli del segmento creditizio e assicurativo – per il quale sia reso un servizio di consulenza. Per l'altro, come logica conseguenza di quanto detto, il modello di valutazione previsto dall'art. 19 MIFID I costituisce difatti solo uno dei modelli di valutazione della congruità fra il rischio finanziario assunto attraverso quell'operazione ed il profilo individuale del cliente. A tal proposito, quale elemento occorre dunque guardare per stabilire la sussistenza di un obbligo di valutazione di adeguatezza? La risposta si ricava nelle pieghe della decisione e costituisce l'esito del nostro discorso. La Corte è difatti netta, sul punto, nel riconoscere la *ratio* della disciplina nella prospettiva di tutela dell'investitore: come tale, l'unico fattore che accomuna fra loro i diversi prodotti sul mercato finanziario e a cui guarda, in definitiva, la logica della regola di adeguatezza è proprio l'assunzione di un *rischio finanziario*.

2.3. L'adeguatezza come norma sul contratto

Configurata così l'adeguatezza come regola di condotta gravante sugli intermediari nella prestazione di un servizio di consulenza relativo ad ogni tipologia di prodotto che comporti l'assunzione di un rischio finanziario, a lungo si è discusso, e si discute tutt'ora, se da essa sorgano obblighi unicamente in una prospettiva pubblicistica "di vigilanza", ovvero anche in quella privatistica, o "contrattuale". Ebbene, dando un'occhiata più da vicino al carattere specifico delle disposizioni della nuova architettura costituzionale del sistema finanziario, pare, invero, opportuno evidenziarne una *Doppelnatur*(57).

Una prima definita da taluno come regola di *"European Supervision Law"* (o *Aufsichtrecht*, per dirlo alla tedesca)(58). Risulta difatti chiaro che il *corpus* di regole dettate dalla disciplina in esame guarda primariamente al ruolo delle autorità di vigilanza europee e nazionali, oltre che alla competenza degli Stati, nel configurare un sistema di sanzioni a completamento dei doveri imposti dalla regolazione primaria(59). In questo senso, dunque, la normativa esprime

(57) Il tema è oggetto di un vivo ed attualissimo dibattito cui, per ragioni di spazio, se ne potrà dar conto solo brevemente in questa sede. In particolare, sul duplice volto delle disposizioni nel settore della regolazione finanziaria, S. GRUNDMANN, *Privatrecht und Regulierung*, in *Privatrechtdogmatik im 21. Jahrhundert. Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 80. Geburstag*, H. C. Grigoliet - J. Petersen (a cura di), Berlino 2017, pag. 927-928; F. MÖSLEIN, *Third Parties in the European Banking Union: Regulatory and Supervisory Effects on Private Law Relationship Between Banks and their Clients or Creditors*, in *EBOR*, 2015, pag. 560 ss.; O. O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, in *European Law Journal*, 2015, 4, pag. 500 ss.; B. HAAR, *From Public Law to Private Law: Market Supervision and Contract Law Standards*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, cit., pag. 259. Vi è tuttavia chi ritiene che il diritto europeo sia indifferente alla distinzione fra dimensione privatistica e pubblicistica. In questo senso, D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *ERCL*, 2017, pag. 70. L'autore, in particolare, fonda le sue argomentazione sull'analisi della pronuncia della Corte di Giustizia sul caso *Nationale Nederlanden* (CGUE, C-166/11, 1 marzo 2012, Ángel Lorenzo González Alonso contro Nationale Nederlanden Vida Cía de Seguros y Reaseguros SAE), dalla quale si ricaverebbe la sostanziale indifferenza nei riguardi delle modalità di intervento del diritto nazionale euro-derivato: ciò vale a dire che, pur nel rispetto del principio di effettività, queste potranno afferire sia all'area del *private*, che del *public law*. Parla esplicitamente di *hybrid duties* J. KÖNDGEN, *Policy responses to credit crisis: does the law of contract provide an answer?*", in *Financial services, financial crisis and general European contract law*, cit., pag. 35-59. Nelle parole dell'autore, "*Regulatory standard-setting both by way of mandatory contract provisions and of codes of conduct has been developing into a novel, hybrid body of the law that may be characterized as regulatory contract law*", cit., pag. 40.

(58) O. O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, cit., pag. 506; nonché ID., *Public Supervision over Private Relationship: Towards European Supervision Private Law?*, in *European Private Law*, 2014, pag. 37.

(59) Evidenza di ciò può ricavarsi negli Artt. 48-50 MiFID I, e Artt. 67-69 MiFID II, sulla designazione ed il conferimento di poteri alle autorità competenti, da parte dei singoli Stati, per lo svolgimento delle funzioni loro assegnate dalla regolazione euro-unitaria. In esito all'adozione del Regolamento EMIR (Reg. UE/648/2012) viene

un legame che corre tra la singola impresa di investimento e l'autorità preposta alla supervisione del suo operare sul mercato. Pertanto, il cliente risulta destinatario di una tutela, per così dire, "indiretta", che opera cioè in via mediata, affidandosi esclusivamente alla capacità dissuasiva delle sanzioni amministrative comminate in caso di violazioni dei doveri gravanti sugli intermediari(60). Per un altro verso, queste norme risultano altresì espressive di una diversa dimensione, delineatasi più nell'interpretazione delle corti nazionali e della dottrina che nella legislazione e nella giurisprudenza europea, definibile come "*European Contract Law"* o "*Regulatory Private Law"*(61). L'idea alla base di questa seconda lettura è che ciò che contraddistingue l'essenza del mercato siano le transazioni condotte al suo interno e che, in fin dei conti, esse vengano a realizzarsi proprio attraverso lo strumento contrattuale(62). In questo senso, dunque, l'investitore non verrebbe a porsi come soggetto terzo, destinatario di un'attività che si esaurisce entro una dimensione puramente "pubblicistica", ma come parte di una disciplina che conferisce altresì rilievo giuridico al suo rapporto con l'impresa di investimento. Come tale, esso diviene titolare di una pretesa giuridica nei confronti della controparte contrattuale al rispetto degli obblighi che la normativa fa gravare su di essa. La violazione di detto obbligo non può dunque esaurirsi all'interno del solo rapporto con

---

a configurarsi una struttura piramidale nella regolazione del mercato, esemplificabile nel modo seguente: a) European Systemic Risk Board (ESRB) per la regolazione *macro*-prudenziale; b) European System of Financial Supervisors per la regolazione *micro*-prudenziale, divisa nei settori di competenza della European Banking Authority (EBA), della European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) e della European Securities and Markets Authority (ESMA); c) Autorità nazionali di supervisione. Sull'architettura di regolazione in questo settore si veda, più diffusamente, A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, London, 2018, pag. 53.

(60) Alcuni ordinamenti europei hanno adottato un approccio fondato su di una rigorosa separazione fra questi due aspetti, escludendo che la configurazione di obblighi di condotta in capo agli intermediari possa dar luogo a conseguenze sul piano civilistico. E' noto, ad esempio, un caso di *misselling* di un *interest rate* swap, in esito al quale i giudici scozzesi hanno ritenuto che non si ravvisava alcun presupposto che giustificasse "*the indipendent imposition of a duty of care at common law to advise as to the nature of the risks inherent in the regulated transaction*" (Grants Estates Ltd v. Royal Bank of Scotland, Court of Session 21 August 2012 [2012] CSOH 133), citato da M. W. WALLINGA, *EU investor protection regulation and private law. A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses*, Groningen, 2018, pag. 63.

(61) Il riferimento va a H. W. MICKLITZ, *The visible hand of European regulatory private law. The transformation of European private law from autonomy to functionalism in competition and regulation*, in *Yearbook of European Private Law*, 2009, pag. 3-59.

(62) In questo senso si esprime J. KÖNDGEN, *Policies Responses to Credit Crises: Does the Law of Contract Provide an Answer*, cit., pag. 39.

l'autorità di vigilanza, poiché risulta altresì lesiva di una posizione soggettiva dell'investitore, che vede affidato il proprio *enforcement* ai rimedi propri del diritto dei contratti(63).

Tuttavia, nell'attenta ricostruzione condotta da qualche autore viene sottolineato – a ragione – che il rapporto tra la dimensione "pubblicistica" e "privatistica" della regolazione dei mercati finanziari debba venir ricostruito in chiave di *complementarietà*(64). Ciò vale a dire che, pur preso atto delle specificità e delle finalità che muovono ciascuna di queste dimensioni singolarmente considerate, l'effettività dei diritti riconosciuti dalla normativa euro-derivata non può che attuarsi nel dialogo fra la regolazione delle *authorities* e l'intervento *ex post* delle corti nazionali ed europee(65). Quanto detto assume un peso decisivo nell'ottica di identificazione dei limiti all'assunzione di un rischio non adeguato al singolo cliente.

---

(63) Secondo una nota dottrina, al fine di determinazione se una disposizione del diritto europeo conferisca diritti ai singoli, è necessario tenere in considerazione se "*the respective legal duty was imposed, if not exlusively, at least also for the sake of the individual who claim protection*", v., T. EILMANSBERGER, *The relationship between Rights and Remedies in EC Law: In Search of the Missing Link*, in *Common Market Law Review*, 2004, pag. 1242.

(64) L'autore che più da vicino ha studiato i modelli di interazione fra questi due sistemi, li ha ricondotti a quattro diverse tipologie. Anzitutto quello della *Substitution* (I), secondo cui gli obblighi derivanti dal diritto privano non giocano alcun ruolo sostanziale nella determinazione del contenuto dell'obbligazione gravante sull'impresa di investimento, nel momento in cui negozia prodotti con potenziali clienti; in questo senso, le prospettive di regolazione vanno a sovrapporsi e a sostituire le istanze di tutela del diritto privato. Un secondo modello è quello della *Separation* (II) che, all'opposto, configura due modelli che corrono paralleli fra loro, senza intersecarsi e senza, dunque, alcuna influenza fra loro, preservandone il rispettivo campo di autonomia. Gli ultimi due modelli, invece, prospettano una qualche intersezione fra i due sistemi. Il primo di essi, definito di *Complementary* (III), si pone come punto di incontro fra i due estremi della sostituzione e della separazione, e si fonda sulla mutua influenza fra la dimensione di regolazione e quella privatistica degli obblighi di condotta; ciò, ad esempio, attraverso la considerazione, da parte delle corti nazionali, degli standard imposti dalle autorità di regolazione, nella determinazione del contenuto e dell'assolvimento dei doveri di condotta nei singoli casi di specie. L'ultima tipologia di interazione sperimentata in sede di attuazione delle direttive è quella definita di *Integration* (IV). La sua particolarità risiede nel fatto che, se i precedenti modelli implicavano una sostanziale separazione fra questi sistemi, quello dell'integrazione presuppone che i doveri gravanti sull'impresa di investimento sia inseriti direttamente nel contesto della disciplina privatistica generale (come è, ad esempio, il caso della normativa consumeristica in Germania, inserita all'interno del BGB). Questo modello, a quanto consta, non è tuttavia stato adottato da nessuno ordinamento europeo in sede di attuazione, con riferimento alle direttive sui servizi di investimento; la ragione si spiega prevalentemente in ragione del loro carattere fortemente orientato alla dimensione pubblicistica. In questo senso, nuovamente, O. O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, cit., pag. 508 ss.

(65) Questo modello, al pari degli altri, presenta taluni vantaggi e potenziali pericoli. Da un lato, la complementarietà fra questi due sistemi garantisce difatti un bilanciamento fra loro, assicurando spazio tanto alla dimensione della regolazione *ex ante*, quanto alla protezione *ex post*, senza che nessuna delle due impostazioni possa prevaricare sull'altra, ma favorendo anzi un processo di scambio continuo. All'opposto, questo meccanismo può però dar luogo a lesioni del principio della certezza giuridica e a sensibili divergenze fra

2.4. Rischio inadeguato e rimedi civilistici

Nel caso di operazione non adeguata, è sempre fatto obbligo all'intermediario di astenersi dal servizio (art. 54, par. 10, Reg. Delegato MIFID II). Le disposizioni normative sulla regola di adeguatezza introducono una fattispecie evidentemente "incompleta": viene stabilito un obbligo, ma niente è disposto in ordine alle possibili sanzioni e conseguenze a fronte della sottoscrizione di un contratto attraverso cui il cliente assume un rischio finanziario per lui *non adeguato*. La scelta che caratterizza questo contesto si pone in netta discontinuità rispetto al corrispondente percorso seguito dalla normativa consumeristica e da quella *antitrust*, ove il legislatore euro-unitario ha intesto individuare il panorama dei rimedi esperibili e le conseguenze prodotte sul contratto dalla violazione di siffatte regole. In assenza di specifici rimedi ricavabili nel contesto della normativa euro-unitaria, l'attenzione non può che convogliare nuovamente verso le regole del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti, pur sempre sotto l'egida del principio di effettività della tutela(66).

La questione è sottolineata nella parte finale della decisione sul caso *Bankinter* (C-604/11). Il giudice del rinvio interroga difatti la Corte in ordine alle conseguenze derivanti dal mancato rispetto dell'obbligo di valutazione sull'adeguatezza in ragione della previsione di sole conseguenze di carattere amministrativo a carico delle persone responsabili (art. 51, dir. MIFID I). Invero non sorprendentemente, i giudici del Lussemburgo riconoscono che, di fronte al silenzio da parte del legislatore euro-unitario, spetti ai singoli Stati membri il compito di disciplinare le conseguenze contrattuali derivanti dalla violazione di siffatte regole, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività(67). Ed è proprio attraverso queste

---

ordinamenti, in ragione della diversa ponderazione con esigenze di giustizia distributiva. A favore dell'adozione di questo modello, anche, M. W. WALLINGA, *EU investor protection regulation and private law*, cit., pag. 97-98.

(66) Sul punto, oltre alla dottrina già citata, v., V. TRESJACK – E. BEYSEN, *European Consumer Protection Law: Curia Semper Dabit Remedium?*, in *Common Market Law Review*, 2011, pag. 105.

(67) La decisione sul caso *Bankinter* non rappresenta, invero, che una conferma di un indirizzo di lungo corso nella giurisprudenza della Corte di Giustizia. Le prime prese di posizione sul punto si sono avute nelle decisioni più risalenti, v., CGUE, 16 dicembre 1976, *Comet BV c. Produktschap voor Siergewassen*, C-45/76 e CGUE, 16 dicembre 1976, *Rewe-Zentralfinanz eG e Rewe-Zentral AG c. Landwirtschaftskammer für das Saarland*, C-33/76. La giurisprudenza successiva si è poi sostanzialmente uniformata ai principi dettati dal caso *Bankinter*. V., in particolare, CGUE, 3 dicembre 2015, C-312/14, *Banif Plus Bank Zrt v Márton Lantos* , ECLI:EU:C:2015:794, par. 79, in ordine al rischio finanziario assunto attraverso la sottoscrizione di un mutuo denominato in valuta estera. Sul piano del dibattito in dottrina non si è mancato di sottolineare gli aspetti positivi che deriverebbero da un'armonizzazione estesa all'ambito dei rimedi. Vi è chi sostiene che "*the policy choice to leave the private*

coordinate di base che si muove il dibattito che già da lungo tempo contraddistingue il problema delle conseguenze civilistiche della regola di adeguatezza all'interno del nostro ordinamento. In particolare, in esso si ravvede un banco di prova ulteriore della nota distinzione fra regole di validità e regole di comportamento, sulla quale già abbiamo avuto modo di intrattenerci nel corso del presente lavoro.

Il solco è quello tracciato nella nota presa di posizione delle Sezioni Unite "Rordorf", che ha avuto senz'altro il merito di ridurre la portata delle discussioni, senza tuttavia risolvere del tutto gli interrogativi sul punto(68). Da un lato, vi è chi, sulla scorta della decisione di legittimità, descrive la portata della *suitability rule* alla stregua di un'obbligazione informativa di natura precontrattuale, dalla cui violazione scaturisce non già l'invalidità del contratto, bensì la responsabilità dell'intermediario per il compimento di un'operazione inadeguata(69). Questa soluzione ha trovato un ampio seguito nella giurisprudenza sul cd. "risparmio tradito" successiva alle decisioni Rordorf, soprattutto in relazione al consistente apparato dogmatico sul quale si fonda(70). Dall'altro, vi è invece chi riconduce la violazione delle regole di condotta

---

enforcement of the conduct of business rules in the hands of member states is likely to create disincentives for suppliers of investment services to truly take advantage of the passport regime, in view of the legal uncertainties and risks involves in being caught in foreign liability laws", v., M. TISON, *The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective*, in *Financial Law Institute – Working Papers*, 2010, pag. 17; a sostegno della soluzione dell'armonizzazione in punto di rimedi, si veda anche G. ALPA, *Gli obblighi informative precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. e Dir. Terz.*, 2009, 3, pag. 419, secondo cui "*non basta una maggior armonizzazione nella disciplina speciale dei rapporti considerati, occorre una uniformità anche nella disciplina dei rimedi*".

(68) Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724-26725, cit. Il ragionamento condotto nella decisione del Supremo organo di legittimità si articola, giova ripeterlo, su tre passaggi logici. La regola di condotta che impone agli intermediari l'astensione dall'effettuare operazioni non adeguate per il cliente costituisce *i)* un obbligo a carattere imperativo, gravante sulle parti indipendentemente da una corrispondente previsione contrattuale.; *ii)* la sua violazione non determina in alcun caso la nullità del contratto quadro ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c., ma *iii)* genera, all'opposto, una responsabilità in capo all'intermediario per il compimento di un'operazione non autorizzata.

(69) Sostiene questa posizione, fra gli altri, M. MAGGIOLO, *Servizi e attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, A. Cicu – F. Messineo (a cura di), Milano, 2012, pag. 498 ss.

(70) S fa riferimento, in particolare, al principio di non interferenza tra regole di validità e regole di buona fede, sul quale particolarmente ampia è la letteratura, F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1997 (ristampa), pag. 171; L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1945, pag. 32 ss.; P. BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio* giuridico, Milano, 1962, pag. 202 ss.; V. PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, pag. 104 ss.; G. D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996; G. VETTORI, *Regole di validità e di*

nella prestazione dei servizi di investimento all'alveo dei rimedi di carattere demolitorio, e nella specie, a quello della nullità virtuale sul rilievo della natura "pubblicistica" degli interessi al cui presidio sono predisposte dette regole: quello alla tutela del risparmio (art. 47 Cost.) e quello all'integrità dei mercati(71). Sennonché entrambe queste impostazioni hanno condotto, nell'applicazione pretoria, all'adozione di analoghi meccanismi di quantificazione del danno patrimoniale subito dall'investitore, alla luce della natura sostanzialmente restitutoria e non risarcitoria del rimedio delle sentenze Rordorf(72).

Orbene, alla luce della ricostruzione condotta all'interno del precedente capitolo, pare invece opportuno muovere, anche nella costruzione dei rimedi, dal ruolo che il rischio finanziario assume in relazione alla funzione del negozio. Si è difatti recentemente sostenuto che, alla luce della modifica del meccanismo di *disclose or abstain*(73), sia possibile ricavare nell'adeguatezza un parametro di liceità del contratto stipulato in esito ad una consulenza

---

responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio, in *Obbl. e contr.*, 2008, pag. 104 ss.

(71) Questo orientamento è stato inaugurato dalla prima giurisprudenza sul caso dei *bond* argentini, v., Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, pag. 690 ss., con nota di E. SCIMEMI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di* tango bonds; nonché Trib., Firenze 30 maggio 2004, in *Giur. merito*, 2005, I, pag. 839 ss.; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Contr.*, 2005, pag. 5 ss.; Trib. Brindisi, 21 luglio 2006, in *Danno e Resp.*, 2007, 5, pag. 565, con nota di F. GRECO, *Risparmio tradito e tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale*. Per una visione d'insieme degli orientamenti emersi nel primo filone giurisprudenziale, si veda inoltre, F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, pag. 281; G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat,* bonds *argentini*, in *Giur. it.*, 2006, pag. 3 e 522; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'*ambaradan *dei rimedi contrattuali*), in *Contr. impr.*, 2005, pag. 896.

(72) A questa conclusione perviene G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. critica dir. priv.*, 2009, I, pag. 131, secondo il quale "*Non vi è, infatti, un parametro certo per quantificare il danno subito dal cliente a seguito dell'inadempimento dell'intermediario: non si saprebbe mai quale sarebbe stato l'investimento alternativo sul quale il risparmiatore si sarebbe orientato qualora l'intermediario finanziario gli avesse dato le dovute informazioni, le dovute avvertenze ecc.*"

(73) Si fa riferimento, in particolare, alla formulazione della norma previgente alla disciplina MIFID I, secondo la quale gli intermediari "*si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione*"; "*quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata [gli intermediari] lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute*." (art. 29, comma 1-3, Reg. CONSOB 11522/1998). La versione attualmente vigente del Regolamento Intermediari CONSOB ha eliminato ogni riferimento alla facoltà del cliente di autorizzare per iscritto il compimento di un'operazione della cui inadeguatezza era stato previamente informato dall'intermediario (Artt. 40-41, Reg. Intermediari 20307/2018).

sull'assunzione di un rischio finanziario[74]. A ben vedere, la disposizione richiamata in apertura non si pone tanto in prospettiva di imposizione di una condotta determinata in capo all'intermediario, quanto piuttosto in quella di un vero e proprio divieto di stipulazione del contratto inadeguato. Ove, dunque, si riconosca che l'unica operazione ammissibile nell'ordinamento sia quella con la quale il cliente assume un rischio finanziario per lui adeguato, deve altresì concludersi – come, d'altra parte, sostengono persino le sentenze Rordorf - che "è la sua stessa esistenza [del contratto] a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda la nullità dell'atto"[75]. Il contratto che comporta l'assunzione di un rischio finanziario inadeguato difetterebbe, in questa prospettiva, non già della meritevolezza degli interessi perseguiti (art. 1322, comma 2, c.c.), ma della sua liceità (art. 1343 c.c.)[76].

---

[74] La tesi è sostenuta da D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, cit., pag. 503 ss., secondo il quale "*Sia l'esame della norma in tema di adeguatezza sia il confronto con la precedente disciplina e la relativa riconduzione nel sistema operata dalle Sezioni Unite pongono in luce l'impossibilità di descrivere la nuova* suitability rule *nei termini di una obbligazione informativa contrattuale (o precontrattuale)* [...] *dall'esame delle conseguenze della violazione della regola di adeguatezza emerge come l'unico contratto di risparmio gestito che l'intermediario può stipulare con il cliente sia quello che genera uno strumento finanziario adeguato alle caratteristiche conoscitive patrimoniali e finanziarie del soggetto nei cui confronti è reso il servizio di risparmio gestito. Questo risultato segna una netta cesura rispetto all'esperienza precedente e muta la stessa natura della regola: non più obbligo imperativo di comportamento, ma norma di validità del contratto di risparmio gestito*".

[75] Cass., 26724/2007, cit., § 1.7. Sul punto è altresì concorde, M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, cit., pag. 506, secondo cui la sentenza lascia "*la possibilità di individuare norme di settore le quali, ricostruibili in termini di fattispecie, diano la possibilità di utilizzare la sanzione della nullità nel caso della loro violazione*".

[76] Si ritiene di dover condividere quella posizione in dottrina volta al distinguo del contenuto precettivo delle due norme. Sul punto si veda, F. GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. priv.*, 1978, I, pag. 52, il quale parla di "*giudizio sull'idoneità dello strumento*" e "*giudizio sulla intenzione giuridicizzante delle parti*", i quali "*hanno caratteristiche peculiari e ben distinte dal giudizio in concreto sulla (liceità della) causa che comporta e presuppone una analisi dialettica del contenuto (in senso lato) del contratto raffrontato a singole norme imperative o al più complesso sistema del buon costume e dell'ordine pubblico*"; nonché, di recente, A. M. GAROFALO, *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, pag. 572. In questo senso anche, Cass., 19 giugno 2009, n. 14343, in *Rass. dir. civ.*, 2011, pag. 992, con nota di G. CASO, *Fondamento costituzionale del dovere di ospitalità e conformazione dell'autonomia privata*, secondo cui "*I fondamenti costituzionali dell'autonomia negoziale offrono all'interprete le indispensabili coordinate, alle quali attingere per esprimere sui singoli e concreti atti di autonomia quei giudizi di valore che l'ordinamento affida loro. Ci si riferisce ai* controlli *di meritevolezza di tutela degli interessi (art. 1322, c.c.) e di liceità (spec. Art. 1343 c.c.) che devono essere condotti, per quanto qui interessa, alla stregua dell'art. 2 Cost., il quale tutela i diritti inviolabili dell'uomo e richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà*".

3. Il rischio proporzionato

Il terzo ed ultimo limite cui va incontro l'autonomia dei privati nella negoziazione del rischio è quello relativo al controllo sulla vessatorietà delle clausole. Siffatto controllo costituisce il momento più invasivo ad opera della disciplina europea sulle convenzioni negoziali, nonché il manifesto della profonda tensione tra istanze di armonizzazione, da un lato, e salvaguardia delle peculiarità e prerogative nazionali, dall'altro(77). Le disposizioni che attribuiscono, alle autorità nazionali, il compito di sindacare il carattere abusivo di una clausola, si muovono difatti nella cornice di una regolamentazione che procede per "criteri generali", attraverso elencazioni di "carattere solamente indicativo", in ottica di "un'armonizzazione parziale". Ciò detto, il *corpus* di regole che circoscrive l'ambito del giudizio di vessatorietà e identifica i criteri per il suo svolgimento fissa alcuni principi orientativi degni di essere rimarcati, proprio perché funzionali alla comprensione di come queste regole possano trovar applicazione nel contesto in esame. Il punto è ben noto, ma giova richiamare la terminologia utilizzata dal legislatore europeo. La norma di riferimento prevede difatti che debba essere ritenuta abusiva la clausola contrattuale dalla quale derivi un significativo squilibrio fra diritti ed obblighi delle parti che risulti contrario a buona fede, purché siffatta convenzione non sia stata negoziata individualmente (artt. 3 dir. 93/13/CEE). Le disposizioni successive stabiliscono poi l'oggetto della valutazione di vessatorietà (art. 4,

(77) La disciplina sulle clausole abusive è frutto del compromesso fra le diverse legislazioni nazionali, con un indubbio ruolo da protagonista del sistema francese e di quello tedesco. In particolare, la formulazione della direttiva manifesta evidenti reminescenze con la legislazione tedesca sulle "Condizioni generali del contratto" (*Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen*, AGB-Gesetz) incorporata all'interno del BGB (§§ 305-310), a seguito della *Modernizierung* del 2002, secondo cui "*Bestimmung in AG sind unwirksam, wenn sie den Vertragspartner des Verwenders entgegen den Geboten von Treu und Glauben unangemessen benachteiligen*" (cfr. § 9 AGB-G 1979). La disciplina francese sembra invece orientarsi nel senso di attribuire una maggior rilevanza alla categoria del *contrat d'adhésion*, nella misura in cui il consumatore non sia in grado di influenzare in concreto il contenuto del contratto; a differenza dunque della disciplina tedesca, ove la valutazione si fonda maggiormente sulla natura della clausola, in Francia il presupposto di applicazione della normativa di protezione consiste nella condizione di strutturale squilibrio fra le posizioni dei contraenti. Inoltre, la direttiva attua un compromesso nella misura in cui estende il controllo ai cd. *single-use terms*, ma esclude (contrariamente alla soluzione adottata in Francia) le convenzioni che siano state oggetto di trattativa individuale. Sulla disciplina tedesca delle condizioni generali, si veda J. SCHIMDT SALZER, *Recht der AGB und der misßbräuchlichen Klauseln*, in *JZ*, 1995, pag. 223. Per riferimento alla disciplina francese di protezione, si veda J. CALAIS AULOY - F. STEINMETZ, *Droit de la Consommation*, Paris 2006. Sul "dialogo" tra diritto francese e tedesco nella formazione del diritto contrattuale europeo, R. SCHULZE - F. ZOLL, *European Contract Law*, Baden Baden 2016, pag. 187 ss.; F. ZOLL, *Unfair terms in the Acquis Principles and Draft Common Frame of Reference: a study of the difference between the two closest members of one family*, in *Juridica International*, 2008, pag. 69.

par. 1, dir. 93/13), le convenzioni escluse dal controllo (artt. 1, par. 2 e 4, par. 2, dir. 93/13) ed, infine, gli effetti della pronuncia sull'abusività della clausola (art. 6, par. 1, dir. 93/13).

Nell'ambito delle regole esaminate fin d'ora siamo pervenuti alla conclusione per cui il rischio finanziario nel contratto deve essere negoziato *consapevolmente* da entrambe le parti, e deve risultare altresì adeguato al profilo specifico del cliente, qualora la sua assunzione avvenga nel contesto di un rapporto di consulenza con un intermediario. La disciplina sulle clausole vessatorie pone, tuttavia, un quesito ulteriore rispetto a quelli esaminati fin d'ora, sintetizzabile con la seguente formula: in presenza di una contrattazione "asimmetrica", incontrano le parti il limite ulteriore della necessaria *proporzione* del rischio finanziario assunto da ciascuna di esse?(78)

3.1. Clausole sul rischio e sottoposizione al vaglio di vessatorietà nel panorama giurisprudenziale

Nel provare a dar risposta al quesito appena menzionato occorre anzitutto chiedersi quando una clausola possa essere sottoposta al vaglio di vessatorietà. Non tutte le clausole apposte ad un contratto sono assoggettabili, per espressa previsione legislativa, al controllo sul carattere di vessatorietà(79). Abbiamo già convenuto in precedenza – e non pare dunque opportuno dilungarsi in eccesso – che il legislatore euro-unitario ha escluso dalla portata del *fairness test* le clausole che attengono alla determinazione dell'"oggetto del contratto" e quelle sull'"adeguatezza del corrispettivo dei beni e dei servizi", purché siano state redatte – lo abbiamo visto - in modo "chiaro e comprensibile" (artt. 1, par. 2 e 4, par. 2)(80). Le clausole

(78) La scelta di parlare di rischio "sproporzionato" anziché di rischio "asimmetrico" è dovuta principalmente alla volontà di richiamare la lettera della disposizione europea. In dottrina si fa riferimento, in particolare, al concetto di "simmetria" per definire il rapporto fra le parti, più che la dinamica del riparto fra diritti ed obblighi creata dalla clausola vessatoria. In questo senso, G. VETTORI, *Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l'impresa debole*, in *Contr. Impr.*, 2012, pag. 1190; G. ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2012, pag. 141; A. MINERVINI, *Il «terzo» contratto*, in *I Contratti*, 2009, pag. 493; V. ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, pag. 669; A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, E. Navarretta (a cura di), Milano, 2007; E. DEL PRATO, *La minaccia di far valere un diritto*, Padova, 1990, pag. 95.

(79) Siffatta scelta è stata al centro di un acceso dibattito in seno agli organi legislativi europei. Sul punto, v., H.W. MICKLITZ, *Unfair Terms in Consumer Contracts*, in *European Consumer Law*, AA. VV., 2ed, Cambridge, 2014, pag. 125 ss.; ID., *Reforming European Unfair Terms Regulation*, in *ERCL*, 2010, pag. 347 ss.

(80) Sulla ricostruzione della *ratio* di questa ipotesi di esclusione, si veda Cap. III, § 2.3.2.

afferenti alla prima categoria – ossia quelle che definiscono il cd. *main subject matter of the contract* – hanno richiesto plurimi interventi da parte della Corte di giustizia la quale, senza mai spingersi ad attribuire una qualificazione espressa ai tipi di clausole sottoposte al vaglio, ha tuttavia meglio precisato la linea di demarcazione fra *core* e *ancillary terms*.

Vediamole in breve.

- *Kásler* (C-26/13). La più volte citata pronuncia della Corte viene chiamata a dirimere il conflitto circa l'esclusione dal vaglio di vessatorietà di una clausola di indicizzazione al cambio fra due valute[81]. La Corte fornisce, anzitutto, una lettura "*restrittiva*" della regola di esclusione, in quanto eccezione in deroga al regime di controllo sulle clausole[82]: come tale, essa può attenere unicamente al novero delle convenzioni che "*fissano le prestazioni essenziali dello stesso contratto e che, come tali, lo caratterizzano*" (par. 49), mentre rimangono ad essa estranee quelle che rivestano carattere "*accessorio*". Nell'individuazione di una linea di discrimine tra *core* e *ancillary terms*, il giudice di rinvio è tenuto a dar conto del"*la natura*", "*l'economia generale*" e "*le stipulazioni*"[83] del contratto di mutuo, collocato in un contesto

[81] Il contratto sottoposto alla Corte di Giustizia nel caso *Kásler* rientra nell'ambito dei prestiti ipotecari denominati in valuta estera, con clausola di indicizzazione al cambio. Sinteticamente, la banca eroga al cliente un prestito in fiorini, il cui importo viene poi convertito in franchi svizzeri, sulla base del tasso di cambio all'acquisto applicato dalla banca al momento dell'erogazione della somma: dell'importo in fiorini viene così a determinarsi l'equivalente in franchi svizzeri. In aggiunta a ciò, l'importo in fiorini ungheresi dovuti per ciascuna rata mensile viene determinato sulla base del tasso di cambio (con il franco svizzero) applicato dalla banca alla vendita della valuta estera, il giorno precedente a quello della esigibilità. Oltre al meccanismo di conversione, il cliente corrisponde alla banca un tasso di interesse nominale sulla somma. Il sistema di cambio non si limita dunque ad una semplice indicizzazione, ma realizza un assetto di trasferimento del rischio, per il tramite della clausola "differenziale", che costituisce difatti il tema al centro della pronuncia della Corte.

[82] A questo proposito si veda, con una posizione critica sul punto, F. GÒMEZ POMAR, *Core versus Non-Core Terms and Legal Controls over Consumer Contract Terms: (Bad) Lessons from Europe?*, in *ERCL*, 2019, pag. 177 ss.; N. JENSEN, *Unfair contract terms*, in *Commentaries on European Contract Law*, cit., pag. 982-983; M. HESSELINK, *Unfair Terms in Contracts between Business*, in *Towards a European Contract Law*, R. Schulze – J. Stuyck (a cura di), München, 2011, pag. 133.

[83] I termini italiani risultano, in confronto con altre versioni linguistiche della decisione, meno precisi. Sia la versione inglese ("*general scheme*") che quella tedesca("*Systematik*"), sembrano difatti fare riferimento ad una lettura della clausola basata sulla sua collocazione nel contesto complessivo del contratto, tanto in ottica di rilievo in termini economici, quanto sotto l'aspetto "normativo" della sua funzione nella dinamica complessiva dell'operazione. Questo dualismo emerge con maggior evidenza confrontando i due termini che la versione tedesca impiega, "*Systematik und Bestimmungen des Darlehnsvertrags*", che colgono entrambi gli aspetti sopra evidenziati, della relazione manifestata dalla clausola sia verso l'interno, che verso le altre singole disposizioni che regolano il contratto di mutuo. Più precisa pare difatti la terminologia impiegata all'interno della decisione CGUE, C-143/13, *Matei*, secondo cui il giudice del rinvio è tenuto a valutare "*la natura, l'impianto sistematico e le disposizioni del contratto di mutuo*" (par.54).

"*giuridico e fattuale*", al fine di valutare se la clausola di determinazione del tasso di cambio costituisca un "*elemento essenziale della prestazione del debitore*" e rientri dunque nell'oggetto principale del contratto (par. 51).

- *Matei* (C-143/13). In una pronuncia di poco successiva, la Corte si sofferma nuovamente sul problema, ponendosi in linea con i criteri dettati nel caso *Kásler*, e fornendo, tuttavia, alcuni parametri che arricchiscono ulteriormente lo spettro valutativo dei giudici nazionali(84). Stavolta, la Corte pare assumere una posizione più netta sul punto, forte di un precedente giurisprudenziale sul punto(85) e della riconducibilità, della clausola in esame, al primo paragrafo dell'Allegato. Invero, il carattere abusivo dell'attribuzione unilaterale di una facoltà di modifica del tasso, non si ravvede tanto nella sproporzione assunta, di volta in volta, dal raffronto fra costo modificato del finanziamento e controprestazione della banca, quanto nei contorni indefiniti delle "*condizioni e dei criteri che consentono al mutuante di operare tale modifica*" (par.63); va da sé che il riconoscimento di un diritto del professionista ad un intervento meramente discrezionale sul contenuto del contratto assume, di per sé, carattere abusivo, in quanto squilibrio di rilievo puramente normativo. Ben più rimarchevoli traspaiono le considerazioni della Corte in ordine alla "commissione di rischio"; andando oltre alla portata della pronuncia sul caso *Kásler*, viene riconosciuto il peso che il giudice nazionale deve attribuire, nell'ambito di tale valutazione, "*allo scopo essenziale*" (par.67), nonché ai "*motivi*" (par.71) che sorreggono l'apposizione della suddetta convenzione. Questa lettura sembra ampliare notevolmente il bacino del vaglio giudiziale sulle clausole, fino a ricomprendere nella nozione di abusività anche quelle prive di giustificazione in considerazione dei servizi offerti al consumatore e degli obblighi ad esso imposti.

(84) Trattasi nuovamente di due mutui, di cui uno immobiliare garantito da ipoteca, regolati dal diritto rumeno, che presentavano due clausole sottoposte al vaglio del giudice nazionale. Una prima convenzione stabiliva l'obbligo per il cliente, a fronte della messa a disposizione della somma a mutuo, di corrispondere alla banca una commissione, applicata al saldo del credito e pagata mensilmente per l'intera durata del contratto; la prima dizione della clausola la definiva "commissione di rischio", successivamente convertita in "commissione di gestione del credito" senza che la pattuizione mutasse nella sostanza. L'altra convenzione sottoposta al sindacato di vessatorietà imponeva un meccanismo che riconosceva alla banca la facoltà di modificare unilateralmente il tasso di interesse variabile applicato, ove intervenissero "*variazioni significative*" sul mercato finanziario (cd. *variation clause*).

(85) CGUE, C-472/10, 26 aprile 2012, *Nemzeti Fogyasztóvédelmi Hatóság c. Invitel Távközlési Zrt*.

- *Andriciuc* (C-186/16)[86]. Il caso assume un ruolo centrale, ai fini del nostro discorso, nel definire la portata del controllo di vessatorietà sulle clausole che comportano l'assunzione di un rischio finanziario su valuta. Stavolta la Corte ravvede nella convenzione in esame un'ipotesi riconducibile all'ambito di esclusione dell'art. 4, par.2, poiché "*le prestazioni essenziali del contratto si riferiscono* [...] *ad una somma di denaro che deve essere definita in relazione alla moneta di pagamento e di rimborso pattuita*"; siffatta configurazione del contratto di mutuo rende, pertanto, indiscusso che il rimborso in una determinata valuta riguardi "*non già una modalità accessoria di pagamento, bensì la natura stessa dell'obbligazione del debitore, costituendo così un elemento essenziale*" (par. 38).

3.1.1. Le categorie delle clausole di gestione del rischio fra *core* e *ancillary terms* dell'accordo

Nonostante le precisazioni fornite dalla giurisprudenza esaminata, pare ugualmente complesso tracciare una linea netta di demarcazione fra *core* e *ancillary terms* dell'accordo, quantomeno in una prospettiva astratta. Giova però ricordare che, nel bilanciamento complessivo, la direttiva europea impone comunque agli organi giurisdizionali dei singoli Stati membri di tener conto, nel condurre siffatta valutazione, della "natura dei beni o servizi oggetto del contratto" (art. 4, par. 1, dir. 93/13). Il legislatore europeo manifesta, pertanto, la chiara intenzione di porre l'accento sul contenuto della prestazione in prospettiva di una qualificazione del *Vertragtyp*, che assurge, di conseguenza, ad elemento chiave nella valutazione sull'appartenenza o meno della clausola ai termini essenziali dell'accordo. Detto altrimenti, la portata e gli effetti della singola convenzione sottoposta al vaglio – lo abbiamo

[86] CGUE, C-186/16, 20 settembre 2017, *Ruxandra Paula Andriciuc e altri c. Banca Românească SA*. Nuovamente sotto la lente della Corte entrano contratti di credito denominato in valuta straniera (Franchi Svizzeri, CHF). In sintesi, la banca concede un mutuo al cliente in una valuta diversa da quella in cui la controparte percepisce i suoi redditi (mutuo in franchi svizzeri contro reddito in "lei" rumeni), valuta nella quale deve anche essere adempiuto il pagamento delle rate del mutuo (cd. *money of payment*). Va da sé che il tasso di cambio tra le due valute determina il rischio che le parti assumono in relazione all'adempimento della prestazione da parte del cliente; più si apprezza il franco rispetto alla valuta rumena, maggiore sarà la quantità di questa moneta che il cliente dovrà impiegare per "acquistare" quella straniera, e viceversa. Accanto a questo meccanismo per la determinazione base della prestazione, il regolamento contrattuale prevedeva però alcune convenzioni aggiuntive, sommariamente descritte nella decisione, che riconoscevano alla banca talune facoltà, esercitabili in via unilaterale, per "profittare" dell'andamento favorevole del cambio, quali, ad esempio, "*procedere a qualsiasi conversione delle liquidità disponibili sul conto di quest'ultimo nella valuta del contratto, al tasso di cambio praticato dalla banca nel giorno di tale operazione*"(par.9).

richiamato più volte - non possono essere scissi dalla relazione che intercorre tra il regolamento contrattuale di cui è parte e l'operazione complessiva nella quale è inserita[87]. Beninteso, la Corte ha dato prova di prediligere, nel suddetto processo di qualificazione, un approccio consistente nella delimitazione dei caratteri essenziali del contratto attraverso le clausole che ne definiscono la struttura ed il funzionamento. A questa impostazione è data evidenza nei precetti che discendono dalle conclusioni dell'avvocato generale sul più volte richiamato caso *Kásler* (C-26/13). Nella specie, l'individuazione da parte dei giudici nazionali delle prestazioni che "*devono* obiettivamente *essere considerate essenziali nella struttura generale del contratto*" [88]: *i*) risulta "*inconcepibile in forma astratta*", dovendosi condurre "*caso per caso*", calandosi sulle "*specificità che emergono dalla lettera stessa del contratto*", senza "*limitarsi ad un esame dei parametri che definiscono un dato contratto dal punto di vista del diritto nazionale*" ; *ii*) si concentra sul concorso, della suddetta clausola alla determinazione delle caratteristiche essenziali del contratto "*sul piano giuridico e commerciale*"; *iii*) comporta che, in sua assenza, "*il contratto perderebbe una delle sue caratteristiche fondamentali o, addirittura, non potrebbe sussistere sulla base delle restanti clausola contrattuali*"[89].

Ebbene, come visto, l'assunzione di un rischio finanziario costituisce una determinante essenziale nella struttura generale di ogni contratto sul mercato dei capitali. Tuttavia, solo alcune clausole attraverso cui le parti negoziano fra loro un rischio sono ascrivibili alla definizione dell'oggetto principale dell'accordo. Difficilmente potrà, ad esempio, negarsi la

---

[87] L'applicazione del principio è stata, di recente, oggetto di una nota pronuncia della Corte di Giustizia (CGUE, C-377/14, 21 aprile 2016, *Ernst Georg Radlinger, Helena Radlingerová c. Finway a.s.*). Il caso oggetto di rinvio atteneva alla pattuizione di una penale di indennizzo, all'interno di un contratto di credito al consumo, della quale i ricorrenti denunciavano la manifesta sproporzione. Il giudice europeo, interrogato sulla portata della "elevata sproporzione" di cui al punto 1, lett. e), Allegato alla Direttiva 93/13 (di applicazione dell'art.4, par. 1), chiarisce che "*è necessario valutare l'effetto cumulativo di tutte le clausole di un contratto stipulato tra un professionista e un consumatore. Tale valutazione è giustificata, in quanto esse sono applicabili nel loro insieme, e indipendentemente dalla questione se il creditore persegua effettivamente la loro piena esecuzione*". La natura del bene e il tipo contrattuale rilevano, nella interpretazione della Corte relativa allo svolgimento del giudizio di vessatorietà, sotto un ulteriore aspetto. L'attuazione della direttiva deve altresì tener conto, nelle argomentazioni dei giudici europei, del fatto che il bene oggetto del contratto possa rappresentare un diritto fondamentale che l'ordinamento comunitario riconosce al consumatore (come nel caso dell'abitazione familiare, cui l'art. 7 della Carta dei Diritti riconosce espressamente tutela). CGUE, C-34/13, 10 settembre 2014, *Monika Kušionová c. SMART Capital a.s.*).

[88] Corsivo nel testo originale.

[89] Cfr., conclusioni avvocato generale Wahl, CGUE, caso *Kásler*, par. 49-53.

qualifica di *core term* dell'accordo ad una convenzione di denominazione del mutuo in valuta estera, così come ad una di indicizzazione di un finanziamento ad un tasso di interesse, ovvero di indicizzazione semplice ad un rapporto di cambio fra due valute o ad un corso azionario: questo perché è proprio il meccanismo di condivisione del rischio che definisce l'essenza del contratto sul piano giuridico e commerciale – i.e. mutuo al tasso variabile, prestito in valuta estera, prestito indicizzato alla valuta estera, polizza indicizzata. Diversamente occorre invece ragionare per quelle convenzioni che, operando su un rischio già assunto, trasferiscono le conseguenze economiche sull'uno o sull'altro contraente: è il caso, fra le altre, delle clausole *floor*, del *cap*, del *collar*, così come di quelle di *rischio cambio,* di *indicizzazione differenziale*. A ben vedere, queste convenzioni non rappresentano un tratto essenziale e tipizzante dell'operazione, bensì arricchiscono il regolamento contrattuale di un meccanismo accessorio di riparto del rischio finanziario, ragion per cui più agevolmente possono essere qualificate come *ancillary terms* dell'accordo[90].

[90] Invero, la giurisprudenza ha mostrato in più di un'occasione di adottare un approccio che – si passi il termine – "aggira" il problema della qualificazione della clausola, sovrapponendo la valutazione di intrasparenza della clausola a quella di vessatorietà. Siffatto approccio emerge, ad esempio, nella decisione del Tribunal Supremo spagnolo sul problema della vessatorietà della clausola *floor*, v., Tribunal Supremo, 9 maggio 2013, n. 241 (disponibile all'indirizzo: http://www.poderjudicial.es/cgpj/es/Poder-Judicial/Tribunal-Supremo/). La sentenza, come noto, costituisce l'esito di un lungo dibattito concernente la validità delle clausole *floor* apposte ai contratti di finanziamento. La pronuncia è però conosciuta in ambito europeo per essere stata censurata da parte della Corte di Giustizia: la delimitazione in chiave non retroattiva degli effetti della nullità costituisce, secondo i giudici europea, una prassi incompatibile con i principi di fondo della Dir. 93/13, poiché svuota di effettività la protezione dei consumatori. In questo senso, v., CGUE, Grande Sezione, 21 dicembre 2016, C-154/15 e C-307/15, *Francisco Gutiérrez Naranjo e Ana María Palacios Martínez c. Cajasur Banco e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (BBVA)*, in *I Contratti*, 2017, pag. 11 ss., con nota di S. PAGLIANTINI, *La non vincolatività (delle clausole abusive) e l'interpretazione autentica della Corte di Giustizia*; in *Riv. dir. banc.*, n. 2/2017, con nota di A. DALMARTELLO, *Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di Giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive*. Il profilo che interessa però in questa sede è quello ricollegato, a monte, al contenuto della valutazione di vessatorietà della clausola *suelo*. Come detto, il Tribunal Supremo evita di misurarsi direttamente con il problema della qualificazione della clausola *floor*, poiché solo ove ne avesse accertato la natura di *ancillary term*, sarebbe stato possibili sindacarne la vessatorietà. Il Tribunale ne ha invece ravvisato la vessatorietà solo in relazione alla circostanza per cui il loro inserimento nel contratto era avvenuto in modo *non trasparente*, vuoi per la particolare collocazione della clausola nel regolamento contrattuale, vuoi perché erano presentate unitamente alla convenzione di un *cap*, o ancora perché non erano presentate simulazioni di scenari in relazione all'andamento dell'interesse. A ben vedere, non sarebbe stato necessario adottare un'interpretazione sì estesa – e peraltro dubbia – della regola di trasparenza, se si fosse tenuta in considerazione la clausola *floor* per quello che rappresenta nel funzionamento complessivo dell'operazione negoziale: una clausola accessoria volta al trasferimento del rischio di variazione del tasso di interesse. Per una posizione critica sull'equazione vessatorietà-intrasparenza, v., G. D'AMICO, *La vessatorietà delle clausole* floor, in *I Contratti,* 2017, pag. 261.

3.2. Squilibrio e contrarietà a buona fede

Il problema della qualifica di una convenzione negoziale come *core* o *ancillary term* costituisce solo il primo passaggio nella verifica sull'esistenza di limiti alla negoziazione di un rischio finanziario. Una volta sciolto positivamente il nodo della sottoposizione della clausola al vaglio di vessatorietà, occorre difatti comprendere il perimetro della valutazione condotta dal giudice. L'art. 3, par. 1, dir. 93/13 affida al dualismo fra " significativo squilibrio tra diritti ed obblighi" e "contrarietà a buona fede"[91] il cardine della valutazione sul carattere di vessatorietà di una clausola apposta nei contratti del consumatore, assumendo come momento rilevante quello della conclusione del negozio[92]. Ciascuno di questi termini riflette una precisa soluzione di compromesso nel dialogo fra ordinamenti nazionali e si muove nella dialettica fra il particolarismo delle definizioni proprie delle tradizioni dei singoli Stati membri, e l'attribuzione di un significato di stampo unitario a livello europeo[93]. La ricerca di una nozione comune di "buona fede" è venuta progressivamente a edificarsi attraverso l'attività interpretativa della Corte di Giustizia avente ad oggetto la conduzione del cd. *fairness test*. Ebbene, pur nel doveroso rimando alla *Konkretisierung* per opera delle autorità nazionali, la Corte sembra attribuire alla nozione di "squilibrio" il significato di "*pregiudizio grave alla situazione giuridica*" in termini di "*restrizione al contenuto dei diritti*", ovvero "*di imposizione*

---

[91] Sembra preferibile far riferimento all'originaria dizione inglese del "*contrary to the requirement of good faith*", presente altresì nella versione tedesca ("*entgegen dem Gebot von Treu und Glauben*"), rispetto alle quali, tuttavia, si discostano la traduzione italiana ("*malgrado buona fede*"), quella francese (" *en dépit de l'exigence de bonne foi*") e quella spagnola ("*pese a las exigencias de la buena fe*").

[92] A parziale scostamento, gli ordinamenti Nord-europei estendono il giudizio di vessatorietà anche allo squilibrio che emerga nel corso dell'esecuzione del contratto, cfr. T. WILHELMSSON, *Control of Unfair Contract Terms and Social Value: EC and Nordic approaches*, in *Journal of Consumer Policy*, 1993, pag. 450. In ambito europeo, vi è chi ritiene comunque che lo squilibrio "sopravvenuto" risulti comunque coperto dalla disciplina sul *change of circumstances* (cfr. Art. 6.111 – Principles of European Contract Law), T. RÜFNER, *Change of circumstances*, in *Commentaries on European Contract Law*, cit., pag. 899 ss.

[93] La relazione tra l'elemento della "buona fede" e quello dello "squilibrio" manifesta, tuttavia, contorni particolarmente sfumati, tanto che alcuni ordinamenti hanno adottato una formulazione delle norme di diritto nazionale derivato, che fanno riferimento solo ad uno di questi termini. E' il caso, ad esempio, dell'ordinamento francese, che ha omesso il richiamo alla "buona fede" all'interno dell'art. L212-2 del *Code de consommation*. Da ciò, si è sostenuto che pur appartenendo, questo principio, alla tradizione dell'*aquis commun*, risulta complesso, oltre che poco profittevole, il tentativo di attribuirvi una definizione a livello concettuale che comprenda le diverse sfumature che esso assume in ciascun ordinamento, R. ZIMMERMANN - S. WHITTAKER, *Good Faith in European Contract Law*, Cambridge, 2000.

di obblighi ulteriori"[94]. Parallelamente a ciò, l'organo giurisdizionale europeo ha aperto taluni spiragli verso una concezione più circoscritta della nozione "buona fede": in particolare, essa verrebbe a legarsi alla "*ragionevole aspettativa*" del professionista per cui il consumatore, qualora il negoziato individuale fosse stato condotto in modo leale ed equo, avrebbe aderito a quella determinata convenzione[95].

3.2.1. La presunzione di vessatorietà

Una prima indagine sulla natura delle clausole e sul contrasto con la buona fede è quella che si offre in relazione alla presunzione di vessatorità delle cd. clausole-tipo. Come noto,

---

[94] Cfr. CGUE, C-226/12, *Constructora Principado SA c. José Ignacio Menéndez Álvarez*. Il caso esaminato dalla Corte aveva ad oggetto il trasferimento, in capo al consumatore, di spese per imposte e prestazioni di somministrazione relative ad un contratto di compravendita di un immobile residenziale. Nel rimettere la questione alla Corte di Giustizia, il Tribunale spagnolo poneva in luce la portata dello "squilibrio" rilevante ai fini dell'accertamento della vessatorietà e, nella specie, se fosse sufficiente il mero trasferimento in capo al consumatore di un costo che la legge attribuisce al professionista, ovvero se fosse altresì richiesta una ripercussione economica rilevante sul consumatore, rispetto all'economia complessiva del contratto. La Corte sottolinea, di conseguenza come, "*un tale significativo squilibrio* [...] *non possa limitarsi ad una valutazione economica di natura quantitativa che si basi su un confronto tra il valore complessivo dell'operazione oggetto del contratto, da un lato, e i costi posti a carico del consumatore da tale clausola, dall'altro. Al contrario, un significativo squilibrio può risultare dal mero fatto di un pregiudizio sufficientemente grave alla situazione giuridica in cui il consumatore, quale parte del contratto di cui trattasi, viene collocato in forza delle disposizioni nazionali applicabili, sia esso in forma di restrizione al contenuto dei diritti che, ai sensi di tali disposizioni, egli trae da tale contratto o di ostacolo all'esercizio dei medesimi o ancora dell'imposizione di un obbligo ulteriore, non previsto dalla disciplina nazionale*. (Par. 22-23).

[95] Questo orientamento emerge dai *decisa* di alcune importanti pronunce della Corte di Giustizia. Un primo caso (CGUE, C-415/11, 14 marzo 2013, *Mohamed Aziz c. Catalunyacaixa*) ha coinvolto l'apposizione di una clausola di previsione di interessi moratori nell'ambito di un contratto di mutuo con ipoteca sull'abitazione familiare, secondo cui l'importo – peraltro particolarmente elevato – dovuto a titolo di ritardo nell'adempimento, era applicato in automatico alla scadenza della rata, senza che fosse necessario alcun sollecito da parte della banca; inoltre, il diritto spagnolo precludeva al consumatore di far valere le sue contestazioni in merito alla quantificazione del debito, in sede del procedimento esecutivo instaurato dalla banca. La Corte, nel circoscrivere l'ambito delle circostanze in cui lo squilibrio sia sorto malgrado/contro la buona fede indica che occorre valutare "*se il professionista, qualora avesse trattato in modo leale ed equo con il consumatore, avrebbe potuto ragionevolmente aspettarsi che quest'ultimo aderisse ad una siffatta clausola nell'ambito di un negoziato individuale*" (Par. 69). Una seconda pronuncia (CGUE, C-421/14, 26 gennaio 2017, *Banco Primus SA c. Jesús Gutiérrez García*) espone nuovamente al vaglio una clausola apposta in un mutuo ipotecario regolato dal diritto spagnolo. Oggetto di contestazione è, stavolta, la convenzione di una clausola di estinzione anticipata in favore della banca, a seguito del mancato pagamento di un determinato numero di rate. Nel rimettere la censura sulla vessatorietà della clausola all'organo giurisdizionale nazionale, la Corte richiama nuovamente il punto di diritto già statuto nella pronuncia Aziz, secondo cui il riferimento alla "buona fede" deve intendersi come riferito alla ragionevole aspettativa del professionista rispetto alla aderenza da parte del consumatore, a seguito di un negoziato svolto secondo criteri di lealtà ed equità.

l'Allegato al testo della direttiva individua un elenco di clausole presuntivamente vessatorie dal quale l'interprete deve muovere al fine di verificare se il patto in esame sia ad esso ascrivibile(96). Il dibattito sulla natura vincolante o meno di siffatta presunzione riflette la cautela con cui il legislatore europeo guarda ad una stretta tipizzazione del giudizio di vessatorietà. Il linguaggio con cui la Direttiva riferisce del carattere puramente "indicativo" e "non esauriente" della lista di clausole che "possono" essere dichiarate abusive dagli Stati (Art. 3, Par. 3), è difatti espressione diretta di una formula di compromesso fra la spinta iniziale della Commissione nel rendere l'elenco vincolante per gli Stati e l'opposta resistenza da parte del Consiglio ad affidare una decisione insindacabile alle autorità europee(97). Nelle pieghe di questo contrasto si è, dunque, alimentata l'attività ermeneutica della Corte la quale, nel tempo e secondo una prospettiva marcatamente evolutiva, ha ritagliato un apposito spazio giuridico all'elencazione contenuta nella direttiva, dapprima in funzione puramente "informativa"(98), poi quale vero e proprio "elemento essenziale"(99) per il giudice nazionale nello svolgimento della valutazione sulla vessatorietà di una convenzione negoziale. Infine, la re-interpretazione della regola e la manipolazione della stessa hanno condotto ad un ultimo approdo della giurisprudenza della Corte, nel quale non solo scompare del tutto il riferimento alla natura

(96) Si fa riferimento, in particolare, all'Allegato di cui all'Art. 3, par. 3 della Direttiva 93/13 che, all'interno del Par.1, lett. a-q), individua "per *genera*" una serie di clausole che riflettono, tendenzialmente, un assetto squilibrato tra diritti ed obblighi fra le parti.

(97) Questa differenza di vedute emerge nella Proposta di direttiva del Consiglio concernente le clausole inique nei contratti stipulati con i consumatori, presentata dalla Commissione il 24 luglio 1990 (90/C 243/02), secondo cui l'Allegato riporto un "*elenco di tipi di clausole vessatorie*" (Art. 2, n. 2).

(98) Nel caso *Freiburger Kommunalbauten* (C-237/02), nonché in una pronuncia di poco precedente (CGUE, C-478/99, 7 maggio 2002, *Commission of the European Communities* c. *Kingdom of Sweden*), la Corte mostra un atteggiamento più cauto nel richiamo alla lista inclusa nell'Allegato, sottolineandone il carattere puramente "*indicativo*" e la funzione di "*fonte d'informazione, sia per le autorità nazionali che hanno il compito di applicare i provvedimenti di attuazione, sia per i singoli interessati da tali provvedimenti*" (Par. 22.).

(99) Nel già citato caso *Nemzeti* (CGUE, C-472/10), la Corte si trova ad esaminare la vessatorietà di una clausola che attribuisce al professionista il potere di modifica unilaterale delle condizioni del contratto, senza indicare le modalità o le ragioni di siffatta variazione, nell'erogazione di un servizio di telefonia. Viene dato conto del fatto che "*se è vero che il contenuto dell'allegato di cui trattasi non può stabilire automaticamente e di per sé il carattere abusivo di una clausola controversa, esso costituisce tuttavia un elemento essenziale sul quale il giudice competente può fondare la sua valutazione del carattere abusivo di tale clausola*" (Par. 26). I giudici del Lussemburgo, pur respingendo sostanzialmente un'efficacia *ipso iure* dell'elenco di clausole, sembrano riconoscere comunque ad esse un rilievo determinante in sede di accertamento delle autorità nazionali sulla vessatorietà delle convenzioni nazionali.

non vincolante dell'elencazione contenuta nell'Allegato[100], ma si perviene persino ad un ampliamento del novero delle ipotesi, ben oltre la funzione di concretizzazione, verso una logica – per l'appunto - di tipizzazione in senso stretto[101].

La lettura delle ipotesi previste dall'Allegato e recepite all'interno dell' art. 33, comma 2, cod. cons. non permette di sindacare la vessatorietà *ex se* di alcuna delle clausole esaminate all'interno della prima parte del lavoro. Vi è, invero, un'unica menzione esplicita delle clausole attraverso cui il prezzo delle transazioni relative a valori mobiliari, strumenti finanziari e altri prodotti analoghi "è collegato alle fluttuazioni di un corso e di un indice di borsa o di un tasso di mercato finanziario non controllato dal professionista" (clausola di indicizzazione) e di quelle "per l'acquisto o la vendita di valuta straniera" (clausola di denominazione), ma vale – come detto – unicamente al fine di esclusione siffatti meccanismi dalla presunzione di vessatorietà.

3.2.2. Lo squilibrio "significativo": sproporzione economica o normativa?

L'analisi condotta fin d'ora ha messo in luce che la valutazione della vessatorietà di una clausola sul rischio deve essere condotta concentrando l'attenzione dell'interprete sulla nozione di "squilibrio significativo" e sulla sua declinazione nel caso concreto, non

---

[100] Questo approccio traspare nelle più volte citate pronunce della Corte, nel caso *RWE Vertrieb AG/Verbraucherzentrale Nordrhein Westfalen* (C-92/11), nel caso *Árpád Kásler* (C-26/13) e nel caso *Radlinger* (C-377/14). In quest'ultima, in particolare, scompare il riferimento all'avverbio "esclusivamente", nella parte in cui la Corte richiama il carattere indicativo dell'elencazione di cui all'Allegato della Direttiva 93/13 (Par. 93).

[101] Qui l'argomento è più sottile e merita un approfondimento ulteriore. Il riferimento va alla nota decisione della Corte sulle cause riunite (CGUE, C-96/16, *Banco SantanderSA c. Mahamadou Demba, Mercedes Godoy Bonet*, C-94/17, *Rafael Ramón Escobedo Cortés c. Banco de Sabadell SA*, 7 agosto 2018), entrambi afferenti a contratti di mutuo stipulati con banche spagnole, che prevedevano una forte sproporzione tra il tasso corrispettivo e quello moratorio (in entrambi i casi, oltre ai dieci punti percentuali). Nell'esaminare il rinvio pregiudiziale, viene sollevata la questione se risulti compatibile con la formulazione della Direttiva 93/13, l'adozione del criterio fatto proprio dal Tribunal supremo spagnolo, di considerare *ipso iure* come vessatoria una clausola di convenzione del tasso di interesse moratorio che superi di due punti percentuali la convenzione dell'interesse corrispettivo. La Corte, escluso che l'interpretazione dell'organo supremo spagnolo precluda ai giudici inferiori di considerare come abusiva una clausola che non rispecchi queste caratteristiche, certifica la legittimità di un siffatto orientamento, nella misura in cui fornisce un criterio orientativo per determinare la misura dell'interesse moratorio che sarebbe "*ragionevolmente accettato da un consumatore trattato in modo leale ed equo all'esito di un negoziato individuale*" (Par. 63). Va da sé che, pur non assurgendo a fonte normativa nell'ordinamento di appartenenza, l'indirizzo giurisprudenziale con il quale viene ad essere tipizzata una delle fattispecie generali previste nell'Allegato (Par. 1, lett. e) non contrasta con la *ratio* di tutela della direttiva ed assume piena legittimità in termini di obiettivi di armonizzazione e di certezza giuridica.

ravvisandosi alcuna corrispondenza astratta fra le clausole in esame e quelle previste dall'Allegato alla Dir. 93/13. Il quesito sembra apparentemente semplice: quale parametro orienta la valutazione sulla rilevanza giuridica dello squilibrio?

Ebbene, è ben argomentata la posizione di chi sostiene che il controllo sull'abusività di una clausola riguardi il *contenuto* del contratto[102], ossia la regolamentazione generale del rapporto fra le parti che emerge dal coordinamento funzionale fra la singola convenzione e l'operazione negoziale cui essa, insieme alle altre, contribuisce a dar forma. Ciò vale a dire che, riprendendo le categorie generali del contratto cui si è dato conto nel terzo capitolo, il vaglio di vessatorietà guarda al cd. profilo *dispositivo* del contenuto, cioè a come il rischio sia allocato e ripartito fra i contraenti per effetto delle convenzioni negoziali[103]. Quest'ultima precisazione non scioglie però ancora gli ulteriori dubbi circa la portata dello squilibrio giuridicamente significativo.

Il problema apre difatti a due possibili scenari interpretativi.

In un primo, sarebbe possibile intendere siffatta nozione attribuendo un peso al mantenimento di un *equilibrio economico* del contratto per effetto della distribuzione del rischio finanziario attraverso le clausole. Questa lettura si scontra però visibilmente con la logica da cui muove la dir. 93/13 che, indipendentemente dalla qualifica di una clausola come *core* o *ancillary*, esclude dal suddetto vaglio le convenzioni che vertano sulla "perequazione tra il prezzo e la remunerazione, da un lato, e i servizi o i beni che devono essere forniti in cambio, dall'altro"(art. 4, par. 2, Dir. 93/13)[104]. Oltre a ciò, risulta, invero, arduo immaginare come possa modularsi un giudizio sulla sproporzione economica prodotta dalle clausole; che guardi, cioè, a come è allocato il rischio in termini di differente probabilità, andando, ad esempio, alla ricerca di una corrispondenza fra la convenzione di un *cap* e quella di un *floor* [105]. Un secondo scenario pare, dunque, più coerente, non solo con la logica del discorso

---

[102] G. D'AMICO, *La vessatorietà delle clausole* floor, cit., pag. 263.

[103] Cfr., Cap. III, § 2.3.2.

[104] In ciò si comprendono le ragioni per cui la Corte di Giustizia, nel caso *Kásler* (C-26/13), abbia avvertito l'esigenza di escludere che, a fronte della convenzione di una clausola che prevede l'applicazione al rimborso della somma a mutuo del tasso di cambio applicato dalla banca alla vendita della valuta straniera, l'intermedio offra al cliente un vero e proprio servizio di cambio.

[105] In questo senso, ancora, G. D'AMICO, *La vessatorietà delle clausole* floor, cit., pag. 264-265. L'Autore ritiene, in particolare, che non possa essere attribuito al vaglio di vessatorietà un compito che non gli è proprio, ossia quello di sindacare il rispetto dell'equilibrio economico attraverso clausole che definiscono l'oggetto del contratto ed il rapporto sussistente fra prestazione e controprestazione. Nelle parole dell'autore, questa funzione

sviluppato fin d'ora, bensì con la *ratio* stessa delle disposizioni europee sul vaglio di abusività delle clausole. La vessatorietà guarda difatti ad uno squilibrio che è prettamente *normativo* e, come tale, si interfaccia sul modo in cui è costruito il regolamento contrattuale, attraverso le singole previsioni che lo compongono. Le diverse ipotesi contemplate dall'Allegato alla Dir. 93/13 forniscono, difatti, una prima traccia sul modo di intendere siffatta valutazione, da parte del legislatore europeo, del sintagma "squilibrio significativo fra diritti ed obblighi": un tratto caratterizzante una pluralità di queste è ravvisabile, difatti, nell'esercizio di una facoltà unilaterale e discrezionale in capo al professionista di intervento modificativo sui termini del regolamento contrattuale[106]. All'interno di una siffatta valutazione non possono che ricomprendersi, in conclusione, anche quelle clausole che introducono una sproporzione fra le parti, non tanto sulla misura del rischio assunto, bensì sui meccanismi che attribuiscono ad una sola di esse la facoltà di mutare il contenuto dispositivo (sul rischio finanziario) nel contratto alla luce del verificarsi di scenari ad essa sfavorevoli[107].

3.3. Riflessioni conclusive sulla sproporzione fra rischi: tra non vincolatività della clausola e irrealizzabilità della causa

Quest'ultimo passaggio richiama inevitabilmente alcune riflessioni conclusive sulla misura e sui limiti alla negoziabilità del rischio finanziario nel contratto. Il quadro normativo complessivo impone, anzitutto, un obbligo traversale – che sorge quindi indipendentemente dalla qualifica soggettiva delle parti contraenti – sulla *trasparenza* del rischio finanziario assunto e gestito attraverso quel regolamento contrattuale: obbligo la cui verifica relativa all'adempimento non può che modularsi, in concreto, sulla diversa capacità della controparte

---

è invece da attribuirsi al mercato, poiché in grado di selezionare gli operatori economici più efficienti, "*nella specie: le banche che riescono a concedere mutui a condizioni più vantaggiose, e, in particolare, senza aver bisogno – quando stipulano mutui a tasso variabile – di "proteggersi" fissando soglie "minime" del tasso alquanto elevate*". In senso contrario, v., M. F. CAMPAGNA, *La clausola con tasso minimo preteso nel mutuo (cd. floor clause)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, I, pag. 119.

[106] Forniscono un esempio di ciò le lettere *d) - f) – g) – h) – j) – k) – l)* dell'Allegato alla dir. 93/13.

[107] Clausole di questo tipo risultano meno frequenti all'interno dell'ordinamento, ma sono ben presenti nella casistica sottoposta al vaglio della giurisprudenza europea. Basti pensare, a titolo puramente esemplificativo, alle clausole oggetto dell'esame nel caso *Andriciuc* (C-186/16), che riconoscono alla banca la facoltà, esercitabili in via unilaterale, di "procedere a qualsiasi conversione delle liquidità disponibili sul conto di quest'ultimo nella valuta del contratto, al tasso di cambio praticato dalla banca nel giorno di tale operazione", al fine di profittare dell'andamento favorevole del cambio (par.9). O ancora, alle clausole che prevedono meccanismi differenziali di indicizzazione al cambio iniziale (cd. *rischio cambio*).

di comprendere l'effettiva portata del profilo di rischio condiviso o trasferito. A fianco di esso si pone poi quell'ampio reticolato di norme primarie e secondarie volte ad ampliare lo spettro di tutela nel contesto della contrattazione asimmetrica, nell'obiettivo dell'assunzione di un rischio non solo consapevole, ma anche *adeguato* al profilo soggettivo del cliente. Infine, abbiamo riscontrato un ultimo limite nella necessaria sussistenza di un equilibrio di carattere normativo nelle clausole che definiscono il contenuto dispositivo del contratto in ordine al profilo del rischio finanziario.

Quest'ultimo punto richiede, però, una delucidazione ulteriore.

L'analisi del dato positivo e della sua applicazione giurisprudenziale ha messo in luce il fatto che la sproporzione cui guarda la normativa di recepimento della dir.93/13 nel disciplinare il vaglio di vessatorietà non è quella relativa alla misura dei rischi assunti da ciascuna parte, bensì quella consistente nella attribuzione di una facoltà unilaterale di modifica dei termini dell'accordo sul rischio. Le clausole che introducono un significativo squilibrio normativo nel regolamento contrattuale, quale che sia il termine ultimo sul quale ricade l'esercizio di questa facoltà, sono considerate "non vincolanti" nei confronti del consumatore (art. 6, par. 1, dir. 93/13) e sono affette da nullità relativa, purché il regolamento contrattuale possa comunque sussistere privo di esse[108]. Al vaglio di vessatorietà, così inteso, è dunque attribuita una funzione estranea a quella di controllo e limite sul rischio finanziario assunto nel contratto o, meglio, una che solo indirettamente realizza questo obiettivo.

A ben vedere, nessuna disposizione nel panorama del diritto di derivazione euro-unitaria sembra spingersi fino ad imporre un nesso di necessaria proporzione fra i rischi assunti dalle parti, tanto per i rapporti simmetrici, quanto per quelli asimmetrici: sempre che, giova ripeterlo, l'assunzione e la distribuzione degli stessi sia fatta *consapevolmente* da entrambe e risulti *adeguata* al profilo soggettivo del cliente. Da ciò si potrebbe dunque dedurre, ragionando di conseguenza, che l'assunzione di un rischio sproporzionato non goda di alcun rilievo giuridico all'interno della disciplina del contratto. Il che, pare una conclusione del tutto incoerente, non solo con la logica che ha fin d'ora mosso il presente lavoro, ma anche, evidentemente, con la *ratio* della regolazione positiva sul rischio finanziario.

Si è, invece, dell'impressione che l'esistenza di rapporto di diversa proporzione fra rischi rilevi non già attraverso l'accertamento della natura abusiva della clausola, bensì, a monte, sul

[108] V., analogamente, art. 36, cod. cons.

piano della qualificazione dell'operazione negoziale e, nella specie, sul vaglio di *realizzabilità* della causa (art. 1325, comma 2, c.c.)[109]. Il contratto che prevede un'allocazione *ob origine* sproporzionata nella misura del rischio finanziario è negozio astrattamente lecito e realizza, di per sé, interessi meritevoli di tutela o comunque non vietati dall'ordinamento giuridico (si pensi, ad esempio, all'ipotesi del giuoco e della scommessa): può però risultare, in rapporto agli interessi delle parti, inidoneo a realizzare la funzione per la quale l'accordo è concretamente concluso[110]. Tale inidoneità non si manifesta, tuttavia, a seguito del verificarsi di fatti o circostanze sopravvenute che pregiudichino la "finalità essenziale in cui consiste la causa concreta del contratto"[111], ma per un malfunzionamento genetico che compromette fin dall'inizio la congruità fra l'interesse che muove le parti alla contrattazione ed il concreto funzionamento dell'accordo. Tale risulta, ad esempio, l'ipotesi del contratto assicurativo che allochi interamente il rischio finanziario dell'operazione sul cliente: risulta infatti del tutto inidoneo alla persecuzione di una finalità di tipo previdenziale un accordo che si connoti unicamente o prevalentemente per il suo carattere speculativo.

Così intesa, la sperequazione fra rischi impone dunque un doppio giudizio da parte dell'interprete. Un primo in ordine alla qualificazione dell'operazione negoziale per come voluta dalle parti. Un secondo, invece in ordine alla corrispondenza fra l'interesse

---

[109] Il punto è affrontato, con quale sovrapposizione concettuale, da una recente decisione della Corte di Cassazione sul contratto di acquisto di un pacchetto turistico "all inclusive", v., Cass., 10 luglio 2018, n. 20338, in *IlCaso.it*. Il problema interpretativo era sorto in relazione alla domanda di risoluzione del contratto avanzata da un cliente al quale, dopo l'acquisto di un pacchetto di viaggio da un operatore turistico, era stata diagnosticata una patologia grave. La Corte, nell'accogliere la domanda di risoluzione, statuisce che "*l'impossibilità sopravvenuta della prestazione si ha non solo nel caso in cui sia divenuta impossibile l'esecuzione della prestazione del debitore, ma anche nel caso in cui sia divenuta impossibile l'utilizzazione della prestazione della controparte, quando tale impossibilità sia comunque non imputabile al creditore e il suo interesse a riceverla sia venuto meno, verificandosi in tal caso la sopravvenuta irrealizzabilità della finalità essenziale in cui consiste la causa concreta del contratto e la conseguente estinzione dell'obbligazione*". Più diffusamente, sull'inutilizzabilità della prestazione, v., P. PERUZZI, *L'inutilizzabilità della prestazione*, Firenze, 2017.

[110] Il codice prevede, fra le altre, due fattispecie nelle quali il contratto persegue una causa irrealizzabile ed è, pertanto, da considerarsi nullo. La prima è quella relativa al contratto di assicurazione diretto a coprire un rischio inesistente o venuto meno precedentemente la stipulazione dell'accordo (art. 1895 c.c.). La seconda è prevista, invece, a fronte di una rendita vitalizia per una persona che, al tempo del contratto, era già deceduta (art. 1876 c.c.). Riconduce entrambe le ipotesi a fattispecie di irrealizzabilità della causa, A. M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'*interest rate swap, Napoli, 2018, pag. 142-143, secondo cui "*non si tratta qui di ricostruire la pattuizione privata, ma semmai di valutarne la concreta funzionalità: di vedere, cioè, se essa, per come è stata disegnata dalle parti, può svolgere il suo compito, ossia venire eseguita e dar vita, in conclusione, a quel diverso assetto patrimoniale cui è finalizzata*".

[111] Sul punto, ancora, P. PERUZZI, *L'inutilizzabilità della prestazione*, cit., pag. 49.

oggettivamente e *consapevolmente* determinato dalle parti, e l'assetto di rischi risultante dalla struttura *oggettiva* del contratto[112]. In difetto di questa corrispondenza, l'accordo risulterà carente del requisito causale, non già sotto l'art. 1322, comma 2, c.c. (immeritevolezza degli interessi) o art. 1343 c.c. (illiceità della causa), bensì sotto l'art. 1325 comma 2 c.c. (irrealizzabilità della causa), dando pertanto adito all'invalidità totale del contratto.

[112] G. B. FERRI, *La causa nella teoria del contratto*, in *Studi sull'autonomia dei privati*, G.B. Ferri – C. Angelici (a cura di), Torino, 1997, pag. 99

INDICE BIBLIOGRAFICO

AA., V. (1988). *Innominatverträge, Festgabe zum 60. Geburtag von Walter R.Schluep.* Zürich.

AA., V. (2012). Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy. An Introduction. *The Economic Journal, 122*, F274.

AA., V. (2017). *Deutsches und eruopäisches Bank- und Kapitalmarktrecht.* Berlin.

AA., V. (2017). *Principles of Banking Law.* Oxford.

AA., V. (2017). *The impact of the Mortgage Credit Directive in Europa.* Barcelona.

AA., V. (2018). Life Below Zero: bank lending under negative policy rate. *Working Paper Series ECB*. Von https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2173.en.pdf abgerufen

Abel, J. (2019). *The Resolution of Sovereign Debt Crises. Instruments, Inefficiencies and Options for the Way Forward.* Baden-Baden.

Accorinti, F., Conti, G., & Pucci, G. (2000). *Rischi finanziari. Analisi e modelli di valutazione.* Padova.

Admati, A., & Hellwig, M. (2013). *The Banker's new clothes.* Princeton.

Agüero Ortiz, A. (2017). Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo. *Revista de derecho del mercado de valores*, 21 ss.

Albanese, A. (2003). *Violazione di norme imperative e nullità del contratto.* Napoli.

Allara, M. (1936). *Il testamento.* Padova.

Alpa, G. (1989). voce "Rischio contrattuale". *Enciclopedia del Diritto , XL*, 1144 ss.

Alpa, G. (1990). voce "Oggetto del negozio giuridico". *Enciclopedia Giuridica, XXI*, 1 ss.

Alpa, G. (2003). L'armonizzazione del diritto contrattuale e il progetto di codice civile europeo. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 169 .

Alpa, G. (2006). La causa e il tipo. In E. Gabrielli, *I contratti in generale* (S. 559 ss.). Torino.

Alpa, G. (2009). Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune. *Economia e Diritto del Terziario*, 419 ss.

Alpa, G. (2012). *Le stagioni del contratto.* Bologna.

Alpa, G., & Bessone, M. (1984). *Causa e consideration.* Padova.

Alpa, G., & Martini, R. (1999). Oggetto e contenuto. In M. Bessone, *Trattato di diritto privato* (Bd. III). Torino.

Alpa, G., Bessone, M., & Roppo, V. (1982). *RIschio contrattuale e autonomia privata.* Napoli.

Alvaro, S., Gentili, A., & Mottura, C. (2017). Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile. Un'analisi dei profili giuridici e finanziari. *Quaderni Giuridici Consob*.

Amadio, G. (2007). L'ipotesi del terzo contratto. In E. Navarretta, *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore.* Milano.

Ambrosoli, M. (1995). Il motivo tra vizi del consenso e causa del contratto. *I Contratti*, 363 ss.

Angelici, C. (2016). *Alla ricerca del "derivato".* Milano.

Angermann, J. (2012). *Die Verletzung vertragsschlussbezogener Informationspflichten des Europäischen Privatrechts. Unionsrechtliche Vorgaben und Sanktionierung fehlerhafter Informationserteilung nach nationalem Recht, Baden Baden, 2010.* Baden-Baden.

Annunziata, F. (2017). *La disciplina del mercato mobiliare.* Torino.

Annunziata, F. (Milano). *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari.* 1993.

Ansuinelli, C., & Tittarelli, S. (1999). *I prodotti derivati dei tassi d'interesse.* Milano.

Arnold, S. (2014). *Vertrag und Verteilung.* Tübingen.

Ascarelli, T. (1930). Contratto misto, negozio misto, negozio indiretto, negotium mixtum com donationae. *Rivista del Diritto Commerciale*, 462 ss.

Ascarelli, T. (1932). I debiti di moneta straniera. *Rivista del Diritto Commerciale*, 444 ss.

Ascarelli, T. (1949). Il negozio indiretto. In T. Ascarelli, *Saggi giuridici* (S. 149 ss.). Milano.

Ascarelli, T. (1958). Aleatorietà e contratti di borsa. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 444 ss.

Ascarelli, T. (1959). Delle obbligazioni pecuniarie. In A. Scialoja, & G. Branca, *Commentario al codice civile Scialoja-Branca.* Bologna.

Atamer, Y. M. (2011). Duty of Responsible Lending: Should the European Union Take Action? . In S. Grundmann, & Y. M. Atamer, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law.* The Netherlands.

Avgouleas, E. (2012). *Governance of global financial markets.* Cambridge.

Azzarri, F. (2015). I "prestiti in valuta estera" nella direttiva 2014/17/UE sui "contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali. *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, 200 ss.

Bakker, A. F. (1996). *The liberalization of capital movement in Europe.* Dordrecht.

Balestra, L. (2000). *Il contratto aleatorio e l'alea normale.* Padova.

Ballerini, L. (2018). Corrispettivo variabile e clausola floor nei contratti del consumatore. *Rivista di diritto dell'impresa*, 389-412.

Baltensperger, E., & Kugler, P. (2016). The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc. *Aussenwirtschaft, 67*(2), 1-30.

Barba, A. (2017). *Consumo e sviluppo della persona.* Torino.

Barba, V. (2008). La connessione tra i negozi e il collegamento negoziale. In AA.VV., *Studi in onore di Giuseppe Benedetti* (S. 25-67). Napoli.

Barcellona, E. (2009). Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure? . *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 660 ss.

Barcellona, E. (2012). Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione". *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 541-676.

Barcellona, M. (2009). *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob.* Milano.

Barcellona, M. (2015). *Della Causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza.* Padova.

Barcellona, P. (1962). *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico.* Milano.

Barenghi, A. (2018). Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 143 ss.

Barnake, B. S., & Mishkin, F. S. (1992). Central Bank behaviour and the strategy of monetary policy: observation from six industrial countries. In O. Blanchard, & S. Fischer, *NBER Macroeconomics Annual.* Cambridge.

Basile, I., & Erzegovesi, L. (1989). *L'analisi del rischio degli investimenti finanziari.* Milano.

Battelli, E. (2017). Interpretazione contra proferentem e trasparenza contrattuale. *Contratto e Impresa*, 216 ss.

Baudry Lacantinerie, G., & Barde, L. (1914). Delle obbligazioni. In G. Baudry Lacantinerie, & L. Barde, *Trattato teorico pratico di diritto civile* (Bd. III). Milano .

Bausch, S. (2012). Beratung und Beratungshaftung von Banken im Lichte der Pilotentscheidungen zu Lehman-Zertifikaten. *NJW*, 354 ss.

Bazzano, C. (1997). *Index Linked e unit linked. Le polizze che investono in borsa.* Milano.

Beck, M., & Kewell, B. (2014). *Risk. A study of its origins, history and politics.* Singapore.

Behr, S. (2018). *Vertragsrechtliche Zulässigkeit negativer Verzinsung im Einlagenbereich.* Berlin.

Bellettato, S. (2016). Obblighi informativi del finanziatore e misure di tutela del consumatore: la disciplina attuativa della Direttiva n. 2014/17/UE. *Studium Iuris*, 301.

Belvedere, A. (1977). *Il problema delle definizioni nel codice civile.* Milano.

Benedetti, A. M. (Milano). voce "Contratto asimmetrico". *Enciclopedia del Diritto , V*, 370 ss. .

Benedetti, G. (1991). *Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a contenuto patrimoniale.* Napoli.

Benedetti, G. (1997). Il nuovo diritto dei contratti. In G. Benedetti, *Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a contenuto patrimoniale.* Napoli.

Benjamin, J. (2007). *Financial Law.* Oxford.

Bergmann, A. (2014). *Die Rechtsfolgen des ungerechten Vertrages.* Tübingen.

Bermudez, J., & Vidal, E. (2009). Restructuring US financial institution: Fannie Mae and Freddie Mac, Lehman Brothers and AIG. In E. A. Bruno, *Global Financial Crises. Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects.* Londra.

Bernhardsen, T. (1998). Interest rate differentials, capital mobility and devaluation expectations: evidence from European countries. *Occasional Paper Norges Bank*.

Berti De Marinis, G. (2013). *La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole.* Napoli.

Bessone, M. (1969). *Adempimento e rischio contrattuale.* Milano .

Bessone, M. (1979). Ratio legis dell'art. 1467 c.c., risoluzione per eccessiva onerosità e normale alea del contratto. *Rivista del Diritto Commerciale*, 5 ss.

Betti, E. (1954). *Teoria generale delle obbligazioni.* Milano .

Betti, E. (1959). *Lezioni di diritto romano. Rischio contrattuale, Atto illecito, Negozio giuridico.* Roma.

Betti, E. (1959). voce "Causa del negozio giuridico". *Novissimo Digesto Italiano*.

Betti, E. (1994). *Teoria generale del negozio giuridico (ristampa).* Napoli.

Bianca, C. M. (1993). La vendita e la permuta. In F. Vassalli, *Trattato di diritto civile italiano* (Bd. VII). Torino.

Bianca, C. M. (1995). L'obbligazione. In *Diritto Civile* (Bd. IV). Milano.

Bianca, C. M. (2019). Il contratto. In C. M. Bianca, *Diritto Civile* (Bd. III). Milano.

Bianca, C. M., Patti, G., & Patti, S. (1995). *Lessico di diritto civile.* Milano.

Bianca, C. M., Patti, G., & Patti, S. (1995). *Lessico di diritto civile.* Milano.

Bianca, M. (2011). Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza degli interessi. *Rivista di Diritto Civile*, 789 ss.

Bigliazzi Geri, L. (1998). Sul significato del termine "clausola" in relazione al comma 2 dell'art. 1419 c.c. In L. Bigliazzi Geri, *Rapporti giuridici e dinamiche sociali. Principi, norme, interessi emergenti.* Milano.

Binder, J.-H., & Ettensberger, S. (2016). „Automatischer" Negativzins bei darlehensvertraglichen Zinsänderungsklauseln im Niedrigzinsumfeld? - Vertragsauslegung und Lösungsansätze. *WM*, 2069.

Binon, J. M. (2012). Arrêt "Gonzáles Alonso": les "nouveaux" produits d'assurance vie sont-ils des contrats d'assurance? *Journal de droit européen*, 185 ss.

Bitz, M., & Stark, G. (2015). *Finanzdienstleistungen - Darstellung - Analyse - Kritik.* Berlin.

Blackburn, R. (2008). The Subprime Crisis. *New Left Review*, 63-106.

Bonneau, T. (2009). , Commenataire de l'ordonnance numéro 2009-15 du 8 janv. 2009 relative aux instruments financiers. *JCP E*, 1105 ss.

Boselli, A. (1948). Rischio, alea e alea normale del contratto. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 777ss. .

Boselli, A. (1949). Le obbligazioni fondamentali nel contratto aleatorio. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 596 ss.

Bowles, R. (1982). *Law and the economy.* London.

Bozzi, G. (1987). Clausole di indicizzazione legale. In N. Irti, *Dizionario Irti - Diritto Monetario.* Milano .

Breccia, U. (1991). Le obbligazioni. In G. Iudica, & P. Zatti, *Trattato di diritto privato.* Milano.

Breccia, U. (1999). Causa. In M. Bessone, *Il contratto in generale* (Bd. XIII). Torino.

Breccia, U. (1999). Interessi non meritevoli di tutela. In A. VV., *Il contratto in generale* (Bd. III). Torino.

Breccia, U. (2013). Che cosa è "giusto" nella prospettiva del diritto privato? In U. Breggia, *Immagini di diritto privato* (Bd. I). Torino.

Brescia Morra, C. (1990). Aspetti giuridici delle operazioni "pronti contro termine". *Rivista del Diritto Commerciale*, 780 ss.

Brinkmayer, H. (2015). *Drivers of Bank Lending: New Evidence from the Crisis.* Berlin.

Brizi, L. (2019). Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari. *Danno e Responsabilità*, 24 ss.

Brown, M., & De Haas, R. (2012). Foreign Banks and Foreign Currency Lending in Emerging Europe. *Economic Policy*, 57-98.

Bucher, M., & Neyer, U. (2014). Der Einfluss des (negativen) Einlagesatzes der EZB auf die Kreditvergabe im Euroraum. *Ordnungspolitische Perspektive*.

Buck-Heeb, P. (2018). Finanzierungsberatung: Aufklärungspflichten und Haftung. *ZIP* , 705 ss.

Bugiolacchi, L. (2006). L'assicurazione sulla vita. La natura del contratto e il rischio assicurato. In G. Alpa, *Le assicurazioni private.* Milano.

Busch, D. (2017). Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II. In D. Busch, & C. Van Dam, *A Bank's Duty of Care.* Oxford.

Bush, D. (2017). The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond. *European Review of Contract Law*, 70 ss.

Bush, D., Avegouleas, E., & Ferrarini, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe.* Oxford.

Buttaro, L. (1971). In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 466 ss.

Calabrese, G. (2018). Effetti della manipolazione dell'Euribor sul mutuo bancario a tasso variabile. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 316 ss.

Calais Auloy, J., & Steinmetz, F. (2006). *Droit de la Consommation.* Paris.

Calvo, R. (2005). I contratti del consumatore. In F. Galgano, *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia* (Bd. XXXIV). Padova.

Calvo, R. (2010). Locazione tra autodeterminazione e funzione esistenziale. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 317 ss.

Calvo, R. (2015). Le obbligazioni. In R. Calvo, *Diritto Civile* (Bd. I). Bologna.

Calvo, R. (2016). Clausole "claims made" fra meritevolezza e abuso secondo le Sezioni Unite. *Corriere Giuridico*, 727 ss.

Campagna, M. F. (2018). Le clausole con tasso minimo preteso nel mutuo (cd. floor clause). *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 141 ss.

Campagna, M. F. (2019). Clausola d'interessi con tasso minimo preteso (floor) e/o con. In M. Confortini, *Clausole Negoziali* (Bd. II). Torino.

Campagna, M. F. (2019). Clausole di parametrazione monetaria (Indice-merci, cd. valuta estera, oro). In M. Confortini, *Clausole Negoziali* (Bd. II). Torino.

Campione, R. (2018). La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debiti ceduti: profili civilistici. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1485 ss.

Canaris, K. W. (1997). *Die Bedeutung der iustitia distributiva im deutschen Vertragsrecht.* München.

Candian, A. (2018). La corte di legittimità e la qualificazione delle polizze vita. *Il Foro Italiano*, 3179 ss.

Capaldo, G. (1999). *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap.* Milano.

Capaldo, G. (2004). *Contratto aleatorio e alea.* Milano.

Capobianco, E. (2016). Profili generali della contrattazione bancaria. In E. Capobianco, *I contratti bancari.* Torino.

Capriglione, F. (2008). *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici.* Padova.

Caputo Nassetti, F. (1993). Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: cap, floor, corridor, collar, PRA e opzioni su FRA. *Diritto del commercio internazionale*, 873 ss.

Caputo Nassetti, F. (2011). *I contratti derivati finanziari.* Milano.

Caputo Nassetti, F. (2015). Le clausole di indicizzazione come strumenti finanziari derivati? *Giustizia Civile.com*(12).

Caputo Nassetti, F. (2016). Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamento e opzioni sui tassi di interesse. *Giurisprudenza Commerciale*, 299 ss.

Caputo Nassetti, F. (2016). Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing. *Giurisprudenza Commerciale*, 352 ss. .

Caputo Nassetti, F. (2016). L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati" . *Giustizia Civile.com*, 79 ss.

Caputo, A. (1993). *Le clausole di garanzia monetaria.* Milano.

Caravelli, C. (1937). voce "Alea". *Nuovo Digesto Italiano, I*, 307 ss.

Carbonetti, F. (1980). Clausole di indicizzazione. In N. Irti, *Dizionario* (I Ausg.). Milano.

Carbonetti, F. (1988). *Indicizzazione e contratto nell'età dell'inflazione.* Milano.

Cariota Ferrara, L. (1949). *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano.* Napoli.

Carli, G., & Capriglione, F. (1983). *Inflazione e ordinamento giuridico.* Milano.

Carnelutti, F. (1915). Sulla efficacia delle clausole non accettate contenute nelle fatture commerciali. *Rivista del Diritto Commerciale*, 1 ss. .

Carnelutti, F. (1916). Formazione progressiva del contratto. *Rivista del Diritto Commerciale*, 308 ss.

Carnelutti, F. (1922). L'interpretazione dei contratti e il ricorso in Cassazione. *Rivista del Diritto Commerciale*, 140 ss.

Carozzi, A. M. (2004). Swap. In P. Cendon, *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale.* Torino.

Carresi, F. (1963). Il contenuto del contratto. *Rivista di Diritto Civile*, 365 ss.

Carresi, F. (1987). Il contratto. In F. Messineo, & A. Cicu, *Trattato di diritto civile e commerciale* (Bd. XXI). Milano.

Carriero, G. (2007). Autonomia privata e disciplina del mercato. Il credito al consumo. In M. Bessone, *Trattato di diritto privato* (Bd. XXXI). Torino.

Caso, G. (2011). Fondamento costituzionale del dovere di ospitalità e conformazione dell'autonomia privata. *Rivista di Diritto Civile*, 992 ss.

Castaldi, G. (1987). Trasparenza delle condizioni di finanziamento nei rapporti di credito al consumo. In F. Capriglione, *La disciplina comunitaria del credito al consumo.* Roma.

Castellani, G., De Felice, M., Moriconi, F., & Mottura, C. (1993). *Un corso sul controllo del rischio di tasso di interesse.* Bologna.

Cataudella, A. (1966). *Sul contenuto del contratto.* Milano.

Cataudella, A. (2000). *I contratti. Parte generale.* Torino.

Cecchetti, R. (1990). voce "Negozio per relationem". *Enciclopedia Giuridica, XX.*

Cervini, V. (1997). Risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta dei mutui in valuta. *Giustizia Civile*, 1417 ss.

Cheeseman, H. (2018). *Business Law.* New York.

Cherednychenko, O. (2011). Full Harmonization of Retail Financial Services Contract Law in Europe: A Success or a Failure? In S. Grundmann, & Y. M. Atamer, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law.* The Netherlands.

Cherednychenko, O. (2014). Public Supervision over Private Relationship: Towards European Supervision Private Law? *European Review of Contract Law*, 37 ss.

Cherednychenko, O. (2015). Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law. *European Law Journal*, 500 ss.

Cherti, S., Follieri, L., & Verde, C. (2016). La nuova disciplina del credito immobiliare ai consumatori . In C. S. Piraino F., *I contratti bancari.* Torino.

Cherubini, U., & Della Lunga, G. (2001). *Il rischio finanziario.* Milano.

Chionna, V. (2008). *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari.* Bari.

Chiovenda, G. (1930). Dell'azione nascente dal contratto preliminare. In G. Chiovenda, *Saggi di diritto processuale civile* (S. 101-119). Roma.

Chiovenda, G. (1930). L'azione nel sistema dei diritti. In G. Chiovenda, *Saggi di diritto processuale civile (1900-1930)* (S. 3-99). Roma.

Cirillo, A. (1990). *NIFs, SWAPs ed OPTIONs. Operazioni bancarie innovative.* Padova.

Clarizia, R. (1998). voce "Contratti innominati". *Enciclopedia Giuridica, IX*.

Coen, C. (2012). Der negative Basiszinssatz nach § 247 BGB. *NJW*, 3329 ss.

Cohen, H. (1978). The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers Professional Responsabilities. *Journal of Corporate Law*, 533 ss.

Corrias, P. (2008). Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita. *Rivista di Diritto Civile*, 91 ss.

Corrias, P. (2015). Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema. *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 449-462.

Corrias, P. (2016). *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali.* Napoli.

Corrias, P. (2017). La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell'assicurato. *Assicurazioni* , 9 ss.

Cortese, F., & Sartori, F. (2010). *Finanza derivata, mercati e investitori.* Pisa.

Costanza, M. (1981). *Il contratto atipico.* Milano.

Costanza, M. (1987). Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale. *Contratto e Impresa*, 427 ss.

Costanza, M. (1994). Condizioni generali di contratto e contratti stipulati dai consumatori. *GIustizia Civile*, 544 ss.

Costanza, M. (2016). "For you for nothing" o immeritevolezza. *Le società*, 729 ss.

Costanza, M. (2017). Della meritevolezza. Il caso claims made. *Il Foro Italiano*, 1919 ss.

Costi, R. (2018). Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47. *Banca, Impresa e Società*, 393 ss.

Cottino, G. (2006). Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini . *Giurisprudenza Italiana*, 3 ss. .

Crisciuoli, G. (1959). *La nullità parziale del negozio giuridico: teoria generale.* Milano.

Crisciuoli, G. (1964). Precisazioni in tema di annullabilità parziale del negozio giuridico in rapporto ai vizi della volontà. *Rivista di Diritto Civile*, 366 ss.

Cucinotta, G., & Moretti, E. (1988). *Strumenti della nuova finanza, Domestic interest rate swap, warrant, cap, floor, collar, Commercial Papaer, opzioni, prestiti convertibili.* Roma.

Cusumano, V. (2019). La clausola di rischio cambio nei contratti di leasing. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 232 ss.

D'Adda, A. (2009). Nullità parziale ed integrazione del contratto con regole dispositive. In S. Pagliantini, *Le forme della nullità.* Torino.

Dalmartello, A. (2017). Epilogo della questone della clausola floor in Spagna? Chiarimenti dalla Corte di Giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive. *Rivista di diritto bancario.*

D'Amico, G. (1996). *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto.* Napoli.

D'Amico, G. (2017). La vessatorietà delle clausole floor. *I Contratti*, 261 ss.

Dattilo, G. (1988). voce "Rendita (diritto privato). *Enciclopedia del Diritto, XXXIX*, 853 ss.

De Gennaro, G. (1934). *I contratti misti.* Padova.

De Gioia Carabellese, P., & Chessa, C. (2016). La direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito relativi a beni immobili residenziali. *Responsabilità civile e Previdenza*, 1434 ss.

De Nova, G. (1974). *Il tipo contrattuale.* Padova.

De Nova, G. (1976). Nullità relativa, nullità parziale e clausole vessatorie non specificamente approvate per iscritto. *Rivista di Diritto Civile*, 480 ss.

De Nova, G. (1987). L'oggetto del "contratto di informatica": considerazioni di metodo. In G. Alpa, & V. Zeno Zencovich, *I contratti di informatica.* Milano.

De Nova, G. (2008). *Il contratto alieno.* Torino.

De Nova, G. (2011). *Il Contratto: dal contratto atipico al contratto alieno.* Milano.

De Pamphilis, M. (2017). Profili di nullità nei mutui indicizzati alla valuta estera. *Corriere Giuridico*, 1098 ss.

De Poli, M. (2009). GLi obblighi gravanti sui creditori nella fase anteriore e posteriore alla stipulazione del contratto e le conseguenze della loro violazione. In G. De Cristofaro, *La nuova disciplina europea del credito al consumo.* Torino.

De Vauplane, H. (2009). Définition des instruments financiers: une avancée conceptuelle majeure. *Banque févr*, 84 ss.

Del Prato, E. (1990). *La minaccia di far valere un diritto.* Padova.

Del Vitto, G. (1879). *Commentario teorico-pratico del codice civile del Regno d'Italia per singoli articoli* (Bd. IV). Torino.

Dennozza, F. (2014). La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa. In A. Guaccero, & M. Maugeri, *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?* (S. 147-160). Milano.

Derleder, P., Knops, K.-O., & Bamberger, H. G. (2017). *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht.* Berlin.

Di Biase, A. (2013). Il problema della legittimità dei mutui a tasso variabile Euribor: tra illecito antitrust e indeterminatezza dell'oggetto. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 181 ss.

Di Franco, M., Polimeni, F., & Proietti, M. (2002). *Opzioni e titoli strutturati. Le recenti evoluzioni dell'ingegneria finanziaria.* Milano.

Di Giandomenico, G. (1987). *Il contratto e l'alea.* Roma.

Di Giandomenico, G. (1991). I contratti aleatori. In G. Alpa, & M. Bessone, *I contratti in generale.* Milano.

Di Maio, A. (2001). Debito di interessi e inadempimento. *Corriere Giuridico*, 1442 ss.

Di Majo, A. (1979). voce "Obbligazioni pecuniarie". *Enciclopedia del Diritto, XXIX*.

Di Majo, A. (1996). *Le obbligazioni pecuniarie.* Torino.

Di Marzio, F. (1997). Eccessiva onerosità sopravvenuta dei contratti di mutuo indicizzati all'ECU. *Giustizia Civile*, 1098 ss.

Di Pace, P. (1940). *Il neogozio per relationem.* Torino.

Di Porto, F. (2018). sub. Art. 120-septies . In F. Capriglione, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (Bd. III, S. 1993 ss.). Milano.

Dolmetta, A. A. (2013). *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole.* Bologna.

Domat, J. (1689). *Les lois civiles dans leur ordre naturel.* Parigi.

Donati, A., & Volpe Putzolu, G. (2016). *Manuale di diritto delle assicurazioni* . Milano.

Dore, R., & Pontieri, A. (2008). La finanziarizzazione dell'economia globale. *Stato e Mercato* (84), 373-394.

Dornbush, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 1161.

Dornbush, R., & Frankel, J. A. (1988). The flexible exchange rate system: experience and alternatives. *NBER Working Paper Series*.

Durante, F. (2009). *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori.* Milano.

Eilmansberger, T. (2004). The relationship between Rights and Remedies in EC Law: In Search of the Missing Link. *Common Market Law Review*, 1242 ss.

Ellenberger, J., & Lange, C. (2018). Allgemeine Vorschriften für Darlehensverträge. In G. Nobbe, *Kommentar zum Kreditrecht* (S. 510-619). Heidelberg.

Ernst, W. (2015). Negativzinsen aus zivilrechtlicher Sicht. Ein Problemaufriss. *ZfPW*, 250.

Esser, J. (1956). *Grundsatz und Norm in der richterlichen Fortbildung des Privatsrecht.* Tübingen.

Esser, J., & Schmidt, E. (1995). *Schuldrecht: Allgemeiner Teil.* Heidelberg.

Faber, D., & Vermut, N. (2017). *Bank Failure. Lessons from Lehman Brothers.* Oxford.

Fabiano, A. E. (2012). La riforma della disciplina delle polizze linked nelle disposizioni del TUF e dei regolamenti di attuazione: le ragioni di una scelta. *Diritto e Fiscalità dell'Assicurazione*, 283-310.

Fadel, P., & Marangoni, A. (2008). Enti locali e strumenti finanziari derivati. *Rivista di Diritto Bancario*.

Falzea, A. (1941). *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico.* Milano.

Fanelli, G. (1973). *Le assicurazioni.* Milano.

Farenga, L. (2019). *Manuale di diritto delle assicurazioni private.* Torino.

Fasti, P. L. (2016). La nuova direttiva 2014/17 sul credito residenziale riguarda solo i consumatori? *I mutui ipotecari nel diritto comparato e europeo. Commentario alla direttiva 2014/17/UE*.

Fauceglia, G. B. (2018). L'usura sopravvenuta nelle prospettive della giurisprudenza, della dottrina e dell'Arbitro Bancario e Finanziario. *Rivista del Notariato* , 267 ss.

Fazekas, J. (2017). The consumer credit crisis und unfair contract terms regulation. Before and after Kàsler. *Journal of European Consumer and Market Law*, 99-106.

Fejos, A. (2017). Mortgage credit in Hungary. *EuCML*, 139 ss.

Ferrante, E. (2016). Transparency of standard terms as a fundamental right of European law. In VV.AA., *EU-Grundrechte und Privatrecht.* Baden-Baden.

Ferrari, A., Landi, A., & Vezzani, P. (2004). *Gli strumenti finanziari* . Torino.

Ferri, G. (1966). *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico.* Milano: Giuffrè.

Ferri, G. B. (1968). *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico.* Milano.

Ferri, G. B. (1971). Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale. *Rivista di Diritto Commerciale*, 87 ss.

Ferri, G. B. (1974). La "neutralità" del gioco. *Rivista del Diritto Commerciale*, 28 ss. .

Ferri, G. B. (1977). Nullità parziale e clausole vessatorie . *Rivista di Diritto Commerciale*, 11 SS.

Ferri, G. B. (1980). voce "Ordine Pubblico (dir. priv.)". In *Enciclopedia del Diritto* (Bd. XXX). Milano.

Ferri, G. B. (1987). *Il negozio giuridico tra libertà e norma.* Rimini.

Ferri, G. B. (1990). *Le annotazioni di Filippo Vassalli in margine a taluni progetti del libro delle obbligazioni.* Padova.

Ferri, G. B. (1994). Capacità e offetto del negozio giuridico: due temi meritevoli di ulteriori riflessioni. In G. B. Ferri, *La anamorfosi dl diritto civile attuale. Saggi.* Padova.

Ferri, G. B. (1997). La causa nella teoria del contratto. In G. B. Ferri, & C. Angelici, *Studi sull'autonomia dei privati.* Torino.

Ferri, L. (1959). *L'autonomia privata.* Milano.

Ferro Luzzi, P. (1998). L'assetto e la disciplina del risparmio gestito. *Rivista del diritto commerciale*, 191-206.

Ferro Luzzi, P. (2004). *Lezioni di diritto bancario.* Torino.

Ferro Luzzi, P. (2010). Attività e "prodotti" finanziari. *Rivista di diritto civile*, 133-145.

Fidrmuc, J., Mariya, H., & Helmut, S. (2011). Household's Foreign Currency Borrowing in Central and Eastern Europe. *Working Paper Austrian Central Bank*(171).

Fiori, R. (2003). Il problema dell'oggetto del contratto nella tradizione civilistica. In A. VV., *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato.* Napoli.

Fleckner, A. (2003). DIe Lücke im Recht des Devisenterminhandelsrecht. *WM*, 168 ss.

Flüme, W. (1965). Das Rechtsgeschäft. In W. Flüme, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts* (Bd. II). Berlin-Heidelberg-New York.

Fornasier, M. (2014). Der Europäische Gerichtshof und die Kontrolle missbräuchlicher Klauseln: Ein Kurswechsel? *ZEuP*, 410 ss.

Forssbaeck, J., & Oxelheim, L. (2003). *Money markets and politics. A study of European financial integration and monetary policy options.* Northampton.

Franceschelli, R. (1975). Negozi tipici e atipici. In R. Franceschelli, *Scritti civilistici e teoria generale del diritto.* Milano.

Franchini, L. (1991). *Il manuale del finanziamento in valuta.* Trento.

Franza, E. (2009). Il rischio di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico. *I Contratti* , 491 ss.

Fratini, F. (2015). Rilevanza esterna delle norme endoassociative e validità dei contratti. *Rivista di Diritto ed Economia dello Sport*, 402 ss.

Frigessi di Rattalma, M. (2013). La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'Unione Europe. *Assicurazioni*, 3-17.

Frydman, R. -G. (2004). Limiting exchange rate swings in a world of imperfect knowledge. In P. Sorensen, *Monetary Union in Europe, Historical perspective and prospects for the future. Essays in honour of Niels Thygesen.* Copenhagen: DJOF Publishing.

Furgiuele, G. (1974). *Vendita di "cosa futura" e aspetti di teoria del contratto.* Milano.

Furmston, M. (2017). *The law of contract.* London: Lexis Nexis.

Gabrielli, E. (1964). L'oggetto della conferma ex art. 590 c.c. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1367 ss.

Gabrielli, E. (1986). Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 570 ss.

Gabrielli, E. (1991). Il rischio contrattuale. In W. Bigiavi, *I contratti in generale. Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale.* Torino.

Gabrielli, E. (1997). *Alea e rischio nel contratto. Studi.* Napoli.

Gabrielli, E. (1997). Il contratto e le sue classificazioni. *Rivista di Diritto Civile*, 719 ss.

Gabrielli, E. (2006). Il contenuto e l'oggetto . In E. Gabrielli, *I contratti in generale.* Milano.

Gabrielli, E. (2008). Il contratto e l'operazione economica. In A. VV., *Studi in onore di Giuseppe Benedetti* (S. 755 - 778). Napoli.

Gabrielli, E. (2009). L'operazione economica nella teoria del contratto. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 905 ss.

Gabrielli, E. (2011). *Contratto e contratti.* Milano.

Gabrielli, E. (2013). *"Operazione economica" e teoria del contratto.* Milano.

Gabrielli, E. (2015). L'oggetto del contratto. Sub Artt. 1346-1347. In P. Schlesinger, *Il codice civile. Commentario.* Milano.

Gabrielli, E., & Lener, R. (2011). Marcati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID. In E. Gabrielli, & R. Lener, *I contratti del mercato finanziario.* Torino.

Gaggero, P. (2013). Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 451 ss.

Gagliardi, L. (2003). La produzione assicurativa del ramo vita. In M. Vincenzini, *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione, finanza e produzione.* Milano.

Galgano, F. (1985). *Diritto Privato.* Padova.

Galgano, F. (1991). Il contratto nella società post-industriale. In A. VV., *La civilistica italiana dagli anni '50 a oggi.* Padova.

Galgano, F. (1993). voce "Vendita". *Enciclopedia del Diritto, XLVI*, 499 ss.

Gallino, L. (2011). *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi.* Torino.

Gallo, P. (1992). *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto.* Milano.

Gallone, G. (2016). Il tasso minimo e i "derivati incorporati", o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l'opzione floor vanilla. *Giurimetrica*, 9 ss.

Gambino, A. (1960). Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto. *Rivista del Diritto Commerciale*, 441 ss.

Gambino, A. (1985). Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari). *Rivista di diritto commerciale*, 105-121.

Gambino, A. (1990). La prevenzione nelle assicurazioni sulla vita e nuovi prodotti assicurativo-finanziari. *Assicurazioni*, 39 ss.

Gambino, A. (Milano). *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori.* 1964.

Gardella Tedeschi, B. (1999). voce "Vitalizio". *Digesto Discipline Civilistiche, XIX*, 741 ss.

Garner, B. (2009). *Black's Law Dictionary.* Dallas.

Garner, B. Y. (2009). *Black's Law Dictionary.* Eagan.

Garofalo, A. M. (2012). La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed quilibrio dello scambio. *Rivista di Diritto Civile*, 5 ss.

Garofalo, A. M. (2017). Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 1205 ss.

Garofalo, A. M. (2018). *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'interest rate swap.* Napoli.

Gazzara, G. (1957). *La vendita obbligatoria.* Milano.

Gazzoni, F. (1978). Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi. *Rivista di Diritto Civile*, 57-74.

Gazzoni, F. (2015). *Manuale di diritto privato.* Napoli.

Gentili, A. (2018). Le clausole di determinazione del tasso tra TUB e TUF: finanziarizzazione della trasparenza bancaria? *Rivista di diritto bancario*.

Ghestin, J. (1988). Le contract: formation. In J. Ghestin, *Traité de droit civil.* Parigi.

Giampieri, A. (1998). voce "Rischio contrattuale". *Digesto Discipline Privatistiche, XVIII*, 17 ss. .

Giannini, G. (2009). Crisi finanziaria e impatto sul settore assicurativo in Italia. *Bancaria*, 57 ss.

Gierke, O. (1889). *Die soziale Aufgabe des Privatrechts. Vortrag gehalten am 5. April 1889 in der juristischen Gesellschaft zu Wien.* Berlin-Heidelberg.

Gioia, G. (1991). Il contratto di "swap". *Giurisprudenza Italiana*, 2209 ss.

Giordano Mondello, A. (1966). *Il testamento per relazione.* Milano.

Giordano, L., & Siciliano, G. (2013). Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti finanziari. *Quaderni di Finanza. Consob*.

Giorgi, G. (1891). *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano.* Firenze.

Giorgianni, M. (1960). voce "Causa (Diritto Privato)". *Enciclopedia del Diritto, VI* , 557 ss.

Giorgianni, M. (1961). *La causa del negozio giuridico.* Milano.

Girino, E. (2010). *I contratti derivati.* Milano.

Girino, E. (2016). I derivati impliciti: vizi e virtù della scomposizione. *Rivista di Diritto Bancario*.

Gitti, G. (2005). L'oggetto del contratto e le fonti di determinazione dell'oggetto nei contratti di impresa. *Rivista di Diritto Civile*, 12 ss.

Gitti, G., & Villa, G. (2008). *Il terzo contratto* . Bologna.

Gòmez Pomar, F. (2019). Core versus Non-Core Terms and Legal Controls over Consumer Contract Terms: (Bad) Lessons from Europe? *European Review of Contract Law*, 177 ss.

Goris, P. (1994). *The legal aspect of swaps: an analysis based on economic substance.* London.

Gorla, G. (1932). *La compravendita e la permuta.* Torino .

Gorla, G. (1934). *Del rischio e pericolo nelle obbligazioni.* Padova.

Gorla, G. (1953). La teoria dell'oggetto del contratto nel diritto continentale (civil law) . *Jus*, 289 ss.

Gorla, G. (1954). *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico* (Bd. I). Milano.

Grassetti, C. (1934). Sulla stipulazione di talune clausole d'aggio nel vigente ordinamento monetario. *Foro della Lombardia*, 664 ss.

Grassetti, C. (1936). Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico. *Rivista del Diritto Commerciale*, 356 ss.

Greco, F. (2007). Risparmio tradito e tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale. *Danno e Responsabilità*, 565 ss.

Greco, F. (2015). La violazione della regola della trasparenza nel mutuo con tasso floor ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito. *Responsabilità civile e previdenza*, 25 ss.

Grossi, P. (2017). La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione. *Bancaria*, 4 ss.

Grundmann, S. (2013). The Bankinter case on MiFID Regulation and Contract Law. *European Review of Contract Law*, 267 ss.

Grundmann, S. (2017). Bankvertragsrecht. In C.-W. Canaris, M. Hebersack, & C. Schäfer, *Staub Haldelsgesetzbuch Kommentar* (S. 719-1016). Berlin.

Grundmann, S. (2017). Privatrecht und Regulierung. In H. C.-P. Grigoliet, *Privatrechtdogmatik im 21. Jahrhundert. Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 80. Geburstag,*. Berlin.

Grundmann, S., & Hollering, J. (2008). EC Financial Services and Contract Law. Developments 2005- 2007. *European Review of Contract Law*, 58 ss. .

Grundmann, S., Micklitz, H., & Renner, M. (2015). *Privatrechtstheorie.* Tübingen.

Grundmann, S., Möslein, F., & Riesenhuber, K. (2011). *Contract governance. An Integrative Research Approach to Modern Contract Law.* Oxford.

Grüneberg, C. (2017). *Die Bankenhaftung bei Kapitalanlagen.* München.

Gualazzini, U. (1970). voce "Giuochi e scommesse (storia) . *Enciclopedia del Diritto, XIX*, 30 ss.

Guarneri, A. (2018). Il contratto immeritevole e il rasoio di Occam. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 253 ss.

Gutkin, L. (2018). *Die Europäisierung der AGB-Kontrolle von Preisänderungsklauseln.* Berlin.

Haar, B. (2011). From Public Law to Private Law: Market Supervision and Contract Law Standards. In S. Grundmann, & Y. M. Atamer, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law.* The Netherlands.

Harnos, R. (2018). Der Darlehnsvertrag mit wechselkursbasiertem Zinssatz zwischen Finanzierungsberatung und Störung der Geschäftsgrundlage. *BKR*, 99 ss.

Havrylchyk, O., & Verdier, M. (2017). L'intermédiation Financière à l'époque des Fintechs: Le Rôle des plateformes de Crowdlending,. *Revue d'économie financiere*, 207.

Heeren, K. A. (2008). *Kapitalgeberschutz und hybride Finanzerungsinstrumente.* Berlin.

Hegedus, J. (2014). National Report for Hungary TENLAW: Tenancy Law and Housing Policy. *Multilevel Europe*.

Hellwig, M. F. (2010). Finanzkrise und Reformbedarf. *NJW*, 96 ss.

Henderson, S. K. (2003). *On derivatives.* London.

Hesselink, M. (2011). Unfair Terms in Contracts between Business. In R. Schultze, & J. Stuyck, *Towards a European Contract Law.* München.

Hoffmann, J. (2012). *Verbraucherschutz im Bereich der Finanzdienstleistungen.* Wismar-Rostock.

Hoflich, P. (2011). *Banks at Risk. Global Best Pratices in an Age of Turbolence.* Singapore.

Höniger, H. (1910). *Untersuchungen zum Problem der gemischten Verträge: DIe gemischten Verträge in ihren Grundformen.* München-Leipzig.

Hopt, K. (1991). *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen. Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz.* München.

Hudson, A. (2018). *The law on financial Derivatives.* Londra.

Hull, J. C. (2018). *Opzioni, Futures e altri derivati.* Milano.

Humphreys, V., & Noss, J. (2012). Estimating probability distributions of future asset prices: empirical transformations from option-implied risk-neutral to real-world density fuctions. *Bank of England working paper*(455).

Hunt, J. P. (2009). Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crises": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *Columbia Business Law Review*(1).

Imbruglia, D. (2015). Primi appunti sull'interest rate swap non adeguato. *Persona e Mercato*, 23-32.

Imbruglia, D. (2017). *La regola di adeguatezza e il contratto.* Milano.

Indolfi, M. (2019). La non meritevolezza della clausola rischio cambio, quale strumento finanziario autonomo con finalità speculativa. *I Contratti*, 44 ss.

Iniguez Ortega, P. (2017). Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional. *Revista de derecho bancario y bursàtil*, 229.

Inzitari, B. (1988). Il contratto di swap. *Contratto e Impresa*, 597-625.

Inzitari, B. (2011). Delle obbligazioni pecuniarie. In F. Galgano, *Commentario al codice civile Scialoja-Branca* (S. 180 ss.). Bologna.

Inzitari, B. (2017). *Interessi. Legali, corrispettivi, moratori, usurari, anatocistici.* Torino.

Irti, N. (1965). voce "Oggetto del negozio giuridico". *Nuovissimo Digesto Italiano, XI* , 803.

Irti, N. (1967). *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui: problemi generali.* Milano.

Irti, N. (1981). Inflazione e rapporti tra privati. *Giustizia Civile*, 311 ss.

Irti, N. (2016). *Un diritto incalcolabile.* Torino.

James, S. (1999). *The law of derivatives.* London, Hong Kong.

Jaschinski, J. (2019). Der Schutz des Verbrauchers in Fremdwährungsdarlehensverträgen - eine Bewertung unter Berücksichtigung von EuGH, Urt. v 20.09.2018, insbeondere mit Blick auf das Transparenzgebot. *VuR*, 19 ss.

Jensen, J. (2010). Klauselkontrolle im europeäischen Privatrecht. Ein Betrag zur Revision des Verbrucheracquis. *ZEuP*, 69 ss.

Jensen, N. (2011). Klausolekontrolle. In A. VV., *Revisione des Verbraucher.acquis.* Tübingen.

Jensen, N. (2018). Unfairness of Terms. In N. Jensen, & R. Zimmermann, *Commentaries on European Contract Law.* Oxford.

Jorgensen, A. (2012). Negative Interest Rates. *Monetary Review*, 59 ss.

Josten, R. (2017). *Kreditvertragsrecht.* München.

Kästle-Lamparter, D. (2018). Art. 2:406 Remedies for Breach of Pre-contractual information Duties. In R. Zimmermann, & N. Jansen, *Commentaries on European Contract Law.* Oxford.

Kaupa, C. (2016). *The pluralistic character of the European economic Constitution.* Oxford-Portland.

Kerkemeyer, A. (2018). *Möglichketen und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten.* Tübingen.

Keßler, O. (2012). *Das Strukturrisiko von Finanzderivaten.* Frankfurt am Main.

Köhler, C. (2012). *Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen.* Tübingen.

Köhler, W. (2008). *Wall Street Panik. Banken ausser Kontrolle.* Murnau am Staffelsee.

Kokkoris, I., Olivares-Caminaland, R., & Papadakis, K. (2011). The Greek Tragedy: is there a Deus ex Machina? In A. VV., *Managing Risk in the Financial System.* Cheltenham.

Kollmann, H.-P. (2016). *Negative Zinsen. Eine rechtsökonomische Analyse.* Baden-Baden.

Köndigen, J. (2011). Policy Responses to Credit Crises: does the law provide an answer? In S. Grundmann, & Y. M. Atamer, *Financial Services, Financial Crises and General European Contract Law.* The Netherlands.

Kronenburg, R. (2017). Bauspardarlehen. In P. Derleder, K.-O. Knops, & H. G. Bamberger, *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht* (S. 981-1024). Bremen-Hamburg-Neuwind.

Kruitohof, M. (2011). A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID. In S. Grundmann, & Y. Atamer, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law.* The Netherlands.

Krumnow, J. (1997). Bankencontrolling für derivative Geschäfte. In D. Hummel, W. Bühler, & L. Schuster, *Banken in globalen und regionale Umbruchsituationen, Festschrift für Johann Heinrich von Stein* (S. 291-315). Stuttgart.

La Fata, F. (2018). La qualificazione giuridica delle polizze cd. linked "pure" alla luce della funzione previdenziale dei contratti di assicurazione sulla vita. *Diritto del Mercato Assicurativo e Finanziario*, 113 ss.

La Rocca, G. (2009). Il contratto di intermediazione mobiliare fra teoria economica e categorie civilistiche. *Rivista Critica di Diritto Privato*, 131.

Lamandini, M., & Munoz, D. R. (2017). *EU Financial Law. An introduction.* Milano.

Landini, S. (2011). Art. 1932 c.c. e polizze index e unit linked. *Rivista Giuridica Sarda*, 394-398.

Landini, S. (2019). Sulla validità/invalidità delle polizze linked. *Giurisprudenza Italiana*, 1024 ss.

Langenbucher, K. (2018). *Economic Transplants: on lawmaking for corporations and capital markets.* Cambridge.

Larenz, K. (1987). *Lehrbuch des Schuldrechts.* München.

Lehmann, M. (2009). *Finanzinstrumente.* Tübingen.

Lener, G. (1999). *Profili del collegamento negoziale.* Milano.

Lener, R. (2005). Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale. *Diritto ed Economia dell'Assicurazione*, 1233 ss.

Lener, R., & Lucantoni, P. (2012). Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterlizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo? *Banca Borsa e Titoli di Credito* , 369-402.

Lenzi, R. (2016). Peer-to-Peer Lending: Opportunities and RIsks. *European Journal of Risk Regulation*, 688.

Lesch, T. (2017). *Negative Zinsen und das Kreditgeschäft. Rechtliche Herausforderungen für Banken in Deutschland.* Wiedesbaden.

Libertini, M. (1972). voce "Interessi". In *Enciclopedia del Diritto* (Bd. XXII). Milano.

Libonati, B. (1999). *Titoli di credito e strumenti finanziari.* Milano.

Lipari, F. G. (1933). Considerazioni sul tema degli arbitrati e degli arbitraggi. *Annali Messina, VII*, 40 ss.

Lipari, N. (1964). *Il negozio fiduciario.* Milano.

Lipari, N. (2017). Intorno alla "giustizia" del contratto. In N. Lipari, *Il diritto civile tra legge e giudizio.* Milano.

Lojacono, V. (1955). *Aspetti privatistici del fenomeno monetario.* Milano.

Lomfeld, B. (2015). *Die Gründe des Vertrages. Eine Diskurstheorie der Vertragrechte.* Tübingen.

Longo, A. (1985). Assicurazione vita in Italia: passato e futuro di un'attività nascente. *Assicurazioni*, 3 ss.

Looschelders, D. (2007). *Schuldrecht Besonderer Teil.* München.

Lucchini Guastalla, E. (2019). Il contratto di leasing finanziario alla luce della legge n. 124/2017. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 179 ss.

Luminoso, A. (1995). *Contratti tipici e atipici.* Milano.

Lupoi, A. (2016). La direttiva 17/2014. Il mercato dei crediti immobiliarie la consulenza al credito. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 235 ss.

Maffeis, D. (2012). Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati. *Banca Borsa e Titoli di Credito* , 280-309.

Maffeis, D. (2014). *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte.* Milano.

Maffeis, D. (2016). Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap. *Rivista di diritto civile*, 1096-1134.

Maffeis, D. (2016). I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamenti. *Società* , 1385 ss.

Maffeis, D. (2017). Trasparenza dei mutui ai consumatori. Dal tasso di interesse nelle clausole floor al tasso di cambio nelle clausole valuta. *Giustizia Civile.com*.

Maffeis, D. (2018). Alea razionale e scenari probabilistici nel vitalizio alimentare. *Giurisprudenza Italiana*, 2357 ss.

Maffeis, D. (2018). Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in Cassazione, prima di MiFID II e in attesa delle probabilità. *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 9 ss.

Maggiolo, M. (2012). Servizi ed attività di investimento: prestatori e prestazione. In A. Cicu, F. Messineo, & L. Mengoni, *Trattato di diritto civile e commerciale.* Milano.

Maier-Reimer, G. G. (2017). AGB-Recht im unternehmerischen Rechtsverkehr. Der BGH überdreht die Schraube. *NJW*, 1.

Maviglia, R. (2008). Le obbligazioni strutturate. In S. Amorosi, *Manuale di diritto del mercato finanziario.* Milano.

Mayaux, P. L. (2012). Arrêt Alonso: les contrats d'assurance-vie en unités de compte sont bien de l'assurance. *Revue européenne de droit de la consummation*, 567 ss.

Mazzocco, G. N. (2011). *Gli strumenti finanziari di mercato aperto.* Torino.

Mazzocco, G. N. (2011). I criteri di valutazione delle attività finanziarie. In G. N. Mazzocco, *Gli strumenti finanziari del mercato aperto* (S. 17 ss.). Torino.

McGee, A. (2006). *Life assurance contracts.* New York.

Mengoni, L. (1952). L'oggetto dell'obbligazione. *Jus*, 156 ss.

Messineo, F. (1952). *Dottrina generale del contratto.* Milano.

Messineo, F. (1957). *Manuale di diritto civile e commerciale* (Bd. II). Milano.

Messineo, F. (1961). voce "Contratto (Diritto privato-Teoria generale)". *Enciclopedia del Diritto , IX*, 924 ss.

Messineo, F. (1962). voce "Contratto innominato". *Enciclopedia del Diritto, X*, 95 ss.

Messineo, F. (1968). Il contratto in genere. In A. Cicu, & F. Messineo, *Trattato di diritto civile e commerciale.* Milano.

Metelli, F. (1999). *Il rischio finanziario: origine e strumenti derivati di gestione. Tassi d'interesse, cambi, materie prime e titoli.* Milano.

Miani, S. (2011). Gli strumenti a reddito fisso. In G. N. Mazzocco, *Gli strumenti finanziari di mercato aperto.* Torino.

Micklitz, H. W. (2009). The visible hand of European Regulatory Private Law. The transformation of European private law from autonomy to fucntionalism in competition and regulation. *Yearbook of European Private Law*, 3 ss.

Micklitz, H. W. (2010). Reforming European Unfair Terms Regulation. *European Review of Contract Law*, 366 ss.

Micklitz, H. W. (2014). Unfair Terms in Consumer Contracts. In AA.VV., *European Consumer Law* (S. 125). Cambridge.

Minervini, A. (2009). Il "terzo contratto". *I Contratti*, 493 ss.

Minervini, E. (1999). *Tutela del consumatore e clausole vessatorie.* Napoli.

Minervini, E. (2000). Le regole di trasparenza nel contratto di subfornitura. *Giurisprudenza Commerciale*, 227 ss.

Minneci, U. (2000). Sopravvenienza del mutuo in ECU e doveri di buona fede. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 193 ss.

Minneci, U. (2014). La parabola degli IRS: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione. In A. VV., *Società, Banche e Crisi d'Impresa, Liber Amicorum di Pietro Abbadessa* (S. 2315-2340). Milano.

Miola, M. (1988). *Il risparmio assicurato.* Napoli.

Mirabelli, G. (1950). Causa, oggetto, funzione, interesse. *Archivio Giuridico*, 107 ss.

Mirabelli, G. (1951). Causa subiettiva e causa obiettiva. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 323 ss.

Moloney, N. (201). *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK* . Cambridge.

Moloney, N. (2018). EU Financial Market Governance and the Retail Investor. *Yearbook of European Law*, 258-264.

Monti, E., & Messina, C. (1996). *La finanza per l'impresa.* Torino.

Monticelli, S. (2017). Il giudizio d'immeritevolezza della "claims made" agli albori della tipizzazione della clausola. *Danno e Responsabilità*, 452 ss.

Moraitis, A. (2017). The transposition of Directive 2014/17 in Greece. In A. E. Amayuelas, & M. Anderson, *The Impact of Mortgage Credit Directive in Europe.* Barcellona.

Morin, A. (1999). *Contribution à l'étude des contrats aléatoires.* Clermont-Ferrand.

Mösche, W. (2009). Die Finanzkrise. Wie soll es weitergehen? . *ZRP*, 129 ss.

Möslein, F. (2010). Contract Governance and Corporate Governance im Zusammenspiel. Lehren aus der globalen Finanzkrise. *Juristenzeitung*, 72 ss.

Möslein, F. (2015). Third Parties in the European Banking Union: Regulatory and Supervisory Effects on Private Law Relationship Between Banks and their Clients or Creditor. *EBOR*, 560 ss.

Möslein, F., & Riesenhuber, K. (2009). Contract governance. A draft research agenda. *European Review of Contract Law*, 248 ss.

Möslein, F., & Riesenhuber, K. (2012). Transparency. In AA.VV., *The Max Planck Encyclopedia of European Private Law* (Bd. II, S. 1686 ss.). Oxford.

Mossino, J. F. (2017). La nuova direttiva (IDD) vista con gli occhi dell'operatore. *Assicurazioni* , 59 ss.

Motti, C. (1997). *Mercati borsistici e diritto comunitario.* Milano.

Mundheim, R. (1965). Professional Responsabilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine. *Duke Law Journal*, 449 ss.

Napolitano, S. (2017). La clausole di pagamento effettivo in monete non aventi corso legale. In M. Confortini, *Clausole Negoziali* (Bd. I). Torino.

Natoli, R. (2012). *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione.* Milano.

Natoli, R. (2012). Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari. *Banca Borsa e Titoli di Credito* , 165-189.

Navarretta, E. (2000). *La causa e le prestazioni isolate.* Milano.

Navarretta, E. (2018). La causa e la réforme du code civil francese. *Persona e Mercato*, 205 ss.

Nazzaro, A. C. (2016). La causa delle polizze unit e index linked. *Diritto del Mercato Assicurativo e Finanziario*, 57 ss.

Neal, L. (2017). *Storia della finanza internazionale. Dalle origini ad oggi.* Bologna: Il Mulino.

Nicolò, R. (1944). Gli effetti della svalutazione della moneta nei rapporti di obbligazione. *Foro Italiano*, 41-54.

Nicolò, R. (1958). voce "Alea". *Enciclopedia del Diritto, I*, 1024 ss.

Nicolò, R. (1980). Aspetti pratici del concetto di causa. In R. Nicolò, *Raccolta di scritti* (Bd. II). Milano.

Nigro, A. (2010). Linee di tendenza della nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza" nell'erogazione del credito? In AA.VV., *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti.* Torino.

Nussbaum, A. (1950). *Money in the Law national and internatinal. A comparative study in the borderline of Law and Economics.* Brooklyn.

Nuzzo, M. (2008). Contratti collegati e operazioni complesse. In AA.VV., *Studi in onore di Giuseppe Benedetti* (S. 1227-1237). Napoli.

Obstfeld, M. -T. (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth.* Cambridge: Cambridge University Press.

Oetker, H., & Maultzsch, F. (2004). *Vertragliche Schuldverhältnisse.* Berlin - Heidelberg.

Onado, M. (2018). *Economia e regolamentazione del sistema finanziario.* Bologna.

Onza, M., & Salamone, L. (2009). Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 567 ss. .

Oppo, G. (1948). Note sull'istituzione dei non concepiti. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 82 ss.

Osti, G. (1959). voce "Contratto". *Novissimo Digesto Italiano, IV*, 504.

Pacileo, V. (2015). *I derivati.* Torino.

Pagliantini, S. (2012). voce "Trasparenza contrattuale". *Enciclopedia del Diritto. Annali, V*, 1280 ss.

Pagliantini, S. (2014). Le condizioni di erede beneficiario come eccezione rilevabile di ufficio: l'opinione del civilista. In S. Pagliantini, *Nuovi profili del diritto dei contratti. Antologia di casi e questioni.* Torino.

Pagliantini, S. (2014). L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte Costituzionale e ABF: il "mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale. *I Contratti*, 854 ss.

Pagliantini, S. (2014). Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali) . *Contratto e Impresa. Europa*, 532.

Pagliantini, S. (2016). L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone di Gentili e della Corte di Giustizia (il dopo Radlinger aspettando le clausole floor, sullo sfondo del nuovo art. 1190 Code civil). *I COntratti*, 1039.

Pagliantini, S. (2017). La non vincolatività (delle clausole abusive) e l'interpretazione autentica della Corte di Giustizia. *I Contratti*, 11 ss.

Pagliantini, S. (2018). Dopo le Sezioni Unite: sulla cd. usura sopravvenuta ed un abuso del diritto che non c'è. *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 558.

Pagliantini, S. (2019). Post vessatorietà ed integrazione del contratto nel decalogo della CGUE. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 561 ss.

Pagliantini, S., & D'Amico, G. (2015). *Nullità per abuso ed integrazione del contratto. Saggi.* Torino.

Pagliantini, S., & Vigoriti, L. (2012). I contratti "swap". In G. Gitti, M. Maugeri, & M. Notari, *I contratti per l'impresa.* Bologna.

Pagnoni, E. (2011). Contratti di Swap. In E. Gabrielli, & R. Lener, *I contratti del mercato finanziario.* Torino.

Palermo, G. (1970). *Funzione illecita e autonomia privata.* Milano.

Palermo, G. (1974). *Contratto di alienazione e titolo di acquisto.* Milano.

Pann, J., Seliger, R., & Übeleis, J. (2010). Foreign Currency Lending in Central, Eastern and Southeastern Europe: The case of Austrian Banks. *Financial Stabilty Report*, 56-76.

Paracampo, M. T. (2017). FinTech e il mercato unico tecnologico. In M. T. Paracampo, *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari.* Torino .

Parrella, F. (2010). La ripartizione del rischio finanziario nelle polizze index linked: un caso Lehman Brothers. *Società*, 459 ss.

Pascall, A. K. (2016). Tail wagging the dog: the manipulation of benchmark rates. A competitive bone of contention. *World Competition, 39*, 161-190.

Patterson, E. W. (1924). The aportionment of business risk through legal devices. *Columbia Law Review*, 336 ss.

Paulus, C. (2014). *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?* München.

Pazos, R. (2018). Loans concluded in a foreign currency - their main subject matter and the transparency requirement. *Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union*, 106.

Pellecchia, E. (2016). La direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 212 ss.

Perlingieri, G. (2017). La scelta della disciplina applicabile ai c.dd. "vitalizi impropri". Riflessioni in tema di aleatorietà della rendita vitalizia e di tipicità e atipicità dei contratti. *Rassegna di Diritto Civile*, 528 ss.

Perlingieri, P. (1962). *I negozi su cosa futura. La "compravendita" di cosa futura.* Napoli.

Perrone, A. (2008). *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari.* Milano.

Perrone, A. (2018). *Il diritto del mercato dei capitali.* Milano.

Peruzzi, P. (2017). *L'inutilizzabilità della prestazione.* Firenze.

Peterson, C. L. (2003). Thruth, Understanding and High Cost Consumer Credit: the Historical Context of the Truth in Lending Act. *Florida Law Review*, 886 ss.

Petsch, T. (2014). *Legal implication of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit.* The Netherlands.

Pietrobon, V. (1990). *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico.* Padova.

Pino, A. (1960). Rischio e alea nel contratto di assicurazione. *Assicurazioni*, 260 ss.

Piraino, F., & Cherti, S. (2016). *I contratti bancari.* Torino.

Piras, E. (2012). Polizze "index linked" collegate a obbligazioni Lehman Brothers. *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 73-83.

Pistelli, F. (2018). L'usura sopravvenuta di fronte alle Sezioni Unite. *Persona e Mercato*, 20 ss.

Pitruzzella, G. (2018). Fintech e nuovi scenari competitivi nel settore finanziario, creditizio, assicurativo. *Bancaria*, 23.

Pogliani, M. (1984). Fondi di investimento ed assicurazione vita come strumenti di risparmio e di previdenza. *Assicurazioni* , 407 ss.

Polacco, V. (1898). *Obbligazioni* . Milano.

Pothier, & J., R. (1831). *Oeuvres, content Les traiteés du droit français* (Bd. I). Bruxelles.

Preite, D. (1992). Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floor, swaps, index futures). *Diritto del commercio internazionale*, 171 ss.

Princigalli, A. M. (1995). Il consumatore e l'operatore commerciale. In A. Iannarelli, *Le vendite aggressive.* Napoli.

Pugliatti, S. (1940). La volontà come elemento essenziale del negozio giuridico. *Rivista di Diritto Commerciale*, 234 ss.

Pugliatti, S. (1947). Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico. *Nuova Rivista di Diritto Commerciale, Diritto dell'Economia e DIritto Societario*, 17 ss.

Pugliatti, S. (1961). voce "Conoscenza". *Enciclopedia del Diritto, IX*, 65 ss.

Quadri, E. (1982). Il problema delle clausole monetarie tra autonomia e controllo. In A. VV., *Credito e moneta.* Milano.

Quadri, E. (1999). Le obbligazioni pecuniarie. In P. Rescigno, *Trattato di diritto privato* (Bd. IX). Torino.

Quarta, A. (2017). Il diritto dei consumatori ai tempi della Peer Economy. Prestatori di servizi e Prosumers: primi spunti. *Europa e Diritto Privato*, 667.

Quarta, F. (2001). *Le polizze vita index linked.* Bari.

Racugno, G. (2010). Lo swap. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 23 ss.

Racugno, G. (2016). Il rendiconto finanziario secondo le nuove norme sul bilancio d'esercizio con una postilla sui flussi finanziari dei derivati. *Giurisprudenza Commerciale*, 270-285.

Racugno, G., & Tronci, L. (2016). Le "riserve" da strumenti finanziari derivati alla luce del recepimento della Direttiva n. 2013/34/UE. *Giursprudenza Commerciale* , 459-479.

Ramsay, I. (2016). Changing policy paradigms of EU Consumer Credit and Debt regulation. In S. Weatherill, & D. Leczykiewicz, *The image of consumer in EU Law. Legislation, Free movement and Competition Law.* Oxford.

Rechtschaffen, A. N. (2014). *Capital Markets, Derivatives and the Law: evolution after crisis.* Oxford.

Redenti, E. (1950). La causa del contratto secondo il nosro codice. *Rivista di Diritto e Procedura Civile*, 814 ss.

Reiner, G. (2002). *Derivative Finanzinstrumente im Recht.* Baden Baden.

Rende, F. (2012). *Informazione e consenso nella costruzione del regolamento contrattuale.* Milano.

Rescigno, P., & Patti, S. (2016). *La genesi della sentenza.* Bologna.

Resti, A., & Sironi, A. (2005). *Rischio e valore nelle banche.* Milano.

Reygrobellet, A. (2008). (Re)penser la notion d'instruments financiairs. *RTDF*, 61 ss.

Reygrobellet, A. (2009). Le nouveau paysage juridique des instruments financiers en droit français. *RTDF*, 169 ss.

Rigoni, U. (2011). I titoli stutturati. In G. N. Mazzocco, *Gli strumenti finanziari di mercato aperto.* Torino.

Rispoli, G. (2013). Clausole generali e regole settoriali. *Giurisprudenza Italiana*, 1812 ss.

Rizzo, V. (1997). Commento all'art. 1469-quater. Forma e interpretazione. *Nuove Leggi Civili Commentate*, 783 ss.

Rizzuti, M. (2016). Prodotti assicurativi finanziari e nullità contrattuali sanabili. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 783 ss.

Roberts, J. (2012). *Rechtliche Behandlung von Derivaten: ein Casebook.* Berlin.

Roldàn, J. M., & Saurina, J. (2011). Old and New Lessons of the Financial Crisis for Risk Management. In P. Holflich, *Bank at Risk.* Singapore.

Rolfi, R. (2006). La causa come "funzione economico-sociale": tramonto di un idolum tribus? *Corriere Giuridico*, 1718 ss.

Rolli, R. (2018). Problemi e questioni sull'armonizzazione del diritto privato. *Rivista di Diritto Privato*, 385.

Romano, G. (2013). La riforma dei derivati "OTC" negli USA: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act. *Rivista di diritto commerciale* , 137-203.

Roppo, V. (1971). Nulità parziale del contratto e giudizio di buona fede. *Rivista di Diritto Civile*, 693 ss.

Roppo, V. (1973). Impossibilità sopravvenuta, eccessiva onerosità e "frustration of contract". *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1248 ss.

Roppo, V. (1996). Iscrivibilità di ipoteca per somma denominata in moneta estera. *Rivista di Diritto Privato*, 55 ss.

Roppo, V. (2001). *Il contratto del duemila.* Torino.

Roppo, V. (2005). La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali). *Contratto e Impresa*, 896 ss.

Roppo, V. (2007). Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici. *Rivista di Diritto Privato*, 669 ss.

Roppo, V. (2011). Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma. In V. Roppo, *Il contratto del duemila.* Torino.

Roppo, V. (2011). *Il contratto.* Milano.

Roppo, V. (2013). Causa concreta: una storia di successo? Dialogo non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito. *Rivista di Diritto Civile*, 957 ss.

Rosen, R. J. (2011). Investor Behaviour in the period before 2007-08 financial crisis. In A. VV., *Managing Risk in the Financial System.* Cheltenham.

Rosengren, E. S., & Werkema, J. (2011). Implications of the Financial Crises for RIsk Management and Macroprudencial Supervision. In P. Holflich, *Bank at RIsk.* Singapore.

Rossetti, M. (2011). *Il diritto delle assicurazioni* (Bd. I). Padova.

Rossetti, M. (2012). Polizze "liked" e tutela dell'assicurato . *Assicurazioni*, 223 ss.

Roth, G. (2014). sub § 2. In H. Hirte, & T. Möllers, *Kölner Kommentar zum WpHG* . Köln.

Rotondi, M. (1954). *Istituzioni di diritto privato.* Padova.

Rüfner, T. (2018). Change of circumstances. In N. Jensen, & R. Zimmermann, *Commentaries on European Contract Law.* Oxford.

Rumi, T. (2015). Profili privatistici della nuova disciplina sul credito relativo agli immobili residenziali. *I Contratti* , 70 ss.

Sabatelli, E. (1997). I prodotti misti assicurativi e finanziari. In A. Patroni Griffi, & M. Ricolfi, *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza.* Milano.

Sacco, R. (1957). In tema di gioco o scommessa (a proposito della competizione "Lascia o raddoppia"). *Rivista del Diritto Commerciale*, 410 ss.

Sacco, R. (2005). *Il fatto, l'atto, il negozio.* Milano.

Sacco, R., & De Nova, G. (2016). *Il contratto.* Torino.

Salamone, L. (1998). La nozione di "strumento finanziario" tra unità e molteplicità. *Rivista del Diritto Commerciale*, 711 ss.

Salanitro, U. (2009). Prodotti finanziari assicurativi collegati a obbligazioni Lehman Brothers. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 491 ss.

Salerno, F. (2018). La violazione dell'obbligo di verifica del merito creditizio: effetti (anche) civilistici. *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1423.

Salerno, M. E. (2016). La disciplina in materia di proteyione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente. *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 437 ss. .

Salis, L. (1935). *La compravendita di cosa futura.* Padova.

Sangiovanni, V. (2009). I contratti di swap. *I contratti*, 1133 ss.

Sangiovanni, V. (2013). La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari. *Corriere Girudico*, 770 ss.

Santono Passarelli, F. (1932). La determinazione dell'onorato di un lascito e l'arbitrio di un terzo. *Rivista di Diritto Privato*, 780 ss.

Santoro Passarelli, F. (1966). *Dottrine generali del diritto civile.* Napoli.

Saracini, E. (1971). *Nullità e sostituzione di clausole contrattuali.* Milano.

Sartori, F. (2015). Sulla clausola floor nei contratti di mutuo. *Contratto e Impresa*, 398 ss.

Sauphanor, N. (2000). *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique.* Parigi.

Scalcione, R. (2011). *The derivatives revolution.* Philadelphia.

Scalfi, G. (1960). *Corrispettività e alea nei contratti* . Milano.

Scalfi, G. (1992). *L'assicurazione tra rischio e finanza.* Milano.

Scalisi, V. (2007). Giustizia contrattuale e rimedi: fondamento e limiti di un controverso principio. In E. Navarretta, *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore.* Milano.

Scarpa, D. (2010). Natura della polizza finanziaria index linked e tutela dell'assicurato. *I Contratti*, 581 ss.

Schäfer, F. L. (2014). Wohnimmobilienkreditrichlinie. Geschichte und Umsetzung im Verbrauchendarlehnsrect. *VuR*, 207 ss.

Schena, C., Tanda, A., Arlotta, C., & Potenza, G. (2018). Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale. In G. D'Agostino, & P. Munafò, *Quaderni Consob. FinTech.* Roma.

Scherer, P., & Zeller, S. (2009). *Banking regulation in Germany.* Frankfurt am Main.

Schimansky, H., Bunte, H.-J., & Lwowsky, H.-J. (2017). *Bankrechts-Handbuch.* München.

Schimdt Salzer, J. (1995). Recht der AGB und der misßbräuchlichen Klauseln. *JZ*, 223 ss.

Schluep, W. (1979). *Innominatvertäge.* Stuttgart-Basel.

Schreiber, O. (1911). Gemischte Verträge im Reichsschuldrecht. *Jehring's Jahrbücher*, 106 ss.

Schulze, R., & Zoll, F. (2016). *European Contract Law.* Baden-Baden.

Scialoja, V. (ristampa 1938). *Negozi giuridici (corso di diritto romano dell'anno accademico 1892-1893).* Roma.

Scimemi, E. (2004). La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds. *Giurisprudenza Commerciale*, 690 ss.

Scognamiglio, C. (2006). Problemi della causa e del tipo. In V. Roppo, *Trattato sul contratto* (Bd. II). Milano.

Scognamiglio, R. (1970). Dei requisiti del contratto. Sub artt. 1346 ss. . In V. Scialoja, & G. Branca, *Commentario al Codice Civile.* Bologna-Roma.

Scopsi, M. (2019). The Expansion of Big Data Companies in the Financial Services Industry, and EU Regulation. *IAI Papers*, 14.

Scozzafava, O. T. (2001). *Gli interessi dei capitali.* Milano.

Scuderi, S. (2019). I leasing finanziario alla luce della L. n. 124/2017. *I Contratti*, 335 ss.

Semeraro, M. (2013). *Gli interessi monetari. Utilitas temporis, capitale e scelte di sistema.* Napoli.

Serrao d'Aquino, P. (2010). Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata. *Giurisprudenza di merito*, 3206-3224.

Sicchiero, G. (1995). *Il contratto con causa mista.* Venezia.

Sicchiero, G. (2003). *La clausola contrattuale.* Padova.

Singer, T. C. (1995). Regulating Derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action? *18*(4), 1397-1474.

Smith, J., & Calomme, C. (2016). The Reform of the French Law of Obligation. Les jeux sont faits. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 1040 ss.

Somanathan, T., & Nageswaran, V. A. (2015). *The economics of derivatives.* Cambridge: Cambridge University Press .

Sparkes, P. (2017). What is Mortgage Credit? In M. Anderson, & E. A. Amayuelas, *The Impact of Mortgage Credit Directive in Europe.* Barcellona.

Späth, W. (2010). Lehman-Zertifikate im Fokus der Rechtsprechung der lezten 2 Jahre. *VuR*, 451 ss. .

Spatuzzi, A. (2016). Sul contratto oneroso di rendita vitalizia e sul ruolo dell'alea. *Rivista del Notariato*, 477 ss.

Staudinger, J., & Freitag, R. (2015). § 488 - 490 . In J. Staudiger, *Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen.* Berlin : Sellier - de Gruyter.

Steinhaeuser, P. (2019). *Die Manipulation von Referenzzinsen wie LIBOR and EURIBOR. Eine Analyse kartellrechtlicher Implikationen von koordinierten Refernzwertverfälscherungen an der Schnittstelle zum Kapitalmarktrecht.* Berlin.

Stiglitz, J. (10. 11 2008). Serve una nuova Bretton Woods. *La Repubblica - Affari e finanza*.

Stolfi, G. (1961). *Teoria del negozio giuridico.* Padova.

Swan, N. (1998). The legal regulation of derivative instruments in Ancient Greece and Rome. In B. Rider, *The corporate dimension* (S. 63-85). Bristol.

Tamponi, M. (1974). Sulla clausola estensiva della garanzia pignoratizia ai crediti presenti e ai crediti futuri. *Rivista di Diritto Civile*, 226 ss.

Tarantino, A. (2011). Caveat Emptor: polizze index linked a garanzia di restituzione del capitale alla scadenza. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 617 ss.

Tartaglia, P. (1984). *L'adeguamento del contratto alle oscillazioni monetarie.* Milano.

Teall, J. L. (2018). *Financial trading and investing.* Amsterdam.

Tercier, P. (1998). Des législateurs innominés . In A. VV., *Innominatverträge. Festgabe zum 60. Geburstag von Walter R. Schluep* . Zürich.

Tison, M. (2010). The civil law effects of MiFID in a comparative perspective. *Financial Law Institute. Working Papers* .

Tonetti, S. (2014). Intesa anticoncorrenziale e giudizio di meritevolezza. *Rassegna di Diritto Civile*, 130 ss.

Tresjack, V., & Beysen, E. (2011). European Consumer Protection Law: Curia Semper Dabit Remedium? *Common Market Law Review*, 105 ss.

Triffin, R. (1960). *Gold and dollar crisis* . New Haven: Yale University Press.

Troisi, A. (2014). Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari. *Contratto e impresa*, 519.

Tucci, A. (2015). Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto. *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 220-236.

Tucci, A. (2015). Squilibrio delle prestazioni e causa in concreto nei servizi di investimento: il caso My Way. *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 368-380.

Tucci, A. (2016). Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale. *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 137 ss.

Tucci, A. (2016). Profili del contratto nell'investimento finanziario. *Rivista di diritto commerciale*, 347-381.

Tyldesley, P. (2013). *Consumer insurance law: disclosure, representations and basis of the contract clauses.* Londra.

Valentino, D. (2011). sub Art. 1861 ss. . In E. Gabrielli, *Commentario del Codice Civile.* Milano.

Valsecchi, E. (1961). La rendita perpetua e la rendita vitalizia. In A. Cicu, & F. Messineo, *Trattato.* Milano.

Vattermoli, D. (2009). Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers) . *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 67 ss.

Vecchio, C. (1991). Il contratto di interest rate cap. *Corriere Tributario*, 2666 ss.

Versaci, G. (2016). Giudizio di meritevolezza e violazione di regole di condotta in materia di intermediazione finanziaria. *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 855 ss.

Vettori, G. (2008). Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio. *Obbligazioni e Contratti*.

Vettori, G. (2012). Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l'impresa debole. *Contratto e Impresa*, 1190 ss.

Vettori, G. (2013). Il contratto dei consumatori, dei turisti, dei clienti, degli investitori e delle imprese deboli. Oltre il consumatore. In G. Vettori, *Contratto e responsabilità* (Bd. I). Padova.

Vettori, G. (2015). Contratto giusto e rimedi effettivi. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 792 ss.

Vettori, G. (2015). *Il contratto europeo fra regole e principi.* Torino.

Vettori, G. (2017). *Contratto e rimedi.* Milano.

Vigori, L. (22. 03 2019). Il mark to market come requisito essenziale del contratto di Interest Rate Swap. *Giustizia civile.com*.

Vincenzini, M. (2003). *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione, finanza e produzione.* Milano.

Volanti, A. (1999). Aleatorità ed eccessiva onerosità sopravvenuta nei contratti di mutuo in ECU. *Impresa*, 629 ss.

Volpe Putzolu, G. (1984). Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi fondi comuni di investimento. *Giurisprudenza Commerciale*, 227 ss.

Volpe Putzolu, G. (2000). Le polizze Unit linked e Index linked. *Assicurazioni*, 233 ss.

Volpe Putzolu, G. (2012). Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile. *Assicurazioni*, 399 ss.

Wallinga, M. W. (2018). *EU investor protection regulation and private law. A comparativa analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses.* Groningen.

Weatherill, S. (2012). Consumer protection under EU law "is not absolute": yes but be careful! *European Review of Contract Law*, 221 ss.

Weidenkaff, W. (2018). § 488 - 490. In O. Palandt, *Bürgeliches Gesetzbuch* (S. 722-732). München.

Weitnauer, H. (1975). *Der Schutz der Schwächeren im Zivilrecht.* Karlsruhe.

Westphalen, F. (2017). Trennlinie zwischen AGB-Klauseln im Verbraucherrecht und in unternehmerischen Bereich. *BB*, 2051.

Whittaker, S. (2005). Assensing the Fairness of Contract Terms: The Parties "Essencial Bargain", its Regulatory Context and the Significance of Requirement of Good Faith. *ZEuP*, 75 ss.

Wilhelmsson, T. (1993). Control of Unfair Contract Terms and Social Value: EC and Nordic approaches. *Journal of Consumer Policy*, 450.

Wilhelmsson, T. (2003). Private Law Remedies against the Breach of Information Requirements of EC Law . In R. –E.–G. Schulze, *Informationspflichten und Vertragsschluß im Aquis Communautaire.* Tübingen.

Windscheid, B. (1879). *Lehrbuch des Pandektenrechts.* Stuttgart.

Yesin, P. (2013). Foreign Currency Loans and Systemic Risk in Europe. *Federal Reserve Bank of St. Louise Review*, 219 ss.

Zaccheo, M. (2000). *Risoluzione e revisione.* Roma.

Zeno Zencovich, V. (1991). Il contenuto del contratto. In W. Bigiavi, *I contratti in genere* (Bd. III). Torino.

Zerey, J.-C. (2016). *Finanzderivate.* Baden-Baden.

Zimmermann, R., & Whittaker, S. (2000). *Good Faith in European Contract Law.* Cambridge.

Zoll, F. (2008). Unfair terms in the Acquis Principles and Draft Common Frame of Reference: a study of the difference between the two closest members of one family. *Juridica International*, 69 ss.

Zoppini, A. (2008). Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza. *Rivista di Diritto Civile*, 525 ss.

Zoppini, A. (2012). Appunti in tema di rapporti fra tutele civilistiche e disciplina della trasparenza bancaria. *Banca, Borsa e TItoli di Credito*, 35 ss.

Zuleta Ferrari, M. (2016). Beyond Uncertainties in the Sharing Economy: Opportunities for Social Capital. *European Journal of Risk Regulation*, 664.