

VIII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"IL DIRITTO COMMERCIALE VERSO IL 2020: I GRANDI DIBATTITI IN CORSO, I GRANDI  
CANTIERI APERTI"

Roma, 17-18 febbraio 2017

EDOARDO RULLI

**Strumenti finanziari "incorporati" in altri contratti.  
Regole di condotta, trasparenza bancaria e disciplina del consumo.**

SOMMARIO: 1. Premessa; 2. Molte regole, molte parti deboli; 3. Dall'ibridazione del prodotto all'ibridazione del contratto; 4. Strumenti finanziari (derivati e non "incorporati". 5. Oggetto, causa e parte debole del contratto: qual è il criterio guida per stabilire se al contratto complesso si applica il t.u.b. o il t.u.f.?; 6. Discipline di settore, interpretazione estensiva e principi generali: il t.u.f., il t.u.b. e il cod. cons. specificano principi del codice civile o ne dettano di nuovi?; 7. Alcune (nuove) influenze del diritto dell'Unione europea; 8. Un possibile campo di applicazione trasversale delle discipline di protezione: depositi non garantiti e regole di condotta. 9. Conclusioni non definitive.

*1. Premessa*

La tutela della parte debole di un rapporto contrattuale è tra le tecniche di regolazione del mercato più utilizzate dal legislatore europeo<sup>1</sup>. Lo confermano i considerando che fanno da premessa alle direttive europee in materia di scambio di beni e prestazione di servizi: in esse è comune e trasversale il *leitmotiv* per cui "proteggere il contraente debole"

---

<sup>1</sup> Una tecnica che ha origine con la Risoluzione del Consiglio del 14 aprile 1975, riguardante un programma preliminare della CEE per una politica di protezione e di informazione del consumatore. In Italia, con riguardo alla figura del consumatore, un fondamentale impulso al dibattito si deve a C.M. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977, *passim*.

(consumatore, cliente al dettaglio, depositante) sarebbe la via maestra per conseguire l'obiettivo dell'integrità del mercato unico<sup>2</sup>.

È del resto noto come l'art. 169 TFUE individui nel raggiungimento di un «livello elevato di protezione dei consumatori» un principio o, comunque, una norma di carattere programmatico. Un principio (o *programma*) che traduce in norma primaria dell'Unione una tendenza legislativa in atto dagli anni ottanta<sup>3</sup> e, poi, consolidatasi nei primi anni novanta, da un lato, con la pubblicazione della direttiva sulle clausole abusive nei contratti con i consumatori e, dall'altro lato, con la prima direttiva sulla prestazione dei servizi di investimento<sup>4</sup>.

## 2. Molte regole, molte parti deboli.

---

<sup>2</sup> Sulle implicazioni anche pre-giuridiche e sulle tendenze evolutive (con riguardo al consumerismo, ma non solo), si rinvia al già fondamentale ancorché recentissimo scritto di H.W. MICKLITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, I, p. 859 ss. La prospettiva dell'A. è quella di un diritto dei consumatori *strumentalizzato* nel senso che, se ho ben compreso, esso deve "servire" a completare il mercato interno. Se è così, i medesimi obiettivi possono essere intravisti nelle direttive di settore (finanziario, bancario, assicurativo).

<sup>3</sup> G. ALPA, *Quando il segno diventa comando: la trasparenza dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2003, I, p. 467. Sul punto, *ex multis*, v. inoltre RESCIGNO, "Trasparenza" bancaria e diritto "comune" dei contratti, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1990, I, p. 297 ss.; DE POLI, *La trasparenza delle operazioni bancarie secondo il testo unico: primi appunti*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, p. 524 ss.; GAGGERO, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, a cura di Capriglione, in *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, p. 388; R. LENER, *Forma contrattuale e contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim*; S. FORTUNATO, *I contratti bancari: dalla trasparenza delle condizioni contrattuali alla disciplina delle clausole abusive*, in *Dir. banc.*, 1996, I, p. 27; E. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 96.

<sup>4</sup> V. BUONOCORE, *La direttiva comunitaria del 5 aprile 1993 sulle «clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori» e la disciplina della trasparenza nelle operazioni di intermediazione finanziaria (leasing, factoring, e credito al consumo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 453 ss. E la migliore dottrina ha da subito iniziato a cimentarsi con il problema delle sovrapposizioni tra discipline, v. GAMBINO, *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazione e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, in *Ass.*, 1993, I, 157 ss. Aveva colto differenze e affinità tra le nozioni di consumatore e risparmiatore (non ancora "investitore"), all'epoca in corso di definizione, G. ALPA, *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1990, I, p. 476 ss., in part. 490. V. anche P. RESCIGNO, "Trasparenza" bancaria e contratti di diritto comune dei contratti, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1990, in part., p. 301 su trasparenza bancaria e regole del contratto di diritto comune.

Le molte regole di protezione del cliente variano in ragione della posizione del *soggetto* (consumatore) che contratta con l'imprenditore nonché, sembra, in ragione della natura che tale soggetto (cliente, investitore, assicurato) assume in relazione all'oggetto e alla causa del contratto (credito, investimento, assicurazione).

Sicché oltre alla disciplina protettiva applicabile a tutti i contratti in cui una parte sia consumatore, in tesi *speciale* rispetto al diritto comune, ve ne sono di *specifiche* per i contratti di investimento, per i contratti in cui l'imprenditore è una banca<sup>5</sup> e per i contratti di assicurazione.

Senza pretesa di esaustività, e nei limiti in cui la nozione rileva nel campo dell'intermediazione del risparmio, l'interprete deve cimentarsi con le sovrapposizioni tra le disposizioni di protezione che riguardano il soggetto (consumatore) e le disposizioni di settore che regolano una attività (in relazione alla quale il cliente può essere risparmiatore, investitore, assicurato).

La disciplina che riguarda il *consumatore* offre a questo una "protezione di posizione", che si fonda sul presupposto secondo cui la parte non imprenditrice del rapporto sia meno informata e consapevole<sup>6</sup>. Se ci si fermasse a questo, si potrebbe essere indotti a ritenere che esista una tendenziale sovrapposibilità tra quella consumeristica e le discipline di dei settori bancario, mobiliare e assicurativo. Con ciò, tuttavia, si trascurerebbe la circostanza che il codice del consumo disegna una protezione trasversale, che prescinde dall'attività svolta dal professionista, mentre la protezione di risparmiatori, investitori e assicurati è, appunto, relativa a un'attività e, quindi, settoriale (salva la possibilità di estendere le tutele in via analogica: sul punto si tornerà).

Inoltre, la prospettiva normativa del diritto dei consumatori si fonda su di un assioma, la debolezza della parte, che non si presta ad

---

<sup>5</sup> Qui nel senso di contratti il cui oggetto *non* concerne la prestazione di servizi di investimento: contratti bancari tipici e contratti soggetti alla disciplina del t.u.b. Il rilievo è necessario, visto l'art. 23, co. 4, t.u.f. Sul punto, v. A. GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giur. comm.*, I, 2003, p. 17, v. in particolare, la nt. 1 in cui l'Autore dà conto del contrasto (allora) esistente sull'operatività delle regole di trasparenza bancaria nel caso di contratti di investimento conclusi con una banca.

<sup>6</sup> In quest'ottica, il consumatore è sempre, in disparte da valutazioni in ordine al suo concreto livello di conoscenza del bene o del servizio che acquista, un «contraente profano». La definizione si deve a E. GABRIELLI, *Sulla nozione di consumatore*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2003, I, p. 1149 ss., in particolare par. 8.

essere inciso da valutazioni *in concreto* circa la maggiore o minore preparazione che il singolo consumatore possa avere, in concreto, in un determinato rapporto contrattuale.

Non altrettanto può dirsi degli ordinamenti settoriali in esame. Nel mercato finanziario, qui per semplificare considerato come somma dei tre mercati della raccolta della provvista finanziaria, il diritto positivo consente a tutt'oggi di distinguere (anche se, forse, solo a fini descrittivi) tra:

(i) *intermediazione bancaria*, che è attività riservata, la quale ha luogo con modalità di contrattazione tipiche o tipizzate (contratti bancari o contratti cui si applica la disciplina del t.u.b.) che si fonda sul presupposto per cui alla raccolta del risparmio tra il pubblico ex artt. 10 e 11 t.u.b. consegue un *obbligo di rimborso* della clientela che ha fornito la provvista;

(ii) *intermediazione finanziaria*, che pure è attività riservata, la quale ha luogo con modalità di contrattazione che (pur se non considerate tipiche) si fondano su di un riconoscibile e disciplinato contratto di investimento cui si applica una disciplina del t.u.f. (artt. 21 e 23, per il momento), che regola l'informazione prima e nell'investimento cercando di palesare al contrente i rischi che esso implica (in quanto l'investitore, a differenza del depositante, sopporta per definizione il rischio di mercato e quello dell'insolvenza del soggetto "finanziato", in qualità di partecipante al capitale ovvero di creditore<sup>7</sup>);

(iii) *intermediazione assicurativa*, attività riservata, basata su di un contratto tipico del codice civile e su di un'attività ulteriormente tipizzata dal codice di settore, specialmente per quanto riguarda la protezione dell'assicurato. In questo caso l'attività si caratterizza per il pagamento del premio il quale, oltre a costituire il prezzo per il trasferimento del rischio, nell'ottica del mercato costituisce anche una modalità di impiego alternativa al risparmio bancario e all'investimento finanziario che dovrebbe, almeno in teoria, caratterizzarsi per l'annullamento del rischio della mancata restituzione dei fondi<sup>8</sup> (in ciò avvicinandosi, ma solo sotto

---

<sup>7</sup> R. LENER, *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, in *Dir. economia assicur.*, 2005, I, p. 1233.

<sup>8</sup> V. M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 16. V. ancora R. LENER, *Il prodotto cit.*, p. 1233. Del resto, se è vero i premi costituiscono, singolarmente considerati, il prezzo pagato dall'assicurato per il trasferimento del rischio in capo all'assicuratore, è altrettanto vero che, considerati in massa, essi assolvono a una funzione indiretta di finanziamento

questo profilo, alla raccolta bancaria e quindi distinguendosi dall'investimento mobiliare).

Sul piano dei servizi offerti, pertanto, non sembrerebbe possibile assimilare le diverse tipologie di clientela, le quali chiedono la prestazione di servizi non sovrapponibili, salva l'ipotesi di prodotti complessi o misti. Dunque, in linea di principio, sul piano dell'*attività* di cui sono si servono, non è lecito assimilare le figure di investitore, risparmiatore e assicurato né tra loro né alla figura del consumatore.

Sul piano del *contratto*, ma meglio sarebbe dire sul piano del rapporto tra soggetto qualificato e "altro contraente"<sup>9</sup>, la differenza tra i settori del mercato finanziario e quelle tra le nozioni di cliente e quella di consumatore sono però meno evidenti. Ciò si intravede già nel dato normativo, il quale fornisce un primo indizio di come le categorie di cui ci serviamo a fini descrittivi non solo sfuggano alla prassi, ma che, invero, siano già "sfuggite" in alcune norme di dettaglio, nel loro progressivo stratificarsi.

E, così, in materia di prestazione di servizi bancari, il *cliente* della banca può essere debole e, quindi, *anche* consumatore<sup>10</sup>, ma può non esserlo, da cui la necessità di applicare solo la disciplina di favore della trasparenza bancaria e non anche il codice del consumo (qui il riferimento

---

delle imprese in quanto destinati a trasformarsi in impieghi. Non solo: il fenomeno è ancor più composito ove si considerino le implicazioni in tema di *bankassurance* o i prodotti assicurativi con componente finanziaria (ad es., polizze indicizzate e contratti di capitalizzazione). V. I. SABBATELLI, *Programmi di risparmio e causa del contratto*, in *Nuova giur. civ.*, 2012, 11, 10923 sulla causa di risparmio anziché assicurativa del programma.

<sup>9</sup> Così per descrivere la parte debole, di recente, A. BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2016, I, p. 46 ss., in part. nt. 11, ove il richiamo a V. BUONCORE, *L'impresa*, in *Tratt. Buonocore*, Torino, 2002, p. 411.

<sup>10</sup> Omettendo ogni richiamo alla dottrina e alla giurisprudenza, si può rinviare all'attuale formulazione dell'art. 118, co. 2 bis, t.u.b. che prevede espressamente la duplice ipotesi là dove, in materia di modifica unilaterale delle condizioni contrattuali, stabilisce: «se il cliente *non è un consumatore* [...] nei contratti di durata [...] possono essere inserite clausole, espressamente approvate dal cliente, che prevedano la possibilità di modificare i tassi di interesse al verificarsi di specifici eventi e condizioni, predeterminati nel contratto». Muovendo dalla prospettiva del codice del consumo, invece, si veda l'art. 21, co. 3 bis, il quale stabilisce che «è considerata scorretta la pratica commerciale di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obbliga il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa erogata dalla medesima banca, istituto o intermediario ovvero all'apertura di un conto corrente presso la medesima banca, istituto o intermediario».

è in generale al Titolo VI, artt. 115 e ss.<sup>11</sup>, disciplina rispetto alla quale la clientela è unitariamente considerata<sup>12</sup> e, quindi, non “graduata”, come invece avviene nel t.u.f.). Il punto sembra oggi pacifico, visto il recente orientamento della giurisprudenza europea che, in materia di clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori ha stabilito che le disposizioni della direttiva dir. 93/13 (art. 1, par. 1, e 2, lett. b) possono essere applicate a un contratto stipulato tra una persona fisica e un ente creditizio quando la persona fisica abbia agito per scopi che esulano dalla sua attività professionale, chiarendo che «a tale proposito, l’oggetto del contratto è irrilevante [...] per definire l’ambito di applicazione di tale direttiva; è dunque con riferimento alla qualità dei contraenti, a seconda che essi agiscano o meno nell’ambito della loro attività professionale, che la direttiva 93/13 definisce i contratti ai quali essa si applica»<sup>13</sup>.

In materia di prestazione di servizi di investimento, invece, l’intermediario, bancario o non bancario, può giovare delle disposizioni del t.u.f. che suddividono la clientela in tre gruppi omogenei permettendo di graduare l’applicazione delle regole di protezione in ragione del tipo di

---

<sup>11</sup> Un discorso a parte – anche perché espressamente sottratte alla disciplina del cod. cons. ex art. 43 dello stesso – meriterebbero, per l’ambito di applicazione iper-speciale, la disciplina del «credito ai consumatori» di cui agli artt. 121 e ss. t.u.b. e quella del «credito immobiliare ai consumatori» di cui agli artt. 120 quinquies e ss. t.u.b. v. A. MIRONE, *La « rilevanza del tempo » nella disciplina dei rapporti bancari di durata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2016, I p. 417 ss. D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 188 ss.

La materia dei contratti di credito immobiliare ai consumatori, in particolare, pone una disciplina dei “contratti di credito” che sembra proporre una sintesi tra le categorie dogmatiche che si sono sviluppate nella disciplina del consumo (clausole abusive, collegamento negoziale, recesso, *ius poenitendi*), della trasparenza bancaria (chiarezza del contratto e delle informative) e delle regole di condotta in materia di prestazione dei servizi di investimento (informazione, diligenza, correttezza).

Un altro discorso meriterebbero anche le disposizioni sui servizi di pagamento, v. art. 126 bis e ss. t.u.b. Sul profilo della trasparenza, v. M. ONZA, *La « trasparenza » dei « servizi di pagamento » in Italia (un itinerario conoscitivo)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2013, I, p. 577 ss.

<sup>12</sup> Ciò non significa, ovviamente, che sia individuabile un unico cliente della banca se si ha riguardo agli obiettivi perseguiti dalle discipline contenute nel t.u.b. Per il rilievo, S. CAPIELLO, *Il cliente della banca*, in *Lezioni di diritto bancario*<sup>2</sup>, racc. da P. Ferro-Luzzi, vol. 2, Torino, 2006, p. 2-3.

<sup>13</sup> Corte giustizia Unione europea, 19 novembre 2015, n. 74/15, in *Foro it.*, 2016, Rep. Unione europea e Consiglio d’Europa, n. 978.

cliente (qualificato, professionale o “al dettaglio”)<sup>14</sup>. Ciò non esclude, tuttavia, che l’investitore al dettaglio possa essere *anche* consumatore<sup>15</sup> (e, a mio avviso, nemmeno esclude che il cliente professionale che si professi tale solo per accedere a una prestazione che gli sarebbe altrimenti rifiutata possa essere considerato anche consumatore, sia esso persona fisica o piccolo medio imprenditore persona giuridica).

In materia di investitori *come* consumatori, l’assunto pare indirettamente avvalorato da due recentissime pronunce della Cassazione che, sebbene relative a una questione processuale<sup>16</sup>, confermano espressamente che gli investitori possono qualificarsi come consumatori<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> V. per le controparti qualificate, l’art. 6, co. 2 quater, t.u.f. Gli investitori professionali e al dettaglio sono definiti rispettivamente all’art. 1, commi *m-undecies* e *m-duodecies*. Sulla “graduazione” dei clienti nella disciplina post-MiFID, v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 373.

<sup>15</sup> Ovviamente senza far coincidere le nozioni di cliente al dettaglio e di consumatore, che servono discipline con finalità diverse. Per una tesi che identifica (in alcuni casi) il consumatore come potenziale sottocategoria dell’investitore al dettaglio, v. G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 728: «Il disegno è dunque chiaro. L’ordine del mercato è posto prescindendo integralmente dalla specificità delle relazioni tra impresa finanziaria e consumatori, e fa perno sul rapporto impresa-mercato, in cui si radica la ripetuta e sistematica accensione di rapporti individuali impresa-cliente della tipologia più varia, “professionale”, “qualificata”, “al dettaglio”, della quale ultima il “consumatore” è una sottocategoria». Per una ricostruzione che fa perno sulla tutela sostanziale della parte debole v. DI CATALDO, *L’ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Le ragioni del cliente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, p. 231 ss. V., per le distinzioni, G. LENER, *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario, ne I contratti del mercato finanziario*<sup>1</sup>, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, p. 129 ss. V. anche A. BLANDINI, *Servizi finanziari*, cit., p. 48. *Contra*, nel senso cioè di escludere assimilazioni tra consumatore e investitore, R. RESTUCCIA, *La figura dell’investitore e la graduazione della tutela*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, 4, p. 218 ss., il quale richiama (v. p. 228), tra l’altro, la (allora) condivisibile tesi di V. ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico*, in *Corr. giur.*, 2009, p. 267 ss. (che sembra però superata dal successivo riconoscimento normativo dello *status* di consumatore in capo a piccole e medie imprese, rendendo non più attuali i pur autorevoli orientamenti della giurisprudenza che aveva fondato la distinzione tra consumatore e investitore sul presupposto che solo il primo potesse essere una persona fisica). In giurisprudenza su questi temi cfr. Cass., civ., sez. III, 8 giugno 2007, n. 13377, in *Giust. civ.*, 2008, I, p. 996.

<sup>16</sup> Concernente l’interesse ad agire e legittimazione processuale nell’ambito di una causa di risarcimento danni da intermediazione finanziaria di un’associazione di consumatori. Si veda, dapprima, Cass. civ., ord., sez. I, 19 febbraio 2016, n. 3323, in *Soc.*, 2016, p. 1009, n. BATTELLI, nonché in *Resp. civ. e prev.*, 2016, p. 1649, n. ALBANESE. Trattasi di ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite della questione appena richiamata, cui ha fatto seguito la

In ultimo, ma non c'è ragione di dilungarsi sul punto, in materia di prestazione di servizi assicurativi, l'assicurato può essere consumatore<sup>18</sup> e, come si vedrà, può qualificarsi anche come investitore (ad es., nel caso in cui sottoscriva una polizza *index linked* o un contratto di capitalizzazione)<sup>19</sup>.

### 3. Dall'ibridazione del prodotto all'ibridazione del contratto.

Se la legge e la giurisprudenza hanno progressivamente riconosciuto e interpretato le sovrapposizioni tra consumatori e clienti delle imprese che operano nel mercato finanziario, consentendo l'applicazione anche cumulativa di discipline protettive diverse (per fonte e per obiettivi), la prassi non cessa di porre agli interpreti questioni operative che non si lasciano ridurre in schemi normativi predeterminati. Ciò si deve senz'altro alla già menzionata, e sempre crescente, integrazione dei mercati che ha reso nel tempo più sfumate le differenze tra i suoi segmenti bancario, assicurativo e mobiliare<sup>20</sup>.

---

sentenza Cass. civ., sez. un., 16 novembre 2016, n. 23304, in *Diritto & Giustizia*, 84, 2016, p. 1, n. PAGANINI. La questione processuale ha ovviamente richiesto l'esame della possibilità di qualificare i risparmiatori/investitori come consumatori.

<sup>17</sup> Cass. civ., sez. un., 16 novembre 2016, n. 23304, cit.: «Ciò nel presupposto - condiviso dalle Sezioni unite, per la chiarezza del dato normativo richiamato dall'ordinanza - che i risparmiatori/investitori persone fisiche possono essere qualificati consumatori e, conseguentemente, ad essi deve essere applicata, salvo deroghe specifiche, la disciplina normativa a tutela dei consumatori applicabile *ratione temporis* (art. 1469 bis c.c. e ss., e L. n. 281 del 1998), attualmente sostituita dal Codice del Consumo (D.Lgs. n. 205 del 2006, art. 33, comma 4, e art. 67 ter)».

<sup>18</sup> P. CORRIAS, *La disciplina del contratto di assicurazione tra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, pag. 1749 ss., in part. par. 3.1 e 3.2

<sup>19</sup> Ricorda R. LENER, *Il prodotto cit.*, p. 1234, che in una prima stesura del t.u.f. fosse previsto che i prodotti bancari e assicurativi «aventi natura prevalentemente finanziaria» fossero soggetti alla disciplina del t.u.f. Nella redazione finale si scelse la soluzione opposta, nel senso cioè di escludere dal campo della disciplina dell'intermediazione i prodotti emessi dalle imprese di assicurazione e dal campo della disciplina dell'offerta fuori sede. L'impostazione ha subito un'ulteriore *revirement* legislativo con la c.d. legge sul risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262).

<sup>20</sup> *Ex multis*, S. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 391. R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2016, pag. 295. Sul profilo del

Se, in un primo momento, ciò ha prodotto la c.d. stagione dell'atipico<sup>21</sup> che ha riguardato i prodotti finanziari<sup>22</sup> oggetto dei contratti (soprattutto di investimento)<sup>23</sup>, la medesima tendenza all'ibridazione oggi si avverte più forte sul piano del contratto stesso.

È il contratto, tipico o tipizzato, che subisce l'ibridazione sino a contenere clausole che incorporano, o anche occultano, strumenti finanziari<sup>24</sup> o componenti finanziarie implicite<sup>25</sup> che sarebbero estranee all'oggetto e alla causa del contratto (almeno, in alcuni casi, estranee all'oggetto e alla causa per come compresi e voluti dall'*altro contraente*).

---

mercato assicurativo, M. IRRERA, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Tratt. Cottino*, vol. X, Padova, 2011, *passim*.

<sup>21</sup> V., già con riguardo alla fuga dai titoli di credito, P. SPADA, *Dai titoli atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, I, p. 13 ss., in part. Incidentalmente, da ultimo, G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giur.*, 2016, p. 747, nt. 11, ove ulteriori riferimenti. V. anche A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti "misti" e tutela del cliente*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, III, p. 2415, che segnala i limiti di una disciplina frammentata di fronte al prodotto ibrido.

<sup>22</sup> Per l'ampiezza della nozione con cui l'art. 1, co. 1, lett. u) t.u.f. lo definisce, il prodotto finanziario è tra i beni – ammesso che di *bene* si tratti (v. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, p. 23 ss. e p. 85 ss.) – quello che più si presta ad essere complicato dal suo *produttore*. Ciò in quanto si tratta di un «involucro» (così M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, p. 258) o «contenitore» (così F. CAPRIGLIONE, *I prodotti di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 24 ss.) che può riservare, se è lecito usare l'espressione, "sorprese" al c.d. contraente debole; sorprese conseguenti alla mancanza di informazione o, prima ancora, all'incapacità di comprendere il rischio. E questa seconda nota sembra la più dolente, non potendo il deficit di comprensione essere superato né *ex ante* con le regole sull'informazione e sulla trasparenza, né *ex post* facendo applicazione delle norme in materia di risarcimento del danno e risoluzione (se c'è la prova dell'informazione, ma questa non è stata compresa).

<sup>23</sup> R. LENER, *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, in *Dir. economia assicur.*, 2005, I, p. 1233. Vedi anche M. STELLA RICHTER, *L'attività di gestione del risparmio di banche e assicurazioni, ne I contratti del mercato finanziario*<sup>1</sup>, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, p. 661 ss. Più di recente, v. P. CORRIAS, *Le aree di interferenza delle attività bancaria e assicurativa tra tutela dell'utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, 636, ove l'auspicio che il legislatore compia un'opera di unificazione e armonizzazione delle discipline di trasparenza.

<sup>24</sup> In argomento, A.A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 21, 2016; D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 201 ss; ID. *I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento*, in *Società*, 12, 2016.

<sup>25</sup> E. GIRINO, *I derivati "impliciti": virtù e vizi della scomposizione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 31, 2016.

Si pensi ai contratti di *leasing* o di mutuo che, contenendo clausole di indicizzazione<sup>26</sup> o di “rischio di cambio”<sup>27</sup> (più o meno complesse), possono in concreto dare vita a fattispecie multiformi cui, secondo parte della giurisprudenza di merito, si dovrebbe applicare non solo la disciplina di protezione dettata in materia bancaria, ma anche quella prevista dalle c.d. regole di condotta che presidiano l’investimento<sup>28</sup>.

Lo stesso fenomeno si osserva in alcuni contratti assicurativi che, prevedendo l’indicizzazione della polizza ad altri prodotti, finiscono con lo snaturarne la funzione di copertura del rischio, trasformandola in uno strumento finanziario<sup>29</sup>, con la conseguenza che la giurisprudenza ora prevalente<sup>30</sup> ritiene applicabili le disposizioni del t.u.f. (in particolare, l’art.

<sup>26</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nei leasing*, in *Giuri. Comm.*, 2016, I, p. 352 ss., anche se l’Autore esclude clausole siffatte incidano sulla causa del contratto (ma l’analisi è condotta senza prendere in considerazione i profili di protezione della parte debole).

<sup>27</sup> Sull’inapplicabilità della MiFID alla clausola rischio di cambio inserita nel contratto di mutuo v. Corte giustizia UE, sez. IV, 3 dicembre 2015, n. 312, in *Diritto & Giustizia*, 2015. La posizione però è ambigua perché fa salva la «verifica da parte del giudice del rinvio».

<sup>28</sup> Sul punto è nota la querelle giurisprudenziale relativa a una serie identica di contratto di mutuo con indicizzazione e clausola rischio di cambio tra Euro e Franco svizzero che ha prodotto numerose sentenze del Tribunale di Udine. Nel senso dell’applicazione alla fattispecie della disciplina del t.u.f. Trib. Udine, 24 febbraio 2015; 13 maggio 2015 n. 711, in *iusexplorer.it*; 3 giugno 2015 n. 812; 25 agosto 2015 n. 1179; 24 febbraio 2016 n. 263, in *dirittobancario.it*, n. MALVAGNA. Si tratta di decisioni che, come rilevato da E. GIRINO, *I derivati “impliciti”*, cit., nt. 23 fanno leva «sulla inadeguatezza dell’operazione e/o sulla insufficienza dell’informazione resa al cliente, concludendo dunque per la risoluzione del derivato per inadempimento e/o per il risarcimento causati da un’informativa non rispettosa dei principi di trasparenza di cui all’art. 21 t.u.f. ».

Per l’orientamento contrario, v. Trib. Udine, 18 marzo 2013 n. 345, in *cameracivileudine.it*; 27 ottobre 2014 n. 1368.

Rileva A.A. DOLMETTA, *Dei derivati impliciti*, cit., p. 2, che del prodotto - ammesso che sia *uno* - si sono occupate anche l’ABF Milano, 8 luglio 2013 e il Collegio arbitrale Milano 4 luglio 2013.

<sup>29</sup> P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, II, p. 457 e ss., ove altri riferimenti bibliografici.

<sup>30</sup> In tema di polizze *index* o *unit linked* la giurisprudenza di merito ha in alcuni casi affermato che se la prestazione tipica dell’assicuratore è legata al valore di strumenti finanziari, la causa del contratto può ritenersi estranea a quella tipica del contratto di assicurazione, divenendo del tutto irrilevante il *nomen iuris* attribuito al contratto: Trib. Venezia, 24 giugno 2010, in *Resp. Civ. e Prev.*, 2011, 4, 869. Successivamente, Cass. civ., sez. III, 18 aprile 2012, n. 6061, in *Foro it.* 2013, 2, I, 631, n. BECHI, ha stabilito che spetta al giudice di merito stabilire (anche *prima* dell’entrata in vigore della l. 262/05) se il contratto configuri una polizza assicurativa ovvero si concreti in un investimento in uno strumento finanziario. Questa importante decisione ha generato un più solido orientamento di merito, cfr. ex *multis* Trib. Roma, 21 giugno 2013, in *Ass.*, 2013, 733: «I

21), in alcuni casi anche con riguardo alle polizze stipulate prima della novella con cui è stato introdotto nel t.u.f. l'art. 25 bis<sup>31</sup> sui prodotti misti assicurativo-finanziari<sup>32</sup>.

Analoghe questioni possono porsi con riferimento all'ipotesi di clausole inserite in contratti di finanziamento a tasso variabile con clausole di tasso minimo o *floor*<sup>33</sup>.

Il fenomeno non è nuovo, essendo noto che l'ordinamento, così come ammette i negozi atipici, ammette i negozi a causa mista. Nell'ordinamento finanziario, tuttavia, la causa del contratto può essere incisa non solo sino a ibridarsi<sup>34</sup>, ma fino a mutare completamente. Il che,

---

contratti di assicurazione sulla vita di tipo *index linked* che non prevedono un capitale minimo garantito sono sostanzialmente prodotti finanziari, con conseguente applicazione delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, e in particolare di quelle che impongono sia all'offerente il prodotto sia all'intermediario che lo ha collocato di informare adeguatamente e preventivamente il cliente». Da ultimo v. Cass., 10 agosto 2016, n. 16887, non pubblicata né massimata, ma reperibile in versione integrale sulla banca dati del *Foro italiano*.

<sup>31</sup> La disposizione, introdotta con dalla richiamata l. 262/2005 (c.d. legge sul risparmio), poi modificata con d.lgs. 303/2006, prevede l'applicazione degli articoli 21 e 23 t.u.f. a: (i) la distribuzione, da parte delle banche, in fase di emissione, di propri prodotti finanziari; (ii) la distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, ad opera di «soggetti abilitati» e di «imprese di assicurazione». Così è stata superata la questione, giustamente sollevata in dottrina, secondo la quale alle assicurazioni non potessero applicarsi le disposizioni del t.u.f. in quanto esse non sono soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento. Per il rilievo, v. A. Guaccero, Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 16 ss.

<sup>32</sup> V. Trib. Napoli, 17 aprile 2013 in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 448 e ss., n. A. CAMEDDA, *La tutela precontrattuale dei sottoscrittori di polizze linked stipulate prima delle riforme del t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 448 e ss.: «In materia di contratti di assicurazione sulla vita, qualora il *quantum* delle prestazioni dell'assicuratore non sia definito contrattualmente, come per l'ipotesi della polizza c.d. *index linked*, il contratto ha causa mista, prevalentemente finanziaria, e si concreta in un vero e proprio investimento in strumenti finanziari».

Di recente, v. l'interessante C. App. Bologna, 28 luglio 2016, *ilcaso.it*, che rileva peraltro: «si sottraggono alla regola dell'impignorabilità di cui all'art. 1923 c.c. [...] i diritti di credito vantati dal Fallimento nei confronti della compagnia di assicurazioni e derivanti da polizze che, pur classificate come previdenziali, svolgano in concreto una prevalente funzione di investimento».

<sup>33</sup> In dottrina, v. F. SARTORI, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contr. impr.*, 2015, 3, p. 698 ss.

<sup>34</sup> Un fenomeno osservato da R. LENER (*Il prodotto "assicurativo" cit.*, p. 1235) in relazione alle *variable annuities* diffuse nella prassi assicurativa nordamericana a partire dagli anni '50. Si vedano inoltre il richiamo dell'Autore alla sentenza della Corte Suprema Federale nel caso *SEC v Valic*, 359 U.S. 65 (1959). L'A. osserva come in casi del genere la causa

sul piano della qualificazione dell'altro contraente, complica l'individuazione di tutele e rimedi là dove si ritenga che sia la causa a determinare l'applicabilità a una fattispecie dell'una o dell'altra normativa di protezione.

Sotto il profilo della tutela della parte debole del rapporto, avendo riguardo all'operazione complessiva anziché al singolo contratto, questioni non dissimili si sono poste in ipotesi di collegamento negoziale tra contratti bancari e finanziari (ad es., mutuo accompagnato da *interest rate swap*), o con riguardo al caso, di interesse mediatico, dei prestiti c.d. baciati<sup>35</sup>, nonché nelle ipotesi in cui l'intermediario condizioni l'erogazione di un mutuo alla stipula di una polizza assicurativa con lo stesso mutuante o all'apertura di un rapporto di conto corrente (pratiche, queste ultime, ora ritenute scorrette *ex lege*, v. art. 21, co. 3 bis, cod. cons., disposizione che ha anche avuto l'effetto di rendere "competente" sul punto l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in luogo dell'autorità di settore - Consob o Banca d'Italia - che lo sarebbe stata se la norma fosse stata inserita nel t.u.f. o nel t.u.b.)<sup>36</sup>.

Si tratta di fattispecie molto diverse tra loro, che non si prestano ad essere trattate congiuntamente se non sotto il profilo da cui muove questo lavoro: verificare i problemi posti dalla sovrapposizione tra diverse discipline di protezione della parte debole. Una verifica che sembra necessaria non solo per (tentare di) riordinare nozioni come quella del risparmiatore, investitore e consumatore, ma anche per le ricadute applicative che le diverse discipline hanno. Qui il riferimento cade sui rimedi esperibili in sede giurisdizionale e, prima ancora, di conciliazione o

---

(assicurativa) del contratto possa, ancorché in parte, risultare snaturata. V. anche E. SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in *Banche e assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, a cura di A. Patroni Griffi e M. Ricolfi, Milano, 1997, p. 119.

<sup>35</sup> Fattispecie per ora esaminata - solo in sede cautelare - in relazione al divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c.: v. Trib. Venezia, ord., 29 aprile 2016, in *dirittobancario.it*. L'erogazione di finanziamenti alla clientela *retail* per l'acquisto di azioni è stata considerata dall'Antitrust anche pratica commerciale scorretta, v. il provvedimento sanzionatorio PS10363 (Banca Popolare di Vicenza - Vendita abbinata finanziamenti-azioni) del 6 settembre 2016, disponibile sul sito dell'AGCM (interessante anche per il profilo di sovrapposizione con le competenze della Consob e, quindi, per l'interpretazione degli art. 19, co. 3, e 27, co. 1, bis, cod. cons. rispettivamente dedicati alle ipotesi di conflitto tra norme settoriali diverse e alla necessità di chiedere il parere dell'autorità di vigilanza competente per settore regolato, nel caso di specie appunto la Consob che, come emerge dal provvedimento, non ha espresso il parere.

<sup>36</sup> In virtù dell'art. 19, co. 3, cod. cons. Vedi nota che precede.

mediazione in sede stragiudiziale (ad es., le questioni poste dalla sovrapposizione di competenze tra ABF e nuovo ADR della Consob, ma anche dall'assenza di un "arbitro di settore" per le controversie assicurative, per le quali la legge però prevede la c.d. negoziazione assistita o la mediazione obbligatoria).

Si tratta di sovrapposizioni che possono minare la certezza del diritto e che quindi rendono urgente verificare se:

(i) esistano criteri sempre validi per individuare le regole applicabili a un determinato contratto (*i.e.* se sia il *tipo* di parte debole a rendere applicabile una specifica disciplina di settore oppure essa si radichi in relazione alla causa o all'oggetto del contratto);

(ii) se le norme di un settore possano o meno essere interpretate estensivamente o analogicamente (ad es., con riguardo all'applicabilità delle regole di condotta di cui al t.u.f. ai depositi bancari sopra-soglia *bail-in*).

#### 4. Strumenti finanziari (derivati e non) "incorporati".

Il fenomeno dell'incorporazione di strumenti finanziari in contratti c.d. ospite può costituire un terreno d'elezione per questa indagine, in particolare per verificare se a queste fattispecie, in genere finanziamenti che includono componenti derivate, si debba applicare il t.u.b., il t.u.f. oppure entrambi.

Già nel 2002 la Banca d'Italia offriva una definizione del fenomeno, anche se con riferimento alle questioni contabili poste dagli strumenti finanziari strutturati<sup>37</sup>: «sono strumenti costituiti dalla combinazione di un contratto "ospite" (di regola, un'attività o una passività finanziaria) e di uno strumento derivato incorporato che è in grado di modificare i flussi di cassa generati dal contratto "ospite"».

La definizione è divenuta tralatizia, anche perché da tempo adottata dal legislatore europeo il quale, sempre con riguardo alla disciplina che presidia la redazione del bilancio, l'ha recentemente riformulata con il Regolamento 2067/2016, senza intaccarne la sostanza: «un derivato

---

<sup>37</sup> Provvedimento Banca d'Italia 30 luglio 2002 (in Suppl. ordinario n. 179 alla Gazz. Uff., 5 settembre, n. 208), recante le istruzioni per la redazione del bilancio dell'impresa e del bilancio consolidato delle banche e delle società finanziarie capogruppo di gruppi bancari.

incorporato è una componente di un contratto ibrido che include anche un contratto primario non-derivato, con l'effetto che alcuni dei flussi finanziari dello strumento combinato variano in maniera simile a quelli del derivato preso a sé stante»<sup>38</sup>.

Lasciando in disparte la questione della separabilità, per finalità contabili, del derivato dal contratto ospite<sup>39</sup>, conviene concentrarsi sulle implicazioni civilistiche del fenomeno che si è qui definito "incorporazione".

La prassi ha mostrato come l'incorporazione di strumenti finanziari (in particolare, ma non solo, di derivati o di "componenti derivate") in altri contratti ponga la questione dell'applicabilità alla fattispecie contrattuale complessiva della disciplina di protezione dell'art. 21 t.u.f. e dalla disciplina secondaria che la specifica.

Il problema si pone, ovviamente, quando il derivato è inserito<sup>40</sup> tra le previsioni di un contratto che, almeno a prima vista, non sia riconducibile al paradigma del «contratto di investimento» descritto dall'art. 23 t.u.f. (ovviamente la questione non si pone negli stessi termini nelle ipotesi in cui vi sia un derivato non solo separabile, ma già in radice separato, ancorché negozialmente collegato, ad un altro contratto: qui v. l'ipotesi già ricordata di mutuo combinato a un IRS).

Alcuni autori si sono occupati della questione<sup>41</sup>, in particolare in sede di commento della giurisprudenza sviluppatasi intorno a contratti

---

<sup>38</sup> La definizione prosegue così: « [...] un derivato incorporato determina una modifica di alcuni o tutti i flussi finanziari che altrimenti il contratto avrebbe richiesto, con riferimento a un determinato tasso di interesse, al prezzo di un determinato strumento finanziario, al prezzo di una determinata merce, a un determinato tasso di cambio, a un indice di prezzi o di tassi, rating di credito o indice di credito o altra variabile, a condizione che, nel caso di variabile non finanziaria, tale variabile non sia specifica di una delle parti contrattuali. Il derivato associato a uno strumento finanziario ma contrattualmente trasferibile indipendentemente dallo strumento, o avente una controparte diversa non è un derivato incorporato, ma uno strumento finanziario separato. Per la lettura integrale, v. Regolamento (Ue) della Commissione del 22 novembre 2016 n. 2067.

<sup>39</sup> Che si deve all'applicazione del principio contabile IAS 39 il quale «non si pone minimamente il problema della natura giuridica del negozio», per il rilievo E. GIRINO, *I derivati "impliciti"*, cit., p. 3.

<sup>40</sup> *Embedded*, nel gergo di matrice anglosassone con cui la prassi finanziaria e la burocrazia europea impongono di confrontarsi.

<sup>41</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Le clausole di indicizzazione*, cit., p. 352 ss; D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambi*, cit., p. 201 ss.; ID. *I derivati incorporati*, cit.; E. GIRINO, *I derivati "impliciti"*, cit.; F. GRECO, *La violazione della regola della trasparenza nel mutuo con tasso floor*

aventi causa di finanziamento ma contenenti una clausola rischio di cambio; clausola che è stata ritenuta da alcune pronunce di merito, integrativa di una fattispecie composita cui applicare *anche* le regole di condotta del t.u.f.<sup>42</sup> (ma non mancano decisioni di segno opposto<sup>43</sup>).

Per inquadrare il discorso, è utile fare riferimento a questa e ad un'altra fattispecie, relativa ai mutui con clausola *floor*, entrambe già sottoposte al vaglio della giurisprudenza e di una parte della dottrina.

#### 4.1 *Leasing contenente clausola di trasferimento del rischio di cambio*

Una prima questione, lo si è detto, concerne la disciplina applicabile ai contratti con causa di finanziamento (mutuo, *leasing*) denominati in divise diverse dall'Euro, ma pagabili in Euro, che contengano clausole suscettibili di trasferire il rischio derivante dalle oscillazioni del cambio (c.d. clausole rischio di cambio). Il problema che si pone, in queste ipotesi, è se una clausola siffatta implichi l'incorporazione nel contratto "bancario" di un contratto derivato (o di una componente derivata) cui applicare, oltre alla disciplina del t.u.b., anche la disciplina del t.u.f.

Il caso già ricordato, che pare paradigmatico, è quello sottoposto a più riprese, per ragioni di competenza, al Tribunale di Udine e che

---

*ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito*, in *Resp. civ. prev.*, 2015, p. 0025B. In un discorso di ben più ampio respiro, il tema è toccato da C. ANGELICI, *Alla ricerca*, cit., p. 61. In una prospettiva diversa da quella che qui interessa, ma in relazione all'incorporazione del derivato in un contratto di assicurazione, v. G. RACUGNO, *L'informativa di bilancio secondo gli IAS/IFRS relativa ai contratti assicurativi acquisiti in un trasferimento di portafoglio*, in *Riv. soc.*, 2010, I, p. 447 ss.

<sup>42</sup> Vedi nt. 28 che precede.

<sup>43</sup> Vedi ancora nt. 28 che precede. Recentemente il Tribunale di Brescia si è però orientato nel senso opposto, v. Trib. Brescia, ord., 18 luglio 2016, in *iusexplorer.it*. In una controversia in cui il ricorrente ex art. 702 bis c.p.c. lamentava l'indeterminatezza della clausola contenuta in un rapporto di locazione finanziaria contenente una previsione di tasso di interesse variabile, perché agganciato ad un dato di riferimento (indicizzazione LIBOR CHF 3 mesi 365 1,800 cambio CHF/EUR 1,6255) soggetto a variazioni nel tempo. Nel caso di specie il Tribunale ha ritenuto che: «La clausola di determinazione del saggio di interesse non può infatti essere considerata atomisticamente, avulsa cioè dal rapporto contrattuale complessivo cui accede. E' a quest'ultimo, quindi, e non a tale clausola, che si deve guardare laddove si stabiliscano i requisiti di forma - contenuto richiesti. Ragion per cui da un lato è da escludersi la necessità del contratto - quadro di cui all'art. 23 TUF, dall'altro la sussistenza in capo alla concedente di obbligazioni ulteriori rispetto a quelle ad essa imposte dal contratto e dalla disciplina generale di cui al TUB».

concerne la disciplina applicabile a un contratto di *leasing* immobiliare contenente il detto patto di cambio. Dalla lettura del più recente<sup>44</sup> tra i provvedimenti pubblicati - tra i molti emessi dal Tribunale di Udine - emerge come il cliente abbia contestato alla banca che il contratto di *leasing* celasse «un contratto di finanza derivata, soggetto alla disciplina del d.lgs. 24/2/1998, n. 58 (T.U.F.), il cui mancato rispetto comporterebbe la nullità del contratto o, comunque, la sua risoluzione».

La clausola, contenuta in una disposizione del contratto rubricata «indicizzazione», è integralmente riportata nella sentenza<sup>45</sup>. In sostanza, essa prevedeva che, in aggiunta all'indicizzazione al Libor, l'importo dei canoni del *leasing* potesse essere determinato sulla base del rapporto di cambio Euro/Franco svizzero stabilito convenzionalmente<sup>46</sup> con una ulteriore componente variabile, così descritta: «Il Locatore 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 Il Sole 24 Ore [...] del giorno della scadenza del canone».

---

<sup>44</sup> Trib. Udine, 29 febbraio 2016, cit., già autorevolmente commentato, A.A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti cit.*, p. 1 ss.

<sup>45</sup> «In caso di canoni determinati sulla base del rapporto di cambio euro/valuta convenzionalmente stabilito nella quotazione indicata alla lettera L (in quanto, in tal caso, la provvista del Locatore per il pagamento dell'intero prezzo del bene - imponibile oltre IVA - è rapportato, con il consenso del Conduttore, al predetto rapporto di cambio), i canoni saranno altresì variabili secondo il seguente criterio.

Il Locatore 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 Il Sole 24 Ore - o da altra fonte disponibile in caso di mancata pubblicazione - del giorno della scadenza del canone. (...) Se 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 canone. L'importo risultante, aumentato dell'IVA di legge, costituirà il rischio di cambio del mese a carico del Conduttore. 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 del Conduttore. Il Conduttore pertanto dichiara 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. Il Conduttore prende atto che la presente clausola, per quanto attiene al rischio di cambio, ha carattere aleatorio».

<sup>46</sup> La sentenza dà conto del cambio di riferimento: 1 Euro = 1,4965 Franchi svizzeri.

In questo modo, la clausola apriva due scenari per la distribuzione del rischio di cambio:

- in caso di variazione 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 canone. L'importo risultante, aumentato dell'IVA di legge, costituirà il *rischio di cambio* del mese a carico del Conduttore»;

- in caso di variazione 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 del Conduttore».

La disposizione, dunque, prevedeva due diverse componenti variabili: l'indicizzazione del canone e un patto di cambio volto non tanto a determinarlo o aggiornarlo, quanto piuttosto a distribuire tra locatore e conduttore il rischio delle variazioni delle oscillazioni valutarie. A parere del Tribunale ciò ha finito con l'addossare in capo al cliente un doppio rischio, quello della variazione del Libor e quello della variazione del cambio euro/franco svizzero «che pure determina addebiti o accrediti autonomi».

Sulla base di queste premesse, il Tribunale ha ritenuto che:

- il contratto di leasing non rientri tra i servizi e le attività di investimento (né fra gli strumenti finanziari);

- le clausole di indicizzazione del corrispettivo del *leasing* non muti «la causa tipica del contratto o il suo oggetto, atteso che tali clausole fungono solamente da meccanismo per adeguare il valore di un'obbligazione pecuniaria»;

- le clausole di distribuzione del rischio di cambio, prevedendo dei flussi monetari collegati all'andamento di una valuta estera regolati autonomamente rispetto alle obbligazioni tipiche del contratto di *leasing* «altro non sono che l'oggetto di un contratto a termine (perché scadente periodicamente), la cui esecuzione avviene mediante il pagamento di un differenziale in contanti; un contratto di questo contenuto rientra tra gli

strumenti finanziari derivati, a norma dell'art. 1 comma 2 lett. g) del d.lgs. 58/1998 ed è assimilabile ad un *interest rate swap*»<sup>47</sup>.

Così argomentando, il Tribunale ha dichiarato l'inadempimento della banca per la violazione delle regole di condotta del t.u.f. (art. 21) e del Regolamento Intermediari della Consob (artt. 39, 40 e 42), con conseguente condanna al risarcimento del danno «corrispondente alle somme fatturate a titolo di rischio cambio» (senza, quindi, risolvere l'intero contratto di *leasing*, in sé estraneo alla disciplina dell'intermediazione finanziaria).

#### 4.2 Mutuo a tasso variabile contenente clausola floor (i.e. di trasferimento del rischio di tasso)

Analoghi problemi di sovrapposizione tra la disciplina protettiva del t.u.b. e quella del t.u.f. sono posti dai contratti di finanziamento a tasso variabile che contengano clausole per il contenimento delle variazioni del tasso medesimo, così neutralizzando, in alcuni casi, il rischio connesso alle oscillazioni e/o trasferendolo all'altra parte<sup>48</sup>. Queste ipotesi pongono altresì il problema della applicabilità della disciplina consumeristica in materia di clausole abusive.

Si tratta delle ben note clausole pavimento o *floor*<sup>49</sup> che, caratterizzati negli ultimi anni da costanti ribassi dei tassi, si sono diffuse per ragioni connesse all'esigenza degli intermediari di cautelarsi da un eccesso di ribasso dei tassi che, come è ovvio, rende per nulla o poco remunerativa l'attività di erogazione.

Oltre alla soglia *floor*, con la quale si individua appunto un valore minimo del tasso di interesse, i contratti a tasso variabile possono

---

<sup>47</sup> Si legge, inoltre, nel provvedimento: «In relazione alla clausola di rischio cambio, il canone mensile costituisce solamente la base di calcolo per determinare il differenziale spettante all'una o all'altra parte, con una mera funzione aleatoria, visto che gli effetti della sua applicazione non sono né quelli di riequilibrare le prestazioni contrattuali, né quelli di compensare gli effetti dell'indicizzazione».

<sup>48</sup> Il che può avvenire anche con contratti separati, ad esempio nel caso di contratto di finanziamento accompagnato da altro, separato, contratto di *interest rate swap*. Di recente v. Trib. Roma, sez. Imprese, 8 gennaio 2016, n. 212 in *giurisprudenzadelleimprese.it*

<sup>49</sup> v. F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, cit., p. 698 ss.

prevedere clausole di massimo (in questo caso, si parla di clausole *cap*), oppure possono prevederle entrambe (così nel caso di clausole *collar*)<sup>50</sup>.

Se si accede alla ricostruzione secondo cui tali clausole costituiscono esclusivamente una tecnica di determinazione convenzionale del tasso di interesse, deve alle stesse riconoscersi natura squisitamente creditizia, con conseguente irrilevanza della disciplina del t.u.f. e delle disposizioni regolamentari della Consob (arg. ex art. 23, co. 4, t.u.f.)<sup>51</sup>. Questa tesi sembra da preferirsi ove si muova dall'individuazione della causa del contratto il quale, pur in presenza di patti aggiunti, rimarrebbe pur sempre un mutuo (1813 c.c.) caratterizzato da «alcune variazioni mediante l'inserimento di una clausola assunta dal diverso schema del contratto di *interest rate floor* quale *species* del *genus interest rate options*»<sup>52</sup>.

Se, al contrario, si ritiene che tali clausole determinino l'incorporazione nel contratto di una o più opzioni su tassi di interesse<sup>53</sup> (opzioni che, atomisticamente considerate, sono strumenti finanziari ex art. 1, co. 2, lett. d t.u.f.), se ne potrebbe ricavare che il contratto di finanziamento ospiti un derivato, con conseguente applicabilità (anche) della disciplina dell'intermediazione mobiliare.

Sul punto si segnala una recente pronuncia di merito che, nel ritenere *creditizia* la causa di un mutuo con clausola *floor*, ha così statuito: «non merita accoglimento la tesi secondo cui [la modalità di determinazione degli interessi] sarebbe nulla perché vessatoria la clausola *floor*. La tesi si fonda su assunto non condivisibile, e cioè che tale clausola sia assimilabile ad uno strumento finanziario derivato; il che non è, perché

---

<sup>50</sup> v. F. CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 375; PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. internaz.*, 1992, p. 171 ss. Di recente, F. CAPRIGLIONE, *I «derivati» dei comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 265 ss., A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, p. 68; F. CAPUTO NASSETTI, *I contatti derivati finanziari*, Milano, 2011, p. 321 ss., in part. 351 per le opzioni sul tasso di interesse come strumenti finanziari.

<sup>51</sup> R. LENER, P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Fratini e Gasparri, 2012, p. 408. Dello stesso avviso F. CIVALE, *Clausole floor nei contratti di mutuo e leasing: prime riflessioni*, 23 settembre 2015, in *giustiziacivile.com*

<sup>52</sup> Così F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, cit., p. 698 ss.

<sup>53</sup> Qualificabili dunque come derivati incorporati, v. F. GRECO, *La violazione delle regola della trasparenza nel mutuo con tasso floor ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito*, in *Resp. civ. e prev.*, 2015, p. 25 ss.

la causa del mutuo è e rimane il trasferimento di somma di denaro, non il trasferimento di un rischio parametrato ad un valore finanziario»<sup>54</sup>.

Dunque, secondo questo recente orientamento, il t.u.f. non troverebbe applicazione. Non deve sfuggire però che la posizione è espressa dal Tribunale solo in via incidentale, per respingere la tesi del cliente il quale, ritenendosi non solo mutuatario ma anche consumatore, aveva impugnato la clausola in discorso postulandone la vessatorietà, poi esclusa dal giudice.

E, tuttavia, la sentenza in esame mostra come il problema posto dalle clausole *floor* non si esaurisca nella dialettica t.u.b./t.u.f., ma imponga anche - se il cliente è consumatore - di valutarne la conformità alla disciplina dettata dal codice del consumo (soprattutto se il contratto preveda solo una clausola *floor* e non anche una clausola *cap*, così da introdurre un potenziale squilibrio sinallagmatico in favore della parte forte).

Esistono dei precedenti sul punto che meritano di essere segnalati. L'Arbitro bancario finanziario (Napoli)<sup>55</sup> in un caso recente ha ritenuto che la clausola *floor* non possa dirsi vessatoria (*rectius*: onerosa) ai sensi dell'art. 1341, co. 2 c.c., in quanto la disposizione codicistica contiene un elenco tassativo<sup>56</sup> di previsioni svantaggiose per l'aderente tra le quali non vi è il caso della clausola "pavimento".

Nella stessa decisione si legge altresì che una clausola siffatta nemmeno possa dirsi vessatoria in base alla disciplina comunitaria introdotta negli artt. 1469 bis e ss. c.c. e ora trasfusa negli artt. 33 ss. cod. cons. in quanto: «Il comma 6 dell'art. 33 chiarisce, infatti, che 'le lettere n) e o) del comma 2 non si applicano alle clausole di indicizzazione dei prezzi, ove consentite dalla legge, a condizione che le modalità di variazione siano espressamente descritte'. Anche il comma 5 dell'art. 33 statuisce che "le lettere h), m), n) e o) del comma 2 non si applicano ai contratti aventi ad oggetto valori mobiliari, strumenti finanziari ed altri prodotti o servizi il cui prezzo è collegato alle fluttuazioni di un corso e di un indice di borsa o di un tasso di mercato finanziario non controllato dal professionista, nonché la compravendita di valuta estera, di assegni di viaggio o di vaglia

---

<sup>54</sup> Trib. Treviso, 6 luglio 2016, n. 1809, in *iusexplorer.it*

<sup>55</sup> ABF Napoli, 16 settembre 2015, n. 7355

<sup>56</sup> Sulla tassatività dell'elenco v. Cass. civ., sez. II, 27 aprile 2006, n. 9646, in *Obbligazioni e contratti* 2006, 10, p. 843, richiamata nella decisione dell'ABF.

postali internazionali emessi in valuta estera'. Pure il comma 2 dell'art. 34 cod. cons. chiarisce che la 'valutazione del carattere vessatorio della clausola non attiene alla determinazione dell'oggetto del contratto, né all'adeguatezza del corrispettivo dei beni e dei servizi, purché tali elementi siano individuati in modo chiaro e comprensibile'».

Sicché, secondo l'ABF, il legislatore europeo non avrebbe inteso sottoporre al giudizio di vessatorietà le clausole destinate a remunerare il servizio di finanziamento erogato da un mutuante, anche se conclude: «clausole del genere possono essere sindacate, nel nostro ordinamento giuridico, sotto il profilo della vessatorietà, solo a condizione che risultino formulate in modo oscuro e poco comprensibile»<sup>57</sup>.

L'evidente sovrapposizione della questione inerente la vessatorietà della clausola *floor* con quella della disciplina applicabile (t.u.b., in quanto prevale la causa di finanziamento su quella di investimento) nei casi che si sono sopra richiamati appare, tuttavia, lasciare priva di risposta una domanda di fondo, e cioè se non esista un rischio di elusione della disciplina dell'informazione che la legge impone di fornire a chi impieghi le proprie risorse in strumenti finanziari.

Se, infatti, la clausola pavimento può essere assimilata ad un'opzione *floor*, che è uno strumento finanziario, è lecito domandarsi perché il cliente che la sottoscrive sotto forma di clausola possa giovare di una minore o comunque diversa tutela rispetto al cliente che la sottoscrive quale autonomo contratto (nel qual caso si applicherebbero le disposizioni del t.u.f.).

Nei casi in parola, peraltro, non risulta che i contratti contenessero una simmetrica clausola *cap*, né che la parte mutuante avesse pagato un prezzo per l'acquisto del *floor* a suo vantaggio<sup>58</sup>, sicché è lecito domandarsi

---

<sup>57</sup> In termini, v. decisioni ABF, Collegio di Milano, n. 688/2011; Collegio di Roma, n. 2688/2011; Collegio di Napoli, n. 395/2012. La conclusione, secondo l'ABF, non cambia nemmeno nei casi in cui una clausola *floor* non sia adeguatamente compensata da una clausola *cap*. In questo senso, anche se nei confronti di un non consumatore, cfr. la decisione di ABF Collegio Napoli n. 305 del 1° febbraio 2012.

<sup>58</sup> Il mutuante, infatti, ottiene l'opzione *floor* senza pagare il premio che avrebbe altrimenti pagato per l'acquisto sul mercato di un identico strumento finanziario (*rectius*: di uno strumento che produce effetti identici a quelli della clausola). E, allora, viene da chiedersi quale sia, in questo caso, il prezzo pagato per il trasferimento del rischio se questo è l'oggetto che si deve riconoscere ai derivati (per il rilievo secondo cui l'oggetto del contratto derivato è il trasferimento di un rischio inerente un'attività sottostante v. E.

se possano essere pienamente condivise le conclusioni cui sono pervenute la pronuncia di merito e quelle dell'ABF sopra richiamate<sup>59</sup>. Con la precisazione che l'ABF, pur investito anche della questione se la clausola in parola costituisca un derivato incorporato nel finanziamento, per ovvie ragioni di "competenza", non si è espresso, né avrebbe potuto farlo (il che, però, sembra suggerire una razionalizzazione del sistema degli ADR).

Una dottrina si è occupata della questione, mostrando di non condividere appieno le motivazioni offerte dall'ABF e ciò in quanto la clausola *floor* darebbe vita a un derivato incorporato la cui funzione non è limitata a disciplinare il prezzo di un servizio, ma è funzionale a trasferire un rischio tra le parti, con conseguente necessità di assoggettarla al controllo contenutistico di cui al codice del consumo (ma non anche alla disciplina del t.u.f., data la natura prevalentemente creditizia che deve riconoscersi alla *causa* del mutuo)<sup>60</sup>.

Di clausole *floor* si è occupata anche la giurisprudenza europea, interessata a seguito di una nota vicenda che ha avuto luogo in Spagna. Il *Tribunal Supremo*, con una sentenza del 9 maggio 2013, aveva scelto la via di un *prospective overruling* (*sui generis*) dichiarando la nullità di alcune clausole *suelo* ma facendo salvi i pagamenti in conto interessi eseguiti sino alla data di pubblicazione della sentenza<sup>61</sup>. A seguito di tale pronuncia alcuni tribunali spagnoli di merito hanno introdotto giudizi di rinvio pregiudiziale per verificare se essi, giudici nazionali, dovessero ritenersi

BARCELONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 652).

<sup>59</sup> F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, cit., p. 698 ss. *Contra* E. GIRINO, *I derivati "impliciti"*, cit., p. 19 per il quale l'argomento non sarebbe dirimente, da un lato, perché il prezzo dell'opzione potrebbe essere stato pagato per compensazione (ad es., minore spread), dall'altro lato perché il pagamento del premio non sarebbe un tratto discriminante ai fini della riconoscibilità di un derivato scindibile. Anche l'A., tuttavia, rileva come una clausola siffatta possa ritenersi non trasparente (applicazione t.u.b.).

<sup>60</sup> F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, cit., p. 698 ss.

<sup>61</sup> *Tribunal Supremo*, sentenza 9 maggio 2013, n. 241, su cui v. nota precedente nonché U. MALVAGNA, *Nullità «de futuro» e poteri del giudice (a proposito di un caso spagnolo)*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 36, 2016. In sostanza, il *Tribunal Supremo*, chiamato a pronunciarsi sulla nullità di clausole di tasso *suelo* non trasparenti, dopo aver ricordato come tali clausole siano di per sé legittime, rispondenti a ragioni oggettive e da lungo tempo tollerate, tanto da essere una *prassi* nel mercato dei mutui immobiliari, ha dichiarato la nullità di tali clausole - in casi di mancanza di trasparente informazione ai consumatori/mutuatari - facendo decorrere gli effetti della sua pronuncia dalla sua data di pubblicazione, così "salvando" per ragioni di certezza del diritto i pagamenti in conto interessi sino alla data di pubblicazione della sentenza.

vincolati alla precedente decisione del *Tribunal Supremo* pur trattandosi di controversie relative all'applicazione di una fonte europea. Con una recentissima pronuncia, la Corte di Giustizia ha stabilito che l'art. 6, par. 1, dir. 93/13/CEE<sup>62</sup> «osta ad una giurisprudenza nazionale che limiti nel tempo gli effetti restitutori legati alla dichiarazione giudiziale del carattere abusivo [...]»<sup>63</sup>.

Dunque le clausole *floor* possono, ovviamente se non trasparenti, essere abusive (sin qui, tutto in linea con la giurisprudenza italiana) e la disciplina europea – che impone agli Stati di rendere non vincolanti le clausole abusive – impedisce a una dichiarazione di nullità *de futuro* del giudice di ultima istanza di costituire precedente vincolante. Il profilo è forse, in questo caso, “pubblicistico”, se così si può dire, ma è interessante notare come la questione non si sia posta in termini di derivati impliciti, come invece nel nostro ordinamento.

5. *Oggetto, causa e parte debole del contratto: qual è il criterio guida per stabilire se al contratto complesso si applica il t.u.b. o il t.u.f.?*

Lasciando per un istante in disparte la disciplina del consumo, gli esempi richiamati mostrano come dottrina e giurisprudenza tendano a selezionare le regole in concreto applicabili a un rapporto in base alla *causa* del contratto. E, così, si ritiene da parte delle pronunce e degli autori citati che, ove il contratto abbia causa di *credito*, si applichi la disciplina di trasparenza del t.u.b. mentre ove esso abbia causa di *investimento*, si applichi la disciplina del t.u.f.

Le due discipline, però, rispondono a esigenze non del tutto sovrapponibili.

In estrema sintesi, la disciplina della trasparenza persegue l'obiettivo di informare il cliente *sui costi* (v. art. 116 t.u.b.), e quindi sul

---

<sup>62</sup> Il quale si occupa di un profilo più pubblicistico della questione, che quindi meno interessa ai fini del discorso, v. art. 6, co. 1: «Gli Stati membri prevedono che le clausole abusive contenute in un contratto stipulato fra un consumatore ed un professionista non vincolano il consumatore, alle condizioni stabilite dalle loro legislazioni nazionali, e che il contratto resti vincolante per le parti secondo i medesimi termini, sempre che esso possa sussistere senza le clausole abusive».

<sup>63</sup> V. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 21 dicembre 2016, cause riunite C 154/15, C 307/15 e C 308/15.

rapporto con la banca (art. 117 t.u.b.), che è poi regolato in dettaglio senza graduazione tra clienti professionali e non (artt. 118 e ss. t.u.b.).

Similmente, ma con modalità appunto non sovrapponibili, la disciplina del t.u.f. persegue l'obiettivo di informare (21 t.u.f.) obbligando l'intermediario ad acquisire informazioni *sul cliente* e a predisporre flussi informativi *sul prodotto* (i quali si fanno più o meno intesi a seconda del grado di competenza dell'investitore)<sup>64</sup>, peraltro prevedendo un regime di responsabilità dell'intermediario che, derogatorio o meno che lo si intenda, è predeterminato *ex lege* nell'art. 23 t.u.f. (in particolare, v. co. 6).

Peraltro, l'esperienza ha dimostrato che nei giudizi di risarcimento danni da intermediazione si discute spesso di adeguatezza o di appropriatezza dell'investimento rispetto al profilo del cliente, elemento di valutazione della condotta dell'impresa di investimento che è estraneo alla logica del t.u.b. In ciò si coglie un'ulteriore profilo che distingue l'attività di intermediazione del credito da quella finanziaria: solo nella prestazione dei servizi di investimento l'intermediario deve «servire al meglio l'interesse dei clienti» (art. 21, co. 1, lett. a t.u.f.), il che investe l'intermediario finanziario (ma non quello bancario<sup>65</sup>) di un ufficio di diritto privato<sup>66</sup>.

Dunque, sia pure sfumata<sup>67</sup>, una differenza tra i due modelli di tutela, specialmente ove la controparte dell'intermediario sia *debole*, continua a esistere<sup>68</sup>, anche perché il cliente al dettaglio ha un regime di tutela specifico.

---

<sup>64</sup> Sulla differenza tra trasparenza finanziaria e trasparenza bancaria v. da ultimo A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 377 ss., in particolare nt 19 e 20, ove ulteriori richiami. Sul tema, v. anche MUCCIARONE, *Lavori in corso sugli oneri economici nelle operazioni bancarie: verso una nuova trasparenza?*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 337 ss.

<sup>65</sup> Il discorso è però diverso per quanto riguarda il servizio (non bancario in senso stretto) di consulenza nel credito immobiliare ai consumatori, v. l'art. 120 *terdecies*, co. 3, lett. a).

<sup>66</sup> Che deve quindi agire come un mandatario a curare nella sostanza l'interesse dell'investitore, così v. D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 779 ss.; ID., *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 648 ss. In giurisprudenza, App. Milano, sez. I, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 278 n. TUCCI.

<sup>67</sup> A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, p. 123.

<sup>68</sup> Si pensi al contraente debole che sottoscrive un contratto con derivato incorporato (es., scambio del rischio di tasso): la tutela del t.u.f. sembra più adeguata a garantire una piena informazione sui rischi dell'operazione di scambio rispetto a quella del t.u.b., specie applicata con precipuo o esclusivo riguardo alla trasparenza del contratto ospite. V.

Anche le autorità di vigilanza mostrano, con riguardo all'attigua (o forse coincidente) fattispecie dei prodotti complessi di prediligere il criterio della *causa*. La Banca d'Italia offre precise indicazioni<sup>69</sup> sul punto, stabilendo che le disposizioni in materia di trasparenza bancaria:

(i) si applicano a tutte le operazioni e a «tutti i servizi aventi natura bancaria e finanziaria disciplinati dal titolo VI del t.u.b.» (v. Provv. citato, All. 1, punto 1.1)<sup>70</sup>;

(ii) non si applicano ai servizi e alle attività di investimento né al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento (quali, ad esempio, obbligazioni e altri titoli di debito, certificati di deposito, contratti derivati, pronti contro termine);

(iii) in caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante non sia di investimento si applicano: (a) all'intero prodotto se questo ha *finalità*, esclusive o preponderanti, riconducibili a quelle di servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del t.u.b. (ad esempio, finalità di finanziamento, di gestione della liquidità, ecc.); (b) alle sole componenti riconducibili a servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del t.u.b., negli altri casi;

(iv) in caso di prodotti composti la cui *finalità* esclusiva o preponderante sia di investimento, si applicano le disposizioni del t.u.f. sia al prodotto nel suo complesso sia alle sue singole componenti, a meno che queste non costituiscano un'operazione di credito ai consumatori (alle quali si applica quanto previsto dalle presenti disposizioni).

Anche se la Consob non ha esaminato la questione nel dettaglio con cui lo ha fatto la Banca d'Italia, indicazioni non dissimili da quelle appena richiamate si possono trarre dalle comunicazioni che si occupano di

---

anche F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, cit., che richiama la Comunicazione Consob n. 9019104/2009 sui prodotti illiquidi.

<sup>69</sup> Provvedimento 30 settembre 2016 (in Suppl. ordinario n. 46 alla Gazz. Uff., 21 ottobre 2016, n. 247) recante «Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e cliente» (già prima v. Provvedimento 29 luglio 2009).

<sup>70</sup> Cioè alle attività bancarie classiche, con esclusione del credito al consumo e dei servizi di pagamento (v. art. 115, co. 3, t.u.b.). Si legge nel provvedimento inoltre che le disposizioni di BI si applicano ai servizi di bancoposta, mentre non si applicano alla raccolta del risparmio tra il pubblico effettuata da Poste Italiane S.p.A. per conto di Cassa Depositi e Prestiti, attraverso libretti di risparmio postale e buoni fruttiferi assistiti dalla garanzia dello Stato (per questi prodotti le norme in materia di trasparenza sono stabilite con il DM Economia 6 ottobre 2004).

prodotti composti con finalità mista<sup>71</sup> (anche se dalla lettura della disciplina secondaria dettata dalle due autorità non è chiarissimo se per *finalità* si debba intendere *causa*, visto che il concetto di finalità sembra suggerire che debbano essere presi in considerazione i motivi che spingono le parti a concludere il contratto<sup>72</sup>, con il che sorge a chi scrive il dubbio se, nel caso di contratti predisposti unilateralmente, sia lecito interrogarsi su motivi che la parte non predisponente non ha potuto di certo inserire nel contratto).

L'impostazione delle autorità non sorprende. Essa si fonda sul presupposto che i contratti che incorporano strumenti finanziari (così come i prodotti complessi, ammesso che vi sia una differenza tra le categorie) siano negozi a causa mista i quali, in quanto tali, seguono le regole della causa prevalente: se prevale la *causa* di finanziamento si applica il t.u.b., al contrario il t.u.f. (c.d. teoria dell'assorbimento o della prevalenza)<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Recentissima è la Comunicazione Consob n. 0092492 del 18 ottobre 2016 (Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale). Vi sono poi, in questo senso, la notissima Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104 (riguardante sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi che evidenziava alcuni rischi tipici connessi alle operazioni in obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario e derivati negoziati *over the counter*) e la pure nota Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail* (n. 0097996 del 22 dicembre 2014, accompagnata dai chiarimenti del giugno 2015 sotto forma di Q&A: tutto è disponibile sul sito della Consob).

<sup>72</sup> O se la logica dell'operazione vada ricercata in una più ampia razionalità del mercato. Sul punto, anche per gli ampi riferimenti, v. C. ANGELICI, *Alla ricerca*, cit, p. 164 e ss. Su causa e motivi, v. 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, I, p. 961.

Da ultimo, su causa e coerenza economica, v. P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2016, II, p. 501 e ss. Su causa e operazione unitaria (nel caso di finanziamento combinato a IRS) v. A. TUCCI, *Interest rate swaps: "causa tipica" e "causa concreta"*, *Banca borsa e tit. cred.*, 2014, II, p. 291.

<sup>73</sup> In base al quale si deve intendere applicabile la disciplina del negozio prevalente. Per la definizione del negozio misto v. Cass. 1978 n. 1211; Cass. 1978 n. 4038; Cass. 1981 n. 5503 e Cass. 2 luglio 1981 n. 4291. Interessante pure Cass. Civ., sez. III, 23 febbraio 1994, n. 1783, in *Ass.*, 1994, II, 122. Di recente sulla causa del *factoring* Cass. civ, sez. I, 15 febbraio 2013, n. 3829, in *Giust. civ. Mass.*, 2013, ove si legge che «ai fini della causa del contratto e dei suoi effetti, il giudice deve necessariamente fare riferimento all'intento negoziale delle parti che renda palese il risultato concreto perseguito», ma il punto sembra molto più controverso di quanto appaia da questa pronuncia, sia in giurisprudenza che in dottrina. Gli Autori qui più sopra citati mi sembra che identifichino nella causa il criterio per individuare la disciplina applicabile (e, quindi, nei casi esaminati il t.u.b. anziché il t.u.f.) v. le opere citate di Dolmetta, Sartori, Caputo Nasseti e Girino.

È una prospettiva forse condivisibile, ma che lascia in disparte questioni da sempre aperte, come quella inerente la distinzione tra contratti misti e complessi e tra questi e quelli collegati. Non è questa la sede per ricostruire il dibattito sul punto, ma conviene ricordare come la soluzione offerta dalla teoria dell'assorbimento non sia l'unica possibile, esistendo orientamenti che propendono per la applicabilità, in caso di contratti misti (soprattutto se tipici), di più discipline (c.d. teoria della combinazione)<sup>74</sup>.

Accedendo all'una o all'altra teoria sulla causa nei negozi misti si potrebbe pervenire a esiti diversi sull'applicabilità delle disposizioni in commento. Si potrebbe ritenere, ad esempio, che ai contratti di finanziamento che incorporano un derivato si applichi insieme alla disciplina del t.u.b. *anche* quella del t.u.f.

Si può sostenere, allora, che il criterio che fa leva sulla causa prevalente per individuare la normativa di protezione applicabile, rischi di rivelarsi fallace, almeno in alcune ipotesi. Ciò in particolare se si considerano le disposizioni in esame come regole di protezione della parte debole. Se si muove questo angolo visuale, infatti, non sembra fuori luogo domandarsi perché la causa (prevalente) del contratto (misto) debba costituire l'unico, o il principale, elemento per determinare la disciplina in concreto applicabile a un rapporto contrattuale (appiattendolo il discorso sulla dicotomia investimento-t.u.f. *vs* finanziamento-t.u.b.).

Su queste basi, la fallacia del criterio sembrerebbe confermata innanzitutto dall'esame del trattamento riservato alla questione in altri ordinamenti. In quello degli Stati Uniti, che non conosce il concetto di causa, si fa leva sull'oggetto del contratto misto (ad es. nel caso delle polizze *index linked* alle quali dovrebbe applicarsi la disciplina dei *securities* solo ove prevalga la componente finanziaria)<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Per la ricostruzione del dibattito v. in giurisprudenza Cass., sez. un., 27 marzo 2008, n. 7930, tra le altre in *Foro it.*, 2009, 11, I, 3156, n. PUPPO. In dottrina, solo per indicare alcuni Autori, v. F. MESSINEO, *Il contratto misto in generale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1968; G. DE GENNARO, *I contratti misti*, Padova, 1934, R. SACCO, *Autonomia contrattuale e tipi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, II, 790; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1969; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.

<sup>75</sup> Come ha ricordato da R. LENER, *Il prodotto*, cit., p. 1011: negli Stati Uniti - dove pure la questione non si incentra, né potrebbe, sulla causa del contratto - sin dal 1997 la SEC, in relazione alle polizze *equity indexed*, ha precisato che in questi prodotti vi è una commistione del tradizionale prodotto assicurativo e del prodotto finanziario (*security*).

In Europa vi sono diverse ricostruzioni. Ad esempio, una dottrina spagnola mostra di ritenere applicabile le regole della MiFID nel caso di depositi strutturati indicizzati (non garantiti, da considerarsi *derivado implicito*), ma ritiene che le polizze assicurative, anche se *index linked*, siano pur sempre un *producto de seguro* come tale sottratto all'ambito di applicazione della direttiva<sup>76</sup>.

In Portogallo i prodotti misti assicurativo-finanziari sono, invece, assoggettati alla disciplina della MiFID<sup>77</sup>.

In Germania il § 31(7) WpHG prevede un'esenzione dall'applicazione di talune regole di condotta in caso di servizi prestati su iniziativa del cliente, precisando tuttavia che tale esenzione non si applica se lo strumento finanziario incorpora un derivato (*Derivat eingebettet*)<sup>78</sup>.

In Francia vi è chi sostiene, in base all'analisi della casistica giurisprudenziale, che «Ce n'est ainsi pas la nature du produit financier qui détermine l'applicabilité du règlement général de l'AMF, mais celle du service offert au client»<sup>79</sup>.

---

Pertanto, la possibilità di ricondurre il prodotto alla nozione di *security* ai fini dell'applicazione della relativa disciplina è legata a un accertamento, da condurre caso per caso, non in ordine alla causa, ma alla prevalenza della componente assicurativa o di quella finanziaria. Cfr. SEC Release No. 33-7438, in 1997 LEXIS 1691, 5 (Aug. 20, 1997) e, più di recente SEC Final rule, Nos. 33-8996, 34-59221 (Jan. 8, 2009) intitolata «Indexed annuities and certain other insurance contracts».

<sup>76</sup> A. CARRASCOSA MORALES, B. GUIASOLA MORRADON, *Cuestiones practicas en la aplicacion de la MiFID*, in *Observatorio sobre la reforma de los Mercados Financieros Europeos*, 2008. *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, n. 27, p. 192.

<sup>77</sup> Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Answer to the European commission call for evidence Need for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for "substitute" retail investment products?*, Disponibile su [circabc.europa.eu/](http://circabc.europa.eu/)

<sup>78</sup> Quanto al regime informativo, è stato di recente osservato come in Germania il *Basisinformationsblatt* previsto dal § 31(3a) WpHG «is intended to summarise the main risks and opportunities of an investment product, similar to the information leaflet included with medicines packaging or the product information sheets provided under insurance and consumer credit law». Forse anche in Germania le modalità di informazione della parte debole presentano profili convergenza tra diversi settori dell'ordinamento, v. in questi termini T.M.J. MOELLERS, *European Legislative Practice 2.0: Dynamic Harmonisation of Capital Markets Law – MiFID II and PRIIP*, in *Banking & Finance Law Review*, 2015, p. 149.

<sup>79</sup> H. BOUCHTEMBLE, *La responsabilité des prestataires de services d'investissement en matière de produits dits "toxiques"*, in *Droit & patrimoine*, 2011, 2016, p. 30, ove i richiami alla giurisprudenza. Sulla differenza tra *mise en garde* e *la information sur le risques* (non dovuta se non ci sono profili speculativi), v. Cass. com. fr., 19 settembre 2006, n. 05-15304 in *Bull. 2006, IV, n° 187, p. 205*.

In termini generali, quindi, si può sostenere che il criterio della causa prevalente non sia necessariamente decisivo, o comunque non universale, per scegliere il regime normativo cui assoggettare un rapporto contrattuale.

Ove anche non si condivida questo assunto in termini generali, vi sono ragioni per ritenere che la causa non sia il criterio determinante nel caso di contrattazione non paritaria, quando sorgano esigenze di tutela del contraente debole. Del resto, come noto, le regole di protezione di investitori al dettaglio e clienti bancari sono dettate per colmare il *gap* informativo e conoscitivo patito dal soggetto debole che la legge intende proteggere - non per paternalismo, ma per favorire l'efficienza mercato - con la conseguenza che non *possono* essere ritenute esclusivamente regole *del prodotto o del rapporto*, ma regole *della parte* o, se si preferisce, *per la parte*.

Tornando agli esempi di contratti di finanziamento con clausole che trasferiscono il rischio di cambio e quello di tasso, si faccia l'ipotesi che, anziché incluse come clausole nel contratto ospite, tali operazioni di trasferimento del rischio siano convenute in un documento contrattuale separato. In questo caso i clienti stipulerebbero un contratto con causa di finanziamento assoggettato alla disciplina bancaria e un separato accordo assoggettato al t.u.f., così godendo di una doppia tutela (da un lato, informazioni sulle condizioni economiche del mutuo, dall'altro, informazioni sui rischi dello strumento derivato, queste ultime personalizzate).

Se si condivide questa impostazione, l'esempio che si è fatto, per nulla irrealistico, induce a ritenere che non sia ragionevole trattare in modo diverso la medesima parte debole a seconda che il derivato (o la componente derivata) sia incorporata nel finanziamento oppure sia contenuta in documento contrattuale autonomo: in entrambi i casi, infatti, il soggetto debole che contrae deve essere informato secondo la disciplina del t.u.b. e del t.u.f.

Del resto, avendo riguardo alla necessità di proteggere il cliente meno informato per superiori finalità di efficienza e integrità del mercato, non pare lecito ritenere che un derivato - componente che sia - incorporato in un altro contratto sia sottratto all'applicazione delle regole di condotta del t.u.f. Se così fosse, si darebbe agio all'intermediario che intende cautelarsi dal rischio (di cambio o di tasso) di includere le relative

previsioni in un unico contratto - qui inteso come documento contrattuale, sufficiente a rispettare gli obblighi di forma scritta e di consegna comuni al t.u.b. e al t.u.f. - per evitare l'applicazione delle regole di condotta (arg. ex direttiva 2014/17/UE, secondo cui il fatto di includere un contratto in altro contratto rappresenta una possibile tecnica di elusione<sup>80</sup>). Del resto, la *posizione*<sup>81</sup> di titolare di un'opzione che annulli il rischio di cambio o di tasso potrebbe essere assunta dall'intermediario mutuante anche nei confronti di terzi diversi dalla controparte contrattuale, nel qual caso si applicherebbe il t.u.f. a beneficio del terzo.

L'impostazione sembra peraltro confermata dalle ben note ipotesi di collegamento negoziale tra un contratto di mutuo e un separato contratto di *interest rate swap*, casi in cui nessuno dubita dell'applicabilità delle regole di condotta al secondo<sup>82</sup>.

6. *Discipline di settore, interpretazione estensiva e principi generali: il t.u.f., il t.u.b. e il cod. cons. specificano principi del codice civile o ne dettano di nuovi?*

Le diverse regole di protezione del contraente meno informato hanno generato principi trasversali, i quali possono prestarsi ad essere applicate a tutti i rapporti tra questi e i soggetti forti. Se, infatti, pur si tratta di regole speciali, ciò non significa che siano eccezionali, con la conseguenza di essere suscettibili di estensione (secondo qualcuno, anche in via analogica)<sup>83</sup>.

È chiaro che là dove esiste una regola specifica, le diverse discipline non sono suscettibili di reciproca integrazione. È questa l'ipotesi del diritto

<sup>80</sup> Così D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio cit.*, p. 188.

<sup>81</sup> Sul concetto di "posizione" vedi ora, per tutti, C. ANGELICI, *Alla ricerca*, cit., p. 41.

<sup>82</sup> Ipotesi in cui può esservi collegamento negoziale, e quindi un'unica operazione, con possibile conseguente applicazione del *simul stabunt simul cadent* nel senso che la risoluzione di un contratto priva di causa l'altro (o che la manca erogazione del mutuo incide sulla causa dell'IRS, come hanno ritenuto Trib. Lucera, 26 aprile 2012, in *Giur. comm.*, 2014, 1, II, p. 62, n. ROBUSTELLA e, di recente, Tribunale di Treviso, 26 Agosto 2015, Il Caso.it, Sez. Giurisprudenza, 13632

<sup>83</sup> Sull'estensione analogica dei "principi" ricavabili dalle normative di protezione del contraente debole vedi, di recente, L. DELLI PRISCOLI, *Rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente debole e tutela del mercato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 976 ss. ove numerosi riferimenti giurisprudenziali e dottrinali, in particolare, sul punto, v. nt. 45.

di recesso, disciplinato diversamente, per ovvie ragioni di *cherry picking*<sup>84</sup>, nel cod. cons. e nel t.u.f.<sup>85</sup>. In altre ipotesi, e penso alla disposizione del cod. cons. che impone che tutte le informazioni destinate ai consumatori siano rese *almeno* in lingua italiana (art. 9), non può seriamente ritenersi che una tale previsione non sia applicabile *anche* all'investitore al dettaglio (o a quello professionale che non parli la lingua del contratto) e al correntista: è ciò è vero anche se né il t.u.f., né il t.u.b. impongono espressamente quella italiana come lingua del contratto scritto. Del resto, essi parlano di *chiarezza*, che in astratto può essere conseguita in ogni lingua, purché conosciuta dalla parte debole.

In questo modo, se tra le parti vi sia asimmetria informativa, le trasparenze, da discipline di settore, convergono fino a diventare non un requisito del contratto ma un requisito, se così si può dire, del rapporto che si giustifica in base alla natura della parte.

Diversamente opinando, ritenendo cioè le discipline di settore indipendenti ed inestensibili, si dovrebbe forse dichiarare il fallimento di quella che apparirebbe una *overregulation* settoriale che, anziché specificare il principio codicistico di buona fede<sup>86</sup>, si presta ad essere utilizzata a vantaggio della parte forte, legittimando comportamenti non improntati alla massima chiarezza (*i.e.* includere in un documento contrattuale due patti con causa, od oggetto, diverso).

Certo è che, anche così opinando, le denunciate stratificazioni normative possono condurre a prassi applicative incoerenti, soprattutto in sede giurisdizionale. Il che suggerisce un riordino della materia (*rectius*: delle materie) visto che non appare praticabile un ritorno a un diritto

---

<sup>84</sup> A. BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 46.

<sup>85</sup> Come ad esempio sullo *ius poenitendi*, diversamente disciplinato nel cod. cons. e nel t.u.f., v. rispettivamente artt. 52 cod. cons. e 30 t.u.f. Del resto è stato notato come il cod. cons. sia, per i rapporti in cui vi è consumatore, norma generale che cede dinanzi a quelle speciali (ad es., t.u.f. e t.u.b., nel caso di consumatore/investitore), così mi sembra sia orientato E. BATTELLI, *Codice del consumo, codice civile e codici di settore: un rapporto non meramente di specialità*, in *Eur. Dir. priv.*, 2016, p. 425 ss. Si tratta di un panorama di regole che si presta ad essere ulteriormente integrato a livello nazionale dalle competenze attribuite all'AGCM in tema di pratiche commerciali corrette, cfr. E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 246 ss.

<sup>86</sup> V. ancora A.A. DOLMETTA, *Trasparenza*, cit. p. 123.

positivo fatto di sole clausole generali<sup>87</sup>. Sul punto, un possibile modello potrebbe ravvisarsi nella nuova disciplina del credito ai consumatori<sup>88</sup>, la quale è certamente perfettibile ma si presenta come completa sotto il profilo delle tutele e dei rimedi (salvo che per quanto riguarda il tema dell'ADR).

### 7. Alcune (nuove) influenze del diritto dell'Unione europea

Alcune delle criticità che si sono segnalate sembrano trovare conferma nella legislazione europea più recente e in via di trasposizione.

Quanto alla MiFID II (2014/65/UE), si legge nel considerando 80, relativo alla mera trasmissione di ordini, che è *opportuno* escludere la possibilità di prestare tale servizio «insieme al servizio accessorio consistente nella concessione di crediti o prestiti agli investitori [...] in quanto ciò aumenta la complessità della transazione e rende più difficile la *comprensione* del rischio ad essa associato». Come in altri settori dell'ordinamento finanziario europeo, l'obiettivo di far comprendere si fa strada in luogo del mero obbligo di informare.

Nella stessa sede, peraltro, si legge: «È altresì opportuno definire più precisamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari cui tali servizi si dovrebbero riferire al fine di escludere taluni strumenti finanziari, compresi quelli che *incorporano* uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato [...]» (v. anche per i depositi strutturati e per gli strumenti del mercato monetario l'art. 25 della direttiva).

---

<sup>87</sup> Il che è possibile, ora, solo in via interpretativa e giurisprudenziale. Del resto la Cassazione, quando si trova a discorrere di obblighi informativi, di trasparenza o, comunque, di protezione, spesso riconduce le norme di settore alle clausole generali del codice civile (1175, 1176, 1337, 1375 c.c.). In materia di intermediazione finanziaria il principio è pacifico almeno a partire da Cass. civ., sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, 4, I, 1105, n. SCODITTI; in *Giur. comm.*, 2006, 4, II, 626 n. SALODINI. Vi è poi la notissima Cass. civ., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, p. 686 n. CORRADI. Da ultimo v. Cass. civ., sez. I, 24 gennaio 2014, n. 1511, in *Diritto & Giustizia* 2014, 27 gennaio, n. PERROTTA. In materia assicurativa, v. Cass., civ., sez. III, 24 aprile 2015, n. 8412 in *Foro it.* 2015, 7-8, I, 2378, nonché in *Responsabilita' Civile e Previdenza* 2015, 3, 970.

<sup>88</sup> Cfr. nt. 11 che precede.

Pare potersene trarre che il legislatore europeo è consapevole dei rischi posti dall'incorporazione di strumenti finanziari in altri contratti, in particolare se si tratta di contratti di credito.

In materia di *product governance* (ma tra prodotto e contratto qui non pare esservi differenza), peraltro, le nuove disposizioni investono l'ESMA di poteri specifici. Il riferimento cade sul citato art. 25 della direttiva, ma anche e soprattutto sugli artt. 40 e ss. del regolamento MiFIR (600/2014/UE). Tra i poteri dell'ESMA vi è la possibilità di vietare temporaneamente o limitare:

(a) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche; o

(b) un tipo di attività o pratica finanziaria.

Ovviamente si tratta di poteri condizionati al ricorrere di determinate circostanze<sup>89</sup> ed esercitabili in base a criteri predeterminati. Tra questi criteri l'art. 40, par. 8, lett. a) MiFIR include: «il grado di complessità di uno strumento finanziario e la relazione con il tipo di cliente a cui è commercializzato e venduto».

Il che sembrerebbe giustificare il discorso che si è sin qui tentato di svolgere, nel senso che l'applicazione delle regole di protezione della parte debole, in quanto funzionali a garantire l'integrità del mercato, non si prestano a essere applicate o disapplicate in base alla causa del contratto, ma in base *al rapporto e al tipo di cliente*.

Del resto, nel suo *Final Report* intitolato «Guidelines on complex debt instruments and structured deposits» l'ESMA ha mostrato di condividere l'approccio di chi ritiene applicabile la disciplina di protezione della MiFID ai prodotti di debito che incorporano componenti derivate (v. p. 31 ss.<sup>90</sup>), inserendo così il derivato incorporato (o

---

<sup>89</sup> E quindi esercitabili, anche se l'ESMA non è un Istituzione dell'Unione, in base all'art. 114 TFUE, v. Corte giustizia UE, 22 gennaio 2014, n.270, grande sezione, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 648 ss. con nota di E. RULLI, *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*.

<sup>90</sup> Ove la definizione di «Debt instruments embedding a derivative», offerta nei termini che seguono: «For the purpose of points (ii) and (iii) of Article 25(4)(a) of MiFID II, an embedded derivative should be interpreted as meaning a component of a debt instrument that causes some or all of the cash flows that otherwise would result from the instrument to be modified according to one or more defined variables».

componente derivata) tra gli indici che rendono il prodotto complesso. E ciò, se ben si comprende il documento dell'autorità europea, a prescindere dal rischio; così "complesso" diviene, forse impropriamente, un aggettivo che serve mettere in guardia l'investitore (e viene da chiedersi, allora, se ciò rilevi in punto di adeguatezza e appropriatezza, a prescindere dal grado di complessità effettivo).

Interessante, sul punto, è la classificazione dei *contingent convertible bond*, strumenti di debito convertibili in capitale non secondo lo schema delle comuni obbligazioni convertibili (basato sulla volontà del creditore), ma al ricorrere di eventi predeterminati nel contratto o in conseguenza del provvedimento dell'autorità di risoluzione in caso di esercizio dei poteri introdotti dalla BRRD in materia di crisi bancarie<sup>91</sup>.

Lo stesso approccio sostanzialista si intravede anche con riguardo alle sovrapposizioni tra le nozioni di consumatore, investitore e cliente. Sul punto, paradigmatico è l'art. 41, par. 2, della direttiva 2016/97/UE sulla distribuzione assicurativa, il quale prevede che entro il 2021 la Commissione compia un'indagine sul mercato dei prodotti di investimento al dettaglio «tenendo presente [...] la direttiva 2014/65/UE» (i.e. la MiFID). Un riesame, quindi, "congiunto" della distribuzione di prodotti assicurativi e di investimento, finalizzato a «appurare se le norme specifiche di comportamento delle imprese per la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi [...] producano risultati adeguati e proporzionati, tenendo conto della necessità di garantire un livello sufficiente di protezione dei *consumatori* coerente con le norme in materia di protezione degli *investitori* applicabili a norma della direttiva 2014/65/UE [...]».

8. *Un possibile campo di applicazione trasversale delle discipline di protezione: depositi non garantiti regole di condotta.*

---

<sup>91</sup> V. sul punto p. 41 del Report. L'ESMA dà conto del fatto che alcuni partecipati alle consultazioni avevano contestato l'inserimento da parte dell'Autorità dei *contingent convertible bonds* tra i prodotti complessi. Non solo l'ESMA li ha mantenuti nell'elenco, ma ha così risposto alle osservazioni: «In relation to contingent convertible bonds, ESMA would like to mention that these hybrid instruments can be called to absorb losses in accordance with their contractual terms (when the capital of the issuing bank falls below a certain level). This contractual mechanism makes the CoCos embed a derivative and therefore complex».

Nella materia delle crisi bancarie, soggetta a ripetuti interventi legislativi (dalla BRRD ai decreti legge emessi con riguardo sia al caso delle quattro banche risolte nel 2015 che di MPS), le questioni che si sono esaminate paiono porsi con un più elevato coefficiente di difficoltà interpretativa. Lasciando in disparte il tema della risoluzione in senso stretto<sup>92</sup>, il riferimento cade sulla disciplina della informazione e sulla tutela del depositante che sia anche parte debole del rapporto.

Il punto è, *in primis*, come dipanare le sovrapposizioni tra la disciplina della trasparenza contenuta nel t.u.b. (artt. 115 e ss.) e quella delle pratiche commerciali scorrette nei rapporti tra imprenditori e consumatori (art. 21 e ss. d.lgs. 206/2005).

Come è stato recentemente rilevato<sup>93</sup>, nelle pubblicità delle banche si comincia a parlare di coefficienti di patrimonializzazione e di *Common Equity Tier 1 ratio*. Ed è normale che sia così perché il risparmiatore, quale che sia la natura del servizio o del prodotto che sottoscrive, inizia a chiedersi se la sua controparte sia affidabile e se i suoi risparmi siano o meno al sicuro (qui se siano più o meno *bail-inable*).

In conseguenza, le banche che possono vantare buoni coefficienti di patrimonializzazione, pubblicizzano la circostanza ma, così facendo, spostano l'attenzione dal rischio del prodotto al proprio merito di credito, il quale è ovviamente tale *solo* in un determinato momento, mentre il rischio cui in astratto un prodotto espone può rimanere stabile nel tempo. È, questa, una nuova frontiera pubblicitaria che si espone al sindacato dell'AGCM (in punto di pratiche pubblicitarie scorrette, se del caso), ma anche, si deve ritenere, a valutazioni nel merito in sede giurisdizionale e, quindi, ancora una volta, a valutazioni che prescindono dall'oggetto, dalla causa o dalla natura del contratto concluso tra il cliente e la banca (si pensi

---

<sup>92</sup> Su cui G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca imp. soc.*, 2015, p. 339; L. STANGHELLINI, *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, n. 1, p. 154; R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2016, I, p. 287 ss.; B. INZITARI, *La disciplina della crisi nel Testo Unico Bancario*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, Banca d'Italia, 75, marzo 2014. Mi permetto inoltre di rinviare a E. RULLI, "Dissesto", "risoluzione" e capitale nelle banche in crisi, Relazione al VII Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 26-27 febbraio 2016..

<sup>93</sup> R. LENER, *Il Bail-in*, cit., p. 1

al deposito oltre i 100.000 Euro, ma in generale ciò vale per tutte le passività esposte a riduzione e conversione, tra cui le obbligazioni subordinate).

Inoltre, non sarà sfuggito che, all'indomani della risoluzione delle quattro banche (Etruria, Ferrara, Chieti, Marche) l'autorità di vigilanza "competente" in materia di correttezza dei comportamenti ha pubblicato una comunicazione<sup>94</sup> con la quale ha avvertito le banche della «necessità di valutare gli eventuali impatti delle modifiche normative [...] sulle proprie procedure interne per la valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, tenendo conto delle specificità di ogni tipologia di strumento finanziario interessato dalle modifiche medesime». In altre parole, la Consob ha evidenziato la necessità di informare azionisti, obbligazionisti subordinati e non, creditori *senior* e *junior*, depositanti (con *depositor preference* o no) dei rischi collegati al recepimento della BRRD. Un informativa sui rischi (di riduzione e conversione) che, secondo la dottrina richiamata, deve essere offerta secondo i criteri di cui al 21 e ss. t.u.f. perché la sottoscrizione di strumenti *bail-inable* comporta un rischio che non può che essere compreso e valutato dagli investitori se non facendo ricorso alle regole generali<sup>95</sup>. Del resto, non sarebbe ragionevole avvertire gli obbligazionisti subordinati con i criteri del t.u.f. e i depositanti sopra soglia *bail-in* con quelli del t.u.b., trattandosi di fattispecie che, pur diverse, nella disciplina della BRRD si distinguono esclusivamente per l'ordine di priorità con cui sono esposte al rischio di riduzione o conversione (v. art. 52 d.lgs. 180/2015)<sup>96</sup>.

### 9. Conclusioni non definitive

Le fattispecie che si sono esaminate confermano l'esistenza di interferenze tra diverse discipline di tutela della parte debole, in particolare nelle ipotesi in cui questa contratta per impiegare le proprie risorse nel mercato finanziario.

---

<sup>94</sup> Comunicazione Consob n. 0090430 del 24 novembre 2015, recante «Decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori»

<sup>95</sup> V. ancora R. LENER, *op. ult. cit., ibi*.

<sup>96</sup> Per le differenze tra depositi e obbligazioni bancarie, v. da ultimo N. CIOCCA, *I depositi e le obbligazioni bancarie: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2016, *passim*.

Le fattispecie che si sono descritte sembrano evidenziare che non esistono criteri sempre validi per individuare le regole applicabili a un determinato contratto. Si può sostenere, senza con ciò giungere ad approdi definitivi, che uno dei criteri che tradizionalmente la dottrina e la giurisprudenza impiegano per la selezione della disciplina (ad es., t.u.b. o t.u.f.) applicabile a un rapporto contrattuale, tra cui il criterio che fa leva sulla causa del contratto, possano rivelarsi fallaci, in specie là dove si tratti di individuare le regole di un rapporto contrattuale asimmetrico. In casi siffatti, se si condivide l'impostazione per cui le regole di protezione sono dettate per colmare un *gap* informativo che connota la parte debole, che la legge protegge anche nell'interesse del mercato, si potrebbe ipotizzare che esse non possano qualificarsi solo alla stregua di norme che disciplinano il prodotto o il rapporto, ma anche come regole della parte o, se si preferisce, *per la parte debole* (in quanto tali alla stessa parte sempre applicabili, in disparte dalla causa del contratto).

Sotto altro profilo, ci si è chiesti se norme di protezione settoriali possano essere interpretate estensivamente o analogicamente. Pur se non è possibile offrire una risposta definitiva al quesito, non è irragionevole ritenere che le diverse regole di protezione del contraente meno informato abbiano generato principi trasversali, i quali *possono* prestarsi ad essere applicati ad altre fattispecie contrattuali che si caratterizzino per la presenza di una parte forte e di una debole, come è avvenuto nel caso delle polizze *index linked*, come alcuni ritengono debba avvenire nel caso di derivati incorporati e come potrebbe avvenire per i depositi bancari sopra-soglia *bail-in*.