

Quaderni giuridici

Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile

Un'analisi dei profili giuridici e finanziari

S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile

Un'analisi dei profili giuridici e finanziari

*S. Alvaro**, *A. Gentili***, *C. Mottura****

Abstract e principali conclusioni

Il lavoro analizza, sul piano giuridico e finanziario, gli effetti dei tassi di mercato monetario negativi sui mutui e sui titoli obbligazionari a tasso variabile. L'analisi è sviluppata tra finanza, diritto privato e regolazione.

Lo studio è strutturato in quattro blocchi di argomenti.

Nel primo blocco si considerano le motivazioni e l'obiettivo dello studio, sono posti gli elementi di contesto sugli effetti del segno dei tassi nella logica dello scambio finanziario, e elementi specifici sui contratti oggetto di analisi. Seguono tre parti.

Nella prima parte si analizzano i fondamenti giuridici delle scelte di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) che hanno portato i tassi di interesse a breve termine su valori negativi, anche con riferimento agli effetti che le stesse potrebbero avere sul principio, tutelato in Italia dall'art. 47 della Costituzione, che intende promuovere l'attitudine al risparmio dei cittadini per finalità di investimento. Si giunge alla conclusione che, quantomeno nel breve periodo, la politica monetaria della BCE (attuata nell'ambito dei poteri conferite dai Trattati europei) ha proprio l'effetto (seppur indiretto) di tutelare il risparmio, nella misura in cui, preservando il valore del metro monetario, tutela il sistema economico nel suo insieme. Questa

JEL Classifications: G10, G18, K12, K20, K22.

Keywords: finanziamenti a tasso variabile – floating rate loans, obbligazioni a tasso variabile – floating rate notes, tassi di interesse negativi – negative interest rates, mercati finanziari – financial markets.

* Responsabile Ufficio Studi Giuridici, Divisione Studi Consob. ** Professore Ordinario di Istituzioni di Diritto Privato, Università Roma Tre. *** Professore Ordinario di Matematica Finanziaria, Università Roma Tre.

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

impostazione del problema, attenta ai profili di tutela costituzionale dei principi fondanti i diversi Stati membri ed ai limiti di "accountability" che incontra la BCE, si ritrova anche in recente giurisprudenza delle Corti Costituzionali di alcuni paesi dell'Eurozona e della Corte di Giustizia Europea, oltre che in ampia dottrina europea.

La seconda parte dello studio analizza la capacità dell'ordinamento domestico di adattarsi ad un contesto di tassi negativi. Lo studio muove dalla considerazione che nel sistema giuridico italiano (dove abbondano le disposizioni in tema di interessi) manca sia un espresso principio legale unitario sia un concetto organico e coerente da cui derivare la funzione degli interessi ed alla cui luce impostare la soluzione di situazioni nuove ed impreviste, come quella dei tassi negativi. Tale mancanza preclude al giurista qualsiasi operazione di riconduzione della nuova casistica ad un principio consacrato del diritto vigente imponendogli invece di espandere la logica del diritto guardando oltre il codice, che da tempo non esprime più la logica del sistema. Si analizzano, quindi, le diverse concezioni sugli effetti dei tassi negativi nell'analisi del contratto di mutuo, inteso come paradigma della categoria dei contratti di *credito* cui anche la disciplina delle obbligazioni societarie fa in qualche modo rinvio.

Nella terza parte ci si interroga più esplicitamente sulla sussistenza nel nostro ordinamento di invalicabili limiti legali e/o concettuali che impediscano l'utilizzo di tassi negativi. Lo studio conclude che non sussistono limiti concettuali e legali che ostino all'impiego di tassi negativi nei contratti di finanziamento. Sul piano della qualificazione del contratto si potrà discutere se si tratti di un contratto legalmente o socialmente tipico con aggiunta di una clausola (di indicizzazione) occasionata da *motivi* (che comunque non alterano la causa), o invece si tratti di contratto atipico, invalso nella prassi. Ma non si potrà dubitare che si abbia nel primo caso l'inserimento di una clausola legittima e nel secondo la stipula di un contratto atipico meritevole di tutela, in cui la indicizzazione introduce un elemento di lecita aleatorietà nel rapporto.

Posto che non esistono vincoli di natura legale all'impiego di tassi negativi, lo studio discute poi della validità di clausole derivanti dall'autonomia negoziale privata che pongano limiti agli oneri sopportati dai creditori in caso di tassi negativi, quali in particolare le cosiddette clausole *floor* o "fermo zero", ampiamente diffuse nei prestiti obbligazionari e nei mutui a tasso variabile, questione posta in astratto da parte della dottrina. Lo studio, dopo avere argomentato che in sé la liceità del ricorso a clausole *floor* non è in questione, affronta poi la questione che più frequentemente si pone nei contratti di mutuo e che ha avuto la maggiore attenzione da parte della dottrina, ossia quella della necessità di rispettare obblighi di *trasparenza* e di equilibrio fra le prestazioni (cosiddetto *equilibrio* sinallagmatico) ai fini della validità delle clausole *floor*. Si giunge alla conclusione che le clausole *floor* sono legittime se formulate in modo chiaro e comprensibile e dotate di adeguata evidenza e che non intaccano in alcun modo un preteso "equilibrio" sinallagmatico tra le prestazioni in quanto la circostanza del tasso negativo non cambia la natura del mutuo, che è e resta in primis un contratto di 'prestito' di una somma di denaro nel quale la corresponsione di un interesse non è elemento costitutivo della fattispecie e nel quale la causa è "variabile".

Il lavoro evidenzia che se in ambito bancario il tema dei tassi negativi ha una rilevanza centrale sia per garantire ai clienti la trasparenza delle condizioni contrattuali (e dunque al fine di acquisire un consenso informato) sia per assicurare la concorrenza tra gli intermediari, in ambito finanziario il tema assume particolare rilevanza anche al fine di garantire la confrontabilità dell'interesse contrattuale offerto dai prodotti a tasso variabile nonché il rispetto da parte degli intermediari di adeguate regole organizzative e di condotta in fase di distribuzione dei prodotti.

In conclusione, l'ordine pubblico economico di direzione non ha qui nulla da dire sulla possibilità di inversione del tasso. Anzi, può vederla come un possibile ulteriore effetto, riflesso e auspicato, delle ragioni di politica economica che hanno indotto banche centrali ad innescare il fenomeno. La questione resta interamente rimessa alle scelte dell'autonomia privata, anche se l'ordine pubblico economico di protezione prevede, qui come altrove nella contrattazione da parte di operatori non professionali, quei limiti di trasparenza ed informazione che servono a garantire la consapevolezza e la razionalità della scelta negoziale.

Indice

Motivazioni, obiettivo, elementi di contesto e specifici	7
1 Motivazioni e obiettivo dello studio	7
2 Elementi specifici relativi ai contratti oggetto di analisi	13
3 I tassi negativi e la politica monetaria della BCE	18
PARTE PRIMA	
Profili giuridici relativi alla politica monetaria nell'UE in un contesto di tassi negativi	20
4 Sulla valenza giuridica della politica monetaria nell'UE in tema di tassi di interesse	20
5 Profili di tutela del risparmio	21
PARTE SECONDA	
Le concezioni sugli effetti dell'inversione di tasso nel contratto	25
6 Mercato e regole giuridiche nella conformazione dei contratti di finanziamento	25
7 I tassi di interesse nel codice civile	27
8 Le diverse concezioni giuridiche sugli effetti dell'inversione del tasso	32
9 Il mutuo come paradigma di riferimento	37
PARTE TERZA	
Sulla disciplina degli effetti dei tassi negativi nel contratto	42
10 Disciplina <i>ex lege</i> e disciplina in caso di apposizione al contratto di clausole <i>ad hoc</i>	42
11 Sulla sussistenza di invalicabili limiti legali e/o concettuali alla inversione del tasso	42
12 Sulla possibile sussistenza di validi limiti negoziali (clausole <i>floor</i>)	45
13 Peculiarità del prestito obbligazionario	59
Bibliografia	75

Motivazioni, obiettivo, elementi di contesto e specifici

1 Motivazioni e obiettivo dello studio

Questo studio si giustifica, in termini generali, alla luce della novità del "fenomeno" dei tassi negativi che si osservano – nel mercato interbancario dell'euro – a partire dall'agosto del 2014; fenomeno che è legato, come si vedrà (§ 3), a precise scelte di politica monetaria delle banche centrali e, nell'area euro, della Banca Centrale Europea (BCE).

I mercati finanziari, infatti, hanno storicamente conosciuto tassi di interesse nominali, ossia senza considerare gli effetti derivanti dall'inflazione, con segno positivo. Le scienze finanziarie – la matematica finanziaria, la teoria della finanza – sono state fondate, di conseguenza, sul *postulato di rendimento del danaro*: in esse si richiede (nella formulazione originaria di Bruno de Finetti) che "il costo dell'operazione consistente nel differire la scadenza di un debito [sia] positivo". D'altra parte, profetizzava de Finetti oltre ottant'anni fa, "[q]uesta restrizione costituisce piuttosto un dato di fatto d'ordine storico che non una necessità logica più o meno evidente: si potrebbe in teoria immaginare benissimo una situazione economica in cui, nessuno o pochissimi avendo bisogno di denaro a prestito, non si troverebbe convenienza ad accettare un importo impegnandosi a restituirlo più tardi accresciuto, e nemmeno per restituirlo intero, ma solo detrando un certo importo per la custodia"¹.

L'attuale assetto dei mercati finanziari – con tassi di mercato (anche) negativi – richiede di *andare oltre* la "restrizione" dei tassi nominali positivi, e di reimpostare le logiche di base del ragionamento finanziario in un mercato "completo" con tassi di interesse di segno qualsiasi.

Nella logica dello scambio, un creditore potrà così dover *pagare* un interesse sul capitale investito, e un debitore potrà *ricevere* un interesse sul capitale avuto in prestito². In altri termini, la posizione di tasso assunta dal creditore o dal debitore non è più univocamente determinata dal tipo di contratto, se di investimento o di finanziamento: un operatore potrebbe ricevere un interesse da un investimento o da un finanziamento se i tassi di mercato sono, rispettivamente, positivi o negativi. Se prestare un capitale non implica necessariamente una "remunerazione" a favore del creditore, né indebitarsi un "costo" per il debitore a titolo di interesse, credito e debito non sono più distinguibili dal segno dell'interesse, se ricevuto o pagato. Si

1 de Finetti B., *Sulle operazioni finanziarie*, Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari, 6(1935), 4, pag. 292. Anche Hirshleifer sottolinea che non ci sono ragioni logiche per escludere la possibilità di un prezzo di scambio tra "beni" monetari maggiore di 1, e quindi un tasso di interesse negativo (vedi Hirshleifer J., *Investment, Interest and Capital*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1970, p. 35, nota 3).

2 Ha suscitato molta curiosità, anche segnalata in numerosi siti internet, il caso della banca spagnola Bankinter e di alcune banche danesi che hanno pagato ad alcuni clienti un tasso di interesse sul denaro agli stessi prestato a titolo di credito ipotecario.

pensi anche alle possibili conseguenze sui paradigmi classici della scelta finanziaria: in un mercato "completo", il debitore potrebbe trovarsi a trattare con una banca il *maggior* tasso di remunerazione del suo debito; il creditore il *minor* tasso di costo del suo investimento.

In effetti, tra i possibili effetti che possono derivare dalla presenza di tassi di mercato (anche) negativi, è stato segnalato che il "contractual language surrounding the operation of money and capital markets may not envision the possibility of negative rates; thus, the latter may create both legal and operational challenges"³.

In questa ambientazione è stato posto l'obiettivo dello studio: analizzare, sul piano giuridico e finanziario, gli effetti dei tassi di mercato monetario negativi sui mutui e sui titoli obbligazionari a tasso variabile. Al centro dello studio è dunque il "contratto", bancario (mutuo) e finanziario (titolo obbligazionario) a tasso variabile, che preveda un'indicizzazione a tassi a breve termine (tipicamente, nel mercato dell'euro, il tasso Euribor). L'analisi è stata sviluppata tra finanza, diritto privato e regolazione.

L'analisi della storia dei tassi di interesse, dal loro primo apparire nelle più antiche civiltà sino ad oggi, mostra tratti interessanti e giustifica la rilevanza dell'attuale "fenomeno" dei tassi di mercato negativi⁴.

In primo luogo, storicamente, i tassi di interesse (di mercato, contrattuali e legali), se non in occasioni del tutto eccezionali e sporadiche, non sono mai stati negativi nella storia dell'uomo.

In secondo luogo, i tassi di interesse mostrano un progressivo decremento in concomitanza con lo sviluppo delle diverse civiltà e culture (Babilonia, Grecia, Roma, Paesi occidentali nella storia moderna e contemporanea) mentre presentano un netto incremento nei momenti di declino e di caduta di ciascuna di queste civiltà.

Nel periodo storico che si estende dal medioevo alla metà del ventesimo secolo i tassi di interesse sono sostanzialmente sempre diminuiti in tutta l'Europa occidentale e nel Nordamerica. Nel corso dell'ultimo secolo però questa tendenza si è interrotta per lasciare spazio ad un periodo in cui i tassi hanno evidenziato la più grande oscillazione della storia dell'umanità: dall'iperinflazione di Weimar del 1921-1923 ai tassi negativi osservati sui mercati finanziari a partire da settembre 2014.

3 World Bank Group, *Global Economic Prospectus – Box 1.1, Negative Interest Rates in Europe. A Glance at Their Causes and Implications*, 2015, pag. 8.

4 Tracce dei primi crediti risalgono al 3000 a.C., ossia mille anni prima della coniazione delle prime monete. Cfr. V. P. Einzig, *Primitive Money*, Eyre & Spottiswoode, Londra, 1948, p. 372. Sul tema, ampiamente, S. Homer e R. Sylla, *A History of Interest Rates*, 1991, trad. it. *Storia dei tassi di interesse*, Bari, 1995, p. 9 e ss., nonché P. Ciocca e G. Nardozzi, *L'alto prezzo del danaro. Un'interpretazione dei tassi di interesse internazionali*, Roma-Bari, 1993; L.G. Epstein e T. Wang, *Intertemporal Asset Pricing under Knightian Uncertainty*, in *Econometrica*, vol. 62, n. 3, 1994; I. Fisher, *The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It* (1930), Kelley & Mcmillan, New York, 1954; J.M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, Londra, 1967; R. Masera, *The Term Structure of Interest Rates. An Expectations Model tested on Post-War data*, Oxford University Press, Oxford, 1972.

Ancora più interessante però è analizzare quella che è stata la disciplina dei tassi di interesse nella storia, disciplina caratterizzata da una alternanza tra periodi in cui la legge ha lasciato libero il mercato di determinare i tassi di interessi e periodi (più lunghi) in cui la legge, preoccupandosi di evitare soprusi da parte di chi prestava danaro a soggetti economicamente più deboli, ha posto dei limiti massimi ai tassi di interessi o li ha vietati *tout court*.

La prima legge che disciplinò i tassi di interesse (peraltro formalizzando un uso in vigore già dal 3.000 a.C. presso i Sumeri) fu il Codice di Hammurabi dell'antica Babilonia del 1800 circa a.C., che fissò nel 33,33% annuo il tasso di interesse massimo praticabile per i prestiti di grano pagabili in natura e al 20% annuo per i prestiti di argento a peso⁵.

Milleduecento anni dopo, verso il 600 a.c., Solone, dopo avere obbligato tutti i creditori a condonare i debiti esistenti e vietato molte nuove forme di credito, abolì qualsiasi regolamentazione dei tassi di interesse.

Anche i romani con le Dodici Tavole del 450 a.C., nell'intento di mitigare gli effetti di una importante crisi economica dovuta ad un eccessivo ricorso all'indebitamento, fissarono un limite massimo ai tassi di interessi praticabili pari all'8,33% annuo⁶.

Dall'epoca romana e sino al tardo medioevo la disciplina dei tassi di interesse è stata fortemente influenzata in tutto il mondo dal fatto che il mestiere del prestare denaro veniva sostanzialmente vietato in tutte le religioni monoteiste (cristiana⁷, ebraica⁸ e musulmana⁹) quale segno di attenzione di Dio verso i più poveri. Questa influenza –

5 L. Delaporte, *Mesopotamia* (trad. V.G. Childe), New York, 1925, pp. 126. Come riferisce S. Homer e R. Sylla, *A History of Interest Rates*, cit., p. 42, all'epoca molti contratti prevedevano che in caso di mancato pagamento degli interessi il creditore avesse diritto di ripagarsi con il lavoro di uno schiavo o di un figlio del debitore. Lo stesso debitore che non onorava il proprio debito poteva essere ridotto in schiavitù sino ad un periodo massimo di tre anni.

6 S. Homer, R. Sylla, *A History of Interest Rates*, cit., p. 65.

7 Ricorda A.K. Sen in *Denaro e valore: etica ed economia della finanza*, Prima lezione Paolo Baffi, 26 aprile 1991, Banca d'Italia, consultabile all'indirizzo web:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/lezioni-baffi/pblecture-01/index.html>, che Gesù scacciò i mercanti di denaro dal tempio e la dottrina ecclesiastica pose sempre serie restrizioni all'usura. Lo stesso San Tommaso d'Aquino, citando Aristotele, affermò che la moneta dovesse essere sterile e, di conseguenza, riteneva che far produrre alla moneta altra moneta fosse un atto contro natura. Secondo Ezechiele (18:8) "Se uno non presta a usura e non esige interesse, egli è giusto ed egli vivrà, parola del Signore Dio".

8 La diffida dei profeti e le regole di condotta ebraiche proibivano l'interesse sui prestiti. Si legge nel Deuteronomio, al quinto ed ultimo libro del Pentateuco nell'Antico Testamento, "Tu non presterai a usura, a tuo fratello" (XXIII: 20), ma "a uno straniero tu puoi prestare ad usura" (XXIII: 21). Poiché nell'interpretazione ebraica comune il prestito a interesse in ogni sua forma equivale all'usura, il divieto dell'usura tra ebrei è stretto e severo (cfr. M. Maimonides, *Il Codice di Maimonide*, Vol. XIII, Libro delle Leggi Civili, Mishpatim, *regole del Debitore e del Creditore*, cap. VI: I, trad. dall'ebraico di J.J. Rabinowitz, New Haven, Yale University Press, 1949, p. 88).

9 Ancora oggi la religione islamica vieta la pratica non solo dell'usura ma anche dell'interesse o ribà (*termine arabo che letteralmente significa "incremento", "eccesso", "crescita"*). La *ribà* è vietata al fine di conseguire condizioni di equità e giustizia economico-sociale prevenendo ogni forma di sfruttamento. Esso trova fondamento nel principio secondo cui non vi può essere alcun guadagno senza l'assunzione di un rischio, ovvero nessun arricchimento non giustificato dall'operosità attiva dell'uomo. Pertanto risulta vietato, secondo gli studiosi islamici, qualsiasi tasso di rendimento, positivo, fisso e predeterminato, che venga garantito a prescindere dalla performance dell'investimento. Più in particolare, secondo gli studiosi, si ha *ribà* in presenza di un tasso di interesse: a) fissato *ex ante*; b) legato al fattore temporale ed all'ammontare del prestito; c) dovuto a prescindere dai risultati economici ottenuti con l'impiego del danaro prestato (in questi termini S. Alvaro, *La finanza Islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Quaderno Giuridico Consob n. 6, luglio 2014, p. 10). Hanno compiuto un'analisi economica e giuridica del divieto del Ribà: M.N. Siddiqi, *Riba, Bank Interest and the Rationale of Its Prohibition*, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004; M. El-Gramal, *Interest and the Paradox of Contemporary Islamic Law and Finance*, Forham International

accentuata anche dalla analoga presa di posizione di importanti personalità del mondo laico in diversi periodi della storia quali Aristotele¹⁰, Cicerone, Catone, Carlo Magno¹¹ – fece sì che l'accettabilità sociale di quanti si fossero arricchiti prestando denaro fu seriamente controversa per lunghissimo tempo e fino a epoca molto recente, ossia fino alle prese di posizione di Adam Smith e di Jeremy Bentham nella seconda parte del 1700¹², periodo nel quale, peraltro, ancora in Gran Bretagna gli appartenenti ai ceti sociali elevati evitavano generalmente di esercitare l'attività bancaria, delegando tale attività agli stranieri ed agli ebrei¹³, mentre negli Stati Uniti fu da subito fissato un tasso massimo di interesse pari al 6%¹⁴.

Interessante, da questo punto di vista, è ripercorrere i passi che hanno portato il mondo occidentale cristiano a legittimare la pratica del tasso di interesse e l'attività creditizia in generale, reinterprestando le sacre scritture in maniera meno vincolante.

Nel corso del medioevo la scolastica compì il primo passo in questo senso, evidenziando quella che doveva essere la netta distinzione tra *usura* (illecita) e *interesse* (lecito)¹⁵.

Si disse che la legge canonica vietasse solo l'usura, ossia l'uso del capitale avuto in prestito ed il prezzo pagato per l'utilizzo di tale denaro. Viceversa ricevere un compen-

Law Journal, 2003; M. El-Gramal, *An Economic Explication of the Prohibition of Riba in Classical Islamic Jurisprudence*, in *Proceeding of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance*, Centre for Middle Eastern Studies, Harvard University, Cambridge, MA, 2000; A. Mawdudi, *The Prohibition of Interest in Islam*, Al-Islam, June 1986.

- 10 Secondo il quale l'interesse costituisce un'innaturale e ingiustificata riproduzione di denaro dal denaro (Aristotele, *Politica*, Vol. 9 delle *Opere* a cura di R. Laurenti, Bari, 1986, Libro I, cap. 9-11; *id.*, *Etica Nicomachea*, Vol. 7 delle *Opere* a cura di A. Plebe, Bari, 1985; E. Barker, *The Political Thought of Plato and Aristotle*, New York, Dover, 1959).
- 11 I Capitolari di Carlo Magno dell'800 d.c. proibivano severamente di ricavare qualunque tipo di profitto dai prestiti.
- 12 La dottrina afferma che sino al XII secolo l'attività creditizia era esercitata in Inghilterra esclusivamente dagli ebrei. Cfr. D.C. Munro, *The Middle Ages*, The Century Co., New York, 1921, p. 309; N.B. Nelson, *The Idea of Usury*, Princeton University Press, Princeton 1949, p. 74 (trad. it. *Usura e cristianesimo. Per una storia dell'etica moderna*, Firenze, 1967). Fu Adam Smith ad opporsi per primo al divieto per legge degli interessi, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Glasgow Edition, Vol. I, Oxford, 1776, Trad. it. *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, Milano, 1973, Libro I, Cap. II, Conclusione, p. 253. Nello stesso senso si espresse, anche se con argomentazioni diverse, J. Bentham, *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, Londra, 1789, ristampa, Oxford, 1948.
- 13 C.P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, Londra, 1984 trad. it. *Storia della finanza dell'Europa occidentale*, Roma-Bari, 1987, p. 60, osservava che in molte società chi prestava denaro apparteneva a una diversa religione e quindi non era legato alle norme etiche della comunità.
- 14 S. Homer. R. Sylla, *A History ...*, cit., p. 383. Tale tetto rimase in vigore nel corso del diciannovesimo secolo e di buona parte del ventesimo secolo. Negli anni Cinquanta del secolo scorso negli Stati Uniti il tasso legale era del 4% in uno Stato dell'Unione, del 5% in altri cinque Stati, del 6% in quaranta Stati e del 7% negli ultimi quattro Stati (sempre Homer-Sylla, *A History ...*, cit., p. 591).
- 15 Sul punto, per tutti, si vedano: J. T. Noonan jr., *The Scholastic Analysis of Usury*, Cambridge (Mass.) 1957; J. W. Baldwin, *The Medieval Theories of the Just Price: Romanists, Canonists, and Theologians in the Twelfth and Thirteenth Centuries*, «Transactions of the American Philosophical Society», N.S. 49/4, Philadelphia 1959; J. Gilchrist, *The Church and Economic Activity in the Middle Ages*, London 1969; O. Langholm, *Economics in the Medieval Schools. Wealth, Exchange, Value, Money and Usury According to the Paris Theological Tradition. 1200-1350*, Leiden, New York-Köln 1992 (Studien und Texte zur Geistesgeschichte des Mittelalters, 29); O. Langholm, *The Merchant in the Confessional. Trade and Price in the Pre-Reformation Penitential Handbooks*, Leiden-Boston 2003 (Studies in Medieval and Reformation Thought, 93). In Italia e più recentemente si veda: Paolo Evangelisti, *Il pensiero economico nel Medioevo. Ricchezza, povertà, mercato e moneta*, Roma 2016.

so per un prestito era da considerarsi lecito se esso non costituiva un guadagno netto, ma piuttosto un *rimborso* per le privazioni o le spese sostenute o una penale per il ritardato pagamento di un debito¹⁶.

Secondo alcuni studiosi il termine moderno di interesse sarebbe infatti la forma sostantivata (sviluppatasi a partire dal 1220 d.C.) del verbo latino *intereo* che significa "essere perso"¹⁷. Dunque, l'interesse non era un profitto, ma il corrispettivo per una *perdita*¹⁸. Questa interpretazione consentì di lì a poco la nascita delle prime banche della storia in Italia e in Spagna che remuneravano i depositi prestando i soldi ricevuti¹⁹.

La Chiesa accettò formalmente la distinzione tra interessi ed usura (e, quindi, il pagamento di interessi rispetto a taluni tipi di credito) durante il diciottesimo secolo, mentre è solo nel 1822 che il Sant'Uffizio decretò definitivamente che tutti i tipi di interesse consentiti dalla legge potevano essere applicati da qualunque uomo²⁰.

E' invece nel corso del 1900 che si affermò definitivamente l'idea nel sistema economico capitalistico occidentale di considerare il capitale come fattore primario della produzione che lascia all'iniziativa privata la scelta tra accumulazione e disponibilità dello stesso. Da questo punto di vista gli interessi non sono altro che il corrispettivo per la rinuncia al tesoreggiamento, ossia la remunerazione offerta ai risparmiatori per vincere la loro naturale preferenza per la liquidità, intesa in senso economico come astensione dall'investimento²¹. L'interesse diviene il prezzo da pagare per avere la disponibilità dell'oggetto di un prestito. Il prezzo per unità di tempo di tale disponibilità è il tasso di interesse²².

In questa concezione il tasso di interesse (quello reale) è fissato dal calcolo degli individui che comparano il sacrificio dell'astenersi dal consumare oggi (risparmio) con il beneficio atteso dal consumare di più e meglio domani (investimento).

Da ultimo si osserva come la nozione occidentale classica di interesse come "re- remunerazione per il differimento del consumo" è invece rifiutata nel mondo islamico nel quale può essere remunerato solo lo sforzo fisico e intellettuale delle persone e mai la mera attesa. Per questa ragione nel sistema economico islamico il tasso di interesse è sostituito dal tasso di profitto, che rappresenta la misura reale della crescita effettiva del capitale attraverso il suo impiego e investimento. Se, pertanto, i guadagni possono venire solo a seguito dell'assunzione di responsabilità da parte di chi detiene capitali, ciò

16 J.T. Noonan, *The Scholastic Analysis of Usury*, Harvard University Press, Cambridge 1957, p. 100.

17 S. Homer. R. Sylla, *A History ...*, cit., p. 103.

18 S. Homer. R. Sylla, *A History ...*, cit., p. 102 e 103.

19 Non è un caso che sempre nel tardo medioevo nacque anche il concetto ed il vocabolo di finanza. Da un punto di vista etimologico il termine *finanza* deriva da *finare* ossia dall'alterazione del vocabolo *finire*. Nella pratica del diritto volgare medievale il termine *finare* veniva usato con riferimento alla fase conclusiva delle trattative e dei conti relativi ad una data prestazione. L'atto del trattare o del concludere un affare si diceva, appunto, *finatio*, finanza. Come è stato osservato "vi è in tutto ciò il concetto di bilanciare un rapporto, determinandone il valore mediante un conteggio di liquidazione, per venire alla conclusione monetaria dell'affare". Sul punto si veda A. Bernardino, *Finanza*, voce, in *Noviss. Dig. It.*, VII, Milano, 1975, p. 348, secondo il quale la finanza sarebbe essenzialmente costituita "dalla ricchezza che, nell'economia moderna, è rappresentata dalla moneta e dai titoli che la rappresentano".

20 J.T. Noonan, *The Scholastic Analysis of Usury*, Harvard University Press, Cambridge 1957, p. 392.

21 J.M. Keynes, *The Treatise on Money*, 1930, trad. it. di Radaeli e Treves, 1923-34.

22 Homer-Sylla, *A History ...*, cit., p. V.

comporta sempre la condivisione del rischio tra il detentore di capitali e l'utilizzatore di capitali a fini produttivi. Si tratta dello schema della condivisione dei profitti e delle perdite (c.d. *profit and loss sharing*): chi apporta il capitale avrà un ritorno (o una perdita) che sarà commisurato all'effettiva bontà dell'investimento e non ad un ammontare prefissato²³. Pertanto nel mondo islamico il tasso di profitto può legittimamente essere negativo nella misura in cui l'investimento effettuato risulta in perdita²⁴.

2 Elementi specifici relativi ai contratti oggetto di analisi

Si è detto che obiettivo di questo studio è analizzare, sul piano giuridico e finanziario, gli effetti dei tassi di mercato monetario negativi sui mutui e sui titoli obbligazionari a tasso variabile che prevedono un'indicizzazione a tassi a breve termine (tipicamente, nel mercato dell'euro, il tasso Euribor).

Si analizzeranno, in particolare, mutui e titoli obbligazionari negoziati e sottoscritti con gli intermediari da clienti al dettaglio – *retail* – di servizi bancari e finanziari²⁵. Con specifico riguardo alle obbligazioni, il riferimento è ai titoli emessi sul mercato da società private (*corporate bond*).

In questi contratti finanziari l'interesse contrattuale è *aleatorio*²⁶: la quota interesse (la cedola, per le obbligazioni) è calcolata con la *regola di indicizzazione*, che ha come variabile primaria tassi di mercato che saranno noti in istanti prefissati, futuri rispetto alla data di stipula (prima della data di esigibilità)²⁷.

23 S. Alvaro, La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano, Quaderno giuridico Consob n. 6, luglio 2014, p. 10 e 11. Sul tema si vedano anche T.A. Russo, Contributo allo studio dei contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, Napoli, 2014; C. Porzio, Le peculiarità dell'attività bancaria islamica, in AA.VV., Scritti in onore di Tancredi Bianchi, Bancaria Editrice, Roma, 2009 e T. Al-Deehani, R.A. Abdelkarim e V. Murinde, The Capital Structure of Islamic Banks under the Contractual Obligation of Profit Sharing, in International Journal of Theoretical and Applied Finance, 2, 1999; AA.VV. (con il coordinamento di G. Gomei), Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010, p. 25.

24 Sul tema si vedano: G. Ceccarelli, *Denaro e profitto a confronto: le tradizioni cristiana e islamica nel medioevo*, in: Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Quaderno n. 30 (http://www.assbb.it/content/news/files/quaderno_etica_30.pdf); S. Alvaro, *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Consob, Quaderno giuridico n. 6, luglio 2014.

25 Le definizioni di "cliente" e di "intermediario" sono quelle fornite dall'art. 1 del Decreto 3 agosto 2016 sugli interessi nelle operazioni bancarie. In particolare: "cliente" è "qualsiasi soggetto che ha in essere un rapporto contrattuale con un intermediario. Non sono clienti le banche, le società finanziarie, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento, le imprese di assicurazione, le imprese di investimento, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, i fondi di investimento alternativi, le società di gestione del risparmio, le società di gestione accentrata di strumenti finanziari, i fondi pensione, Poste Italiane s.p.a., la Cassa depositi e prestiti e ogni altro soggetto che svolge attività di intermediazione finanziaria. Non si considerano clienti nemmeno le società aventi natura finanziaria controllanti, controllate o sottoposte al comune controllo dei soggetti sopra indicati"; sono un "intermediario le banche, gli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB e gli altri soggetti abilitati a erogare a titolo professionale finanziamenti ai quali si applica il titolo VI del TUB".

26 Si distinguono così i contratti a tasso variabile da quelli a tasso fisso. Si noti che anche un interesse definito nel contratto può diventare incerto, per "altre cause"; ad esempio, a seguito dell'insolvenza del pagatore.

27 Sono contratti finanziari a tasso variabile le obbligazioni indicizzate a tassi di interesse con capitale rimborsato in unica soluzione a scadenza (ad esempio, i CCT indicizzati al rendimento dei BOT a sei mesi, e i CCTeu indicizzati al

Mutui e obbligazioni presentano, tipicamente, forme diverse di ammortamento del capitale. In genere, i mutui sono caratterizzati da un ammortamento di tipo progressivo (ad esempio, a rata costante o a quota capitale costante), le obbligazioni da un ammortamento di tipo "bullet" (con rimborso del capitale in unica soluzione a scadenza).

La principale differenza tra mutuo e obbligazione è nella modalità di raccolta dei fondi. Il mutuo è un contratto stipulato tra singole controparti, per cui l'intero ammontare del finanziamento viene versato da uno o più (comunque pochi) soggetti finanziatori alla parte (unica o plurima) finanziata. L'emissione di un'obbligazione si configura, invece, come un'unica operazione economica di raccolta, ma frazionata in tanti titoli di debito, in genere al portatore (il debitore si indebita per un ammontare complessivo nei confronti di una ampia platea di investitori, emettendo un numero molto grande di titoli obbligazionari al portatore, ciascuno per un valore capitale di rimborso corrispondente a una frazione del debito totale).

Quanto al mercato finanziario di riferimento, le obbligazioni sono tipicamente trattate tanto su *trading venues* (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) quanto fuori da esse (*over-the-counter* "OTC"); i mutui sono contratti "fuori mercato".

La regola di indicizzazione può essere qualsiasi, *lineare* rispetto al tasso di mercato (su cui si basa la regola); o può stabilire *limitazioni*, nel corso della durata di vita del contratto, all'effetto sull'interesse contrattuale indotto dall'andamento del tasso di mercato di riferimento (della regola).

Le più diffuse limitazioni utilizzate nelle regole di indicizzazione di mutui e obbligazioni a tasso variabile sono: la limitazione *superiore*, quella *inferiore*, e quella con *corridoio*²⁸. Una limitazione può essere definita rispetto al tasso di mercato *senza* tener conto o *tenendo conto* dello *spread* contrattuale, attraverso la fissazione di uno o due tassi "soglia". Dato un flusso finanziario a tasso variabile, se esiste una limitazione inferiore esisterà un tasso soglia minimo, se superiore un tasso soglia massimo, se con corridoio esisterà un tasso soglia minimo e uno massimo.

Il "fenomeno" dei tassi di mercato (anche) negativi pone all'attenzione – nell'analisi dei contratti, e in particolare nella determinazione dell'interesse contrattuale (della quota interesse del mutuo, della cedola del titolo obbligazionario) – il significato e la valenza di una possibile *limitazione inferiore "a zero"* (c.d. "fermo zero"), che dovrà essere discussa sia dal punto di vista della finanza – di cui si dirà qui di seguito – sia in punto di diritto (*infra*, § 12).

Si consideri, anzitutto, che una limitazione "a zero" può essere definita nel contratto (almeno) in due forme alternative: rispetto al tasso di mercato di riferimen-

tasso Euribor a 6 mesi) e quelle con ammortamento del capitale, e i mutui indicizzati a tassi di interesse (nei quali la quota interesse tipicamente dipende dall'andamento del tasso Euribor, a 3, 6 o 12 mesi).

28 Vedi: A. Carleo, C. Mottura, *Considerazioni tecniche su alcuni precedenti recenti in casi finanziari*, working paper predisposto per il convegno su "I Precedenti", Roma, Accademia dei Lincei, luglio 2017 (in particolare, vedi i paragrafi 5 e 6).

to (tipicamente l'Euribor) *senza* lo spread o *con* lo spread stabilito contrattualmente. Si tratta di definizioni che determinano effetti finanziari diversi. Infatti, dal punto di vista del creditore/debitore, se il tasso di mercato assume valore negativo nel corso della durata del contratto: nel caso *senza* lo spread, il creditore/debitore riceverà/pagherà lo spread; nel caso, invece, in cui la limitazione sia definita *con* lo spread, il creditore/debitore potrà non ricevere/pagare un interesse contrattuale.

Per evidenziare operativamente l'effetto, ai fini del calcolo della quota interesse, delle due diverse definizioni contrattuali di una regola di indicizzazione con limitazione inferiore "a zero" si consideri, ad esempio, un contratto di finanziamento a tasso variabile che preveda: il pagamento di quote interesse semestrali; una quota interesse alla fine di ciascun semestre determinata dall'osservazione del tasso Euribor a 6 mesi all'inizio di ciascun periodo – regola di indicizzazione c.d. "in advance" – più uno *spread* contrattuale dell'1,5% annuo; una limitazione inferiore "a zero" della quota interesse. Si avrà che:

- a) se il "fermo zero" è definito rispetto al tasso di mercato *senza* lo spread (Euribor a 6 mesi), allora:
 - se il tasso di mercato è negativo, il tasso contrattuale è uguale all'1,5%;
 - altrimenti, il tasso contrattuale è uguale al tasso Euribor più lo spread;
- b) se, invece, il "fermo zero" è definito rispetto al tasso di mercato *con* lo spread (Euribor a 6 mesi più 1,5%), allora:
 - se il tasso di mercato è minore di -1,5%, il tasso contrattuale è dello 0%;
 - altrimenti, il tasso contrattuale è uguale al tasso Euribor più lo spread.

Formalmente, siano: \tilde{I} la generica quota interesse, riferita al capitale unitario, generata dal contratto a tasso variabile con limitazione; \tilde{i} il tasso di mercato su cui si basa la regola di indicizzazione contrattuale; σ lo spread contrattuale; f il tasso soglia *minimo*; c il tasso soglia *massimo*.

Nel caso senza limitazione è: $\tilde{I} = \tilde{i} + \sigma$.

Nel caso con limitazione:

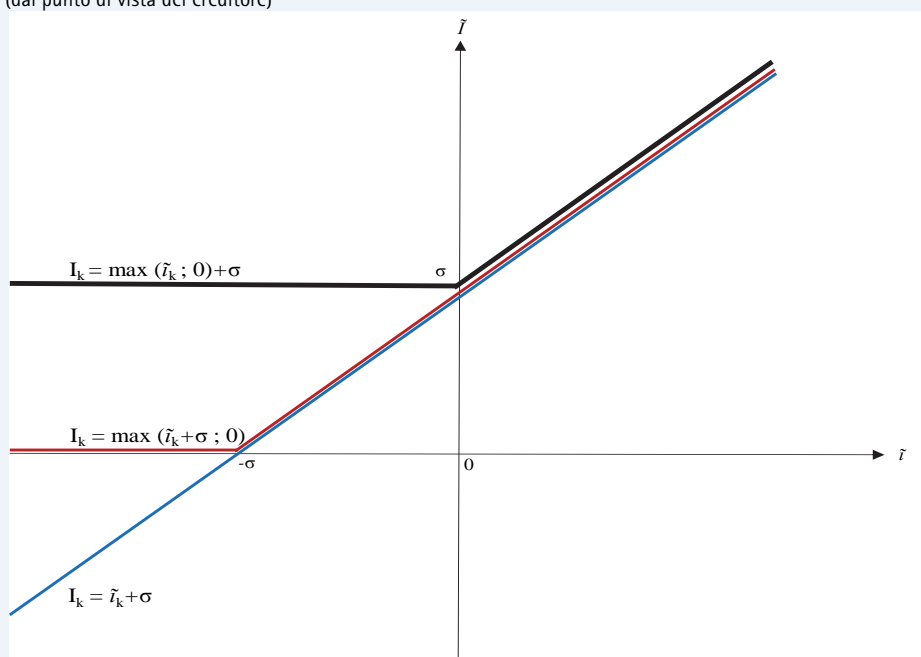
- se questa è definita rispetto al tasso di mercato *con* lo spread, si ha: $\tilde{I} = \max \{ \tilde{i} + \sigma; f \}$ se esiste una limitazione inferiore; $\tilde{I} = \min \{ \tilde{i} + \sigma; c \}$ se la limitazione è superiore; ed è $\tilde{I} = \max \{ \min \{ \tilde{i} + \sigma; c \}, f \}$ se è prevista una limitazione con corridoio;
- se, invece, la limitazione è definita rispetto al tasso di mercato *senza* lo spread si ha, rispettivamente: $\tilde{I} = \max \{ \tilde{i}; f \} + \sigma$; $\tilde{I} = \min \{ \tilde{i}; c \} + \sigma$; $\tilde{I} = \max \{ \min \{ \tilde{i}; c \}, f \} + \sigma$.

Nel caso con limitazione "a zero" si ha: $f = 0\%$.

Si noti che la "formula" per il calcolo della quota interesse – unica – utilizza, in tutti i casi, regole semplici (somma, moltiplicazione, scelta tra un numero minimo e un numero massimo).

Nella figura 1 è illustrato, dal punto di vista del creditore (del mutuatario o del sottoscrittore del titolo obbligazionario), l'andamento del valore a scadenza (c.d. "pay-off") della generica quota interesse (\tilde{I}) del contratto indicizzato al variare del valore a scadenza del tasso di mercato di riferimento (\tilde{r}). Sono rappresentati tre casi: il caso di assenza di limitazione (linea retta blu), quello in cui la limitazione a zero è contrattualmente definita rispetto al tasso di mercato *senza* lo spread (linea spezzata nera), e quello in cui la limitazione a zero è definita rispetto al tasso di mercato *con* lo spread (linea spezzata rossa).

Figura 1 – Valore a scadenza di una quota interesse con e senza "fermo zero"
(dal punto di vista del creditore)



Si noti, dalla figura 1, che se il tasso di mercato (\tilde{r}) è positivo, il valore a scadenza della quota interesse (\tilde{I}) è uguale nei tre casi considerati; se, invece, il tasso di mercato è negativo: nel caso senza limitazione, l'interesse è negativo se il tasso di mercato scende oltre lo spread contrattuale; nei casi con limitazione inferiore a zero, l'interesse è sempre non negativo, e il suo valore è maggiore se la limitazione è contrattualmente definita rispetto al tasso di mercato *senza* spread²⁹.

Dal punto di vista della finanza, il mutuo o l'obbligazione a tasso variabile con limitazione inferiore "a zero" può essere tecnicamente interpretato come se fosse un contratto "strutturato", ossia come un "portafoglio" costituito da più componenti contrattuali elementari individuabili attraverso un'attività di "scomposizione" (c.d. *unbundling*); e la limitazione nella regola di indicizzazione può essere interpretata

²⁹ Analisi dei pay-off di contratti finanziari con tassi di mercato anche negativi sono in C. Mottura, *Effetti dei tassi di interesse negativi nel linguaggio finanziario: alcune avvertenze tecniche*, Collana del Dipartimento di Studi Aziendali, Working Paper, Numero 1, 2016.

alla stregua di una clausola "incorporata" nel contratto, come una sorta di *opzione implicita*. Ne segue una lettura della regola di indicizzazione nel linguaggio della teoria delle opzioni finanziarie, in particolare delle opzioni su tasso di interesse. Così, una limitazione inferiore potrà essere interpretata come una clausola *floor*³⁰. È significativo notare che, in generale, sarà possibile scegliere tra diversi tipi di scomposizione, e ciascun tipo sarà caratterizzato da componenti elementari proprie; quindi, consentirà interpretazioni tecniche diverse dello stesso contratto.

Le scomposizioni tipiche sono quella di tipo "put" e quella di tipo "call". Ad esempio, un contratto di finanziamento a tasso variabile stipulato tra un cliente e una banca che preveda una limitazione inferiore:

- se si sceglie di scomporlo utilizzando la scomposizione di tipo "put", è interpretabile come un portafoglio costituito da un contratto a tasso variabile senza limitazione e da un contratto *floor*;
- se, invece, si utilizza la scomposizione di tipo "call", quello stesso contratto è interpretabile come un portafoglio costituito da un contratto a tasso fisso (con tasso contrattuale uguale al tasso *floor*) e da un contratto *cap* (con tasso di esercizio uguale al tasso *floor*).

In particolare, dal punto di vista del debitore, indebitarsi a tasso variabile con limitazione inferiore potrà corrispondere tecnicamente: a indebitarsi a *tasso variabile* senza limitazione e a vendere il *floor* al creditore (nel senso della scomposizione "put"); o a indebitarsi a *tasso fisso* e a vendere il *cap* al creditore (nel senso della scomposizione "call"). Situazione opposta varrà per il creditore. Quando si utilizza il linguaggio della clausola *floor* per interpretare una limitazione inferiore il rimando è dunque, implicitamente, all'utilizzo della scomposizione di tipo "put".

Il fatto che il contratto – che è unico e (ovviamente) resta tale – possa essere interpretato in modo diverso a seconda del tipo di scomposizione che si è scelto di utilizzare, dà ragione della natura tecnica dell'attività di scomposizione.

Dal punto di vista della valutazione, la matematica finanziaria rende possibile sviluppare analisi di dettaglio del valore e del rischio del contratto utilizzando modelli stocastici di valutazione. Fissata una data di valutazione, scelti il modello e le tecniche di calibrazione (del modello), saranno calcolabili le sue "componenti di valore": del flusso in linea capitale, del flusso in linea interesse, del flusso spread, delle opzioni implicite. Si tratta di valutazioni che dipendono dalla scelta del modello adottato, subordinate alla convenzione valutativa utilizzata³¹. Posto che la regola di

30 Per approfondimenti tecnici su *cap*, *floor* e *collar*: J. C. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, Pearson, 2012; pagg. 726-730.

31 Si segnala, dal punto di vista tecnico, che il fenomeno dei tassi di interesse di mercato di segno qualsiasi ha determinato una "rottura" (anche) nei modelli finanziari adottabili per la valutazione di opzioni su tasso di interesse prima considerati *best practice*. Il riferimento è al c.d. "modello di Black", prima considerato di riferimento, non più utilizzabile in un'ambientazione con tassi di mercato anche negativi perché definito nell'ipotesi che i tassi di interesse siano positivi (J. C. Hull, *Opzioni, Futures e altri derivati*, cit., pp. 726-733). Questioni sulle convenzioni valutative

indicizzazione e tutte le sue componenti determinano – congiuntamente – la ragione economica del contratto, l'analisi "per componenti" nulla aggiunge alla logica del contratto: può servire a rafforzare gli elementi a sostegno della scelta di stipulare il contratto o ad assolvere finalità di tipo contabile (come, ad esempio, quelle dettate dai principi contabili internazionali IAS-IFRS)³².

Peraltro, queste limitazioni nella regola di indicizzazione del tasso propongono prospettive e problemi che occorre considerare in modo separato dal punto di vista della finanza e dal punto di vista giuridico. Se dal punto di vista della finanza le cennate limitazioni della regola di variazione del tasso sono interpretabili come contratti strutturati, ed in specie come contratti di finanziamento in cui sia incorporato (*embedded*) un derivato (derivato "implicito"), dal punto di vista giuridico formale la questione è diversa e sarà esaminata in seguito (*infra*, § 12).

3 I tassi negativi e la politica monetaria della BCE

Dall'insorgere della crisi economica e finanziaria del 2007-2008, le banche centrali di molti paesi del mondo hanno gradualmente abbassato i tassi di interesse "guida", a livelli anche negativi, per stimolare l'economia e quale risposta alla severa recessione economica mondiale³³. I tassi di interesse delle banche centrali "guidano", infatti, l'evoluzione dei tassi di interesse nel mercato interbancario e, in generale, nei mercati finanziari.

L'attuale contesto di tassi di mercato monetario negativi nell'area euro è legato agli effetti di specifiche decisioni di politica monetaria della BCE.

Nell'Eurosistema, come noto, i tassi "guida" della BCE con scadenza *overnight* sono il *deposit rate* – che è il tasso di remunerazione delle eccedenze di liquidità depositate dalle banche commerciali presso la banca centrale (*deposit facility*) – e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale – che sono quelle operazioni utilizzate dalle banche per prendere in prestito dalla banca centrale liquidità dietro la prestazione di idonee garanzie (*marginal lending facility*). Attualmente, i livelli del

nell'attuale fase dei mercati finanziari sono discusse in: A. Carleo, C. Mottura, *Calcolo giuridico e mercati finanziari*, in *Calcolabilità giuridica* (a cura di A. Carleo), Bologna, il Mulino, 2017.

- 32 L'analisi per componenti è stata presa in considerazione, ad esempio, nel dibattito europeo per ciò che riguarda la trasparenza che deve essere resa ai risparmiatori che acquistano prodotti finanziari strutturati all'interno del *Key Information Document*. Ma per quanto qui interessa tale dibattito non ha portato a nulla in relazione alle *floating rate notes* e alle obbligazioni *callable*.
- 33 Per considerazioni sui mercati finanziari scossi dalla crisi: C. Mottura, *Il ruolo del rischio nella recente crisi dei mercati finanziari*, *Gnosis*, Rivista Italiana di Intelligence, n. 4, 2010; sugli strumenti di intervento pubblico a sostegno della crisi finanziaria: C. Mottura, F. Bassan, *From Savior to Guarantor: The EU Member States' Economic Intervention during the Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, 2015; considerazioni su regole e rischi sono in: C. Mottura, A. Carleo, *Finanza derivata, Regolazione e Rischi*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema* (a cura di R. Di Raimo e A. Gentili), Diritto Privato – Nuovi Orizzonti, 2016, vol. 7.

tasso di deposito e del tasso di rifinanziamento marginale, che definiscono il c.d. "corridoio dei tassi d'interesse"³⁴, sono uguali rispettivamente a -0,4% e a +0,25%³⁵.

I tassi "guida" della BCE producono un effetto diretto sul tasso interbancario Eonia (*european overnight index average*³⁶ – che varia all'interno del "corridoio dei tassi di interesse"); quindi, si propagano al tasso Euribor (*euro interbank offered rate*, per le diverse scadenze fino all'anno) e agli altri tassi del mercato finanziario (in euro)³⁷. Gli andamenti dei tassi BCE, dal 2 gennaio 1999 a fine aprile 2017, rispetto al tasso Eonia e al tasso Euribor (per le scadenze 3, 6 e 12 mesi) sono illustrati, rispettivamente, nei grafici 1 e 2.

I grafici illustrano l'effetto di "propagazione" dei tassi BCE nel mercato interbancario. Si osserva che la BCE ha fissato per la prima volta un *deposit rate* negativo a giugno 2014 (a -0,1%) e successivamente: a settembre dello stesso anno lo ha portato a -0,2%; a dicembre 2015 lo ha ridotto a -0,3%; e da marzo 2016 è stato fissato al livello di -0,4%. Sul piano complessivo è stato osservato che "[...] oggi il

34 Analisi di fonte istituzionale sui tassi negativi sono in: A. Joergensen, L. Risbjerg, *Negative Interest Rates*, in *Monetary Review*, n. 3, parte I, 2012; Bindseil, C. Domnick, J. Zeuner, *Critique of accomodating central bank policies and the 'expropriation of the saver'*, European Central Bank, Occasional paper n. 161, maggio 2015.

35 Le operazioni di *deposit facility* e quelle di rifinanziamento marginale costituiscono le operazioni di politica monetaria "attivabili su iniziativa delle controparti". Altri strumenti di politica monetaria convenzionale sono le operazioni "di mercato aperto" e la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria. Con riguardo alle operazioni di rifinanziamento marginale, osserva la BCE che "l'incentivo delle banche a farvi ricorso è alquanto limitato poiché i tassi applicati sono normalmente sfavorevoli rispetto a quelli di mercato" (Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE*, 2014; pag. 91).

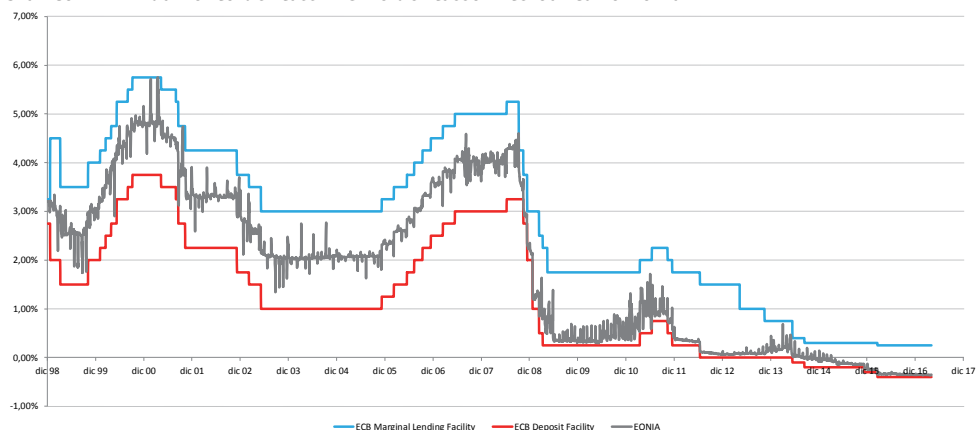
36 Il tasso Eonia è comunicato dalla Federazione bancaria europea (FBE) e risulta dalla media ponderata dei tassi sui prestiti *overnight* non garantiti concessi da una selezione delle banche più attive sul mercato monetario.

37 Le modalità di "propagazione" possono essere descritte utilizzando le parole della BCE: "[l]a (lunga) catena di nessi causali che collega le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi inizia con la modifica dei tassi di interesse di riferimento applicati dalla banca centrale alle operazioni per mezzo delle quali eroga normalmente i fondi al sistema bancario. Il sistema bancario richiede moneta emessa dalla banca centrale ('base monetaria') per soddisfare la domanda di contante del pubblico, regolare i saldi interbancari e assolvere gli obblighi di riserva presso la banca centrale. Dato il monopolio di cui dispone nella creazione di base monetaria, la banca centrale può fissare liberamente i tassi di interesse applicabili alle sue operazioni. In questo modo essa determina i costi di finanziamento delle istituzioni creditizie che, a loro volta, dovranno traslarli sul credito concesso ai clienti. Per mezzo di questo processo la banca centrale è in grado di esercitare un influsso determinante sulle condizioni del mercato monetario e quindi orientarne i tassi di interesse. Le variazioni di questi ultimi condizionano, sebbene in vario grado, gli altri rendimenti del mercato, ad esempio i tassi applicati dalle banche ai prestiti e ai depositi a breve termine. Eventuali attese di una prossima modifica dei tassi ufficiali influiscono anche sui tassi di mercato a medio termine, poiché questi rispecchiano le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi a breve. Meno diretta è invece l'incidenza di una variazione dei tassi del mercato monetario sui tassi di interesse per le scadenze molto lunghe (come i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e i tassi bancari attivi a lungo termine), poiché questi dipendono largamente dalle aspettative del mercato circa le tendenze di lungo periodo della crescita e dell'inflazione nell'economia. In altri termini, i tassi a più lungo termine solitamente non risentono di una variazione dei tassi di riferimento, a meno che questa non modifichi le attese degli operatori riguardo agli andamenti economici di lungo periodo". Con riguardo alla quantificazione degli effetti dei tassi guida sui tassi di mercato, "[n]ormalmente il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è considerevolmente più elevato del corrispondente tasso di mercato, mentre quello sui depositi presso la banca centrale è notevolmente più basso. Le istituzioni creditizie di conseguenza fanno ricorso a questi canali solo in ultima istanza. Poiché non vi sono limitazioni all'accesso a queste due operazioni – se si eccettua il deposito di adeguate garanzie nelle operazioni di rifinanziamento marginale – i loro tassi di interesse costituiscono di regola il limite massimo e minimo per il tasso di interesse *overnight* del mercato monetario". (Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE*, 2014; pagg. 47-50).

18% dell'economia mondiale, in termini ponderati per l'interscambio, opera in un contesto in cui i tassi di riferimento delle banche centrali sono negativi [...]»³⁸.

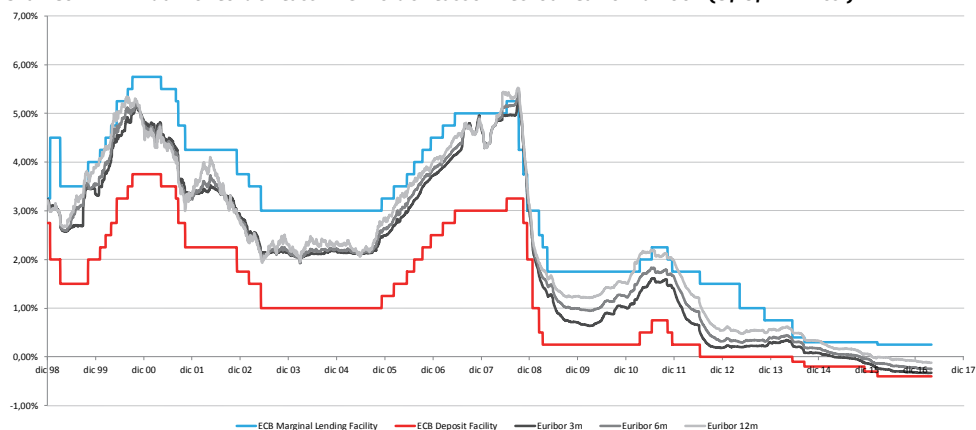
Con riferimento al tasso Euribor – che, come noto, rappresenta il costo del denaro nel mercato "all'ingrosso" delle operazioni di raccolta tra banche –, il suo livello a fine aprile 2017 risultava negativo per tutte le scadenze significative (uguale a -0,33%, -0,25% e -0,12% rispettivamente per le scadenze 3, 6 e 12 mesi).

Grafico 1 – Andamento dei tassi BCE e del tasso interbancario Eonia



Fonte: Bloomberg.

Grafico 2 – Andamento dei tassi BCE e del tasso interbancario Euribor (3, 6, 12 mesi)



Fonte: Bloomberg.

38 M. Draghi, *Affrontare le cause dei tassi di interesse bassi*, intervento tenuto il 2 maggio 2016 a Francoforte in apertura della tavola rotonda dal titolo *Il futuro dei mercati finanziari: una diversa prospettiva sull'Asia* (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.it.html>). Più in generale, se si considerano i tassi di rendimento (negativi) caratteristici di titoli di Stato e di obbligazioni *corporate* attualmente scambiate sui mercati finanziari, è stato anche osservato che a fine luglio 2016, "the total global volume of sovereign and corporate bonds with negative nominal yields [...] arose above \$12.6tn [...]". That represents almost half of all western debt. By historical standards this is extraordinary – not least because investors continue to gobble up those notes, even though they will lose money on redemption" (*Financial Times, The bizarre world of negative interest rates*, August 12, 2016). Con specifico riguardo ai rendimenti offerti dai titoli di Stato dell'area euro, è stato evidenziato che "a key reason for negative sovereign yields in core European countries appears to be technical – a result of demand pressures stemming from the ECB's Extended Asset Purchase Program, which is in turn a consequence of the design of the program" (*World Bank Group, Global Economic Prospectus – Box 1.1, Negative Interest Rates in Europe. A Glance at Their Causes and Implications*, 2015, p. 15).

I tassi del mercato interbancario influenzano, a loro volta, i tassi di interesse caratteristici dei prodotti finanziari e dei prodotti offerti dalle banche nel mercato "al dettaglio" – ossia delle operazioni realizzate tra banche e clienti finali (famiglie, imprese) – in forme diverse e con l'aggiunta di uno *spread* contrattuale.

Nel dibattito in corso, anche sulla stampa internazionale e nazionale³⁹, ci si chiede (oltre al resto) fino a dove possano scendere i tassi di interesse di mercato. Confronti sono stati proposti con il "costo" di detenere contanti. Alcune analisi hanno, ad esempio, discusso su possibili livelli di "costo sociale" del contante, affermando che i possibili tassi al dettaglio non dovrebbero scendere al di sotto di questi livelli (perché, se ciò non fosse, si potrebbe assistere a fenomeni di spiazzamento delle forme di impiego a vista e di "fuga" dai depositi, con conseguenze negative sugli assetti interni delle banche e sull'economia). Altre analisi, hanno analizzato possibili forme di divieto all'uso del contante o di imposizione di una "tassa" al possesso di banconote⁴⁰.

PARTE
PRIMA

Profili giuridici relativi alla politica monetaria nell'UE in un contesto di tassi negativi

4 Sulla valenza giuridica della politica monetaria nell'UE in tema di tassi di interesse

Per comprendere la valenza giuridica che ha, all'interno dell'Unione Europea (UE), la politica monetaria posta in essere dalla BCE negli ultimi anni con specifico riferimento ai tassi di interesse⁴¹ valgono alcune brevi considerazioni.

L'Unione monetaria europea si fonda sul Sistema Europeo delle Banche Centrali europee (SEBC). Si tratta di un organismo privo di personalità giuridica, governato dagli organi decisionali della BCE. Alla Banca Centrale, d'altra parte, il Trattato di Maastricht ha attribuito personalità giuridica, nonché il diritto esclusivo e indipendente (art. 130 TFUE) di definire ed attuare la politica monetaria dell'UE nell'ambito

39 The Economist, Negative interest rates. Bankers v mattresses, Nov 28th 2015; Il Sole 24Ore, Le politiche monetarie e il club dei Paesi 'sottozero', 30 gennaio 2016.

40 Vedi K.S. Rogoff, *La fine dei soldi*, il Saggiatore, 2017.

41 La decisione della BCE di portare i tassi di interesse ad un livello negativo, come si è detto, è stata giustificata dalla necessità di stimolare le banche ad erogare credito all'economia, incentivare la spesa dei consumatori, investimenti imprenditoriali e, in ultima analisi, la crescita economica dell'Unione Europea. Tale obiettivo è intermedio rispetto a quello finale di politica monetaria di mantenere la stabilità dei prezzi con un tasso di inflazione vicino al 2%. L'operatività della BCE si è manifestata sia, come detto, nella determinazione dei tassi guida ossia sui tassi di deposito per le riserve in eccesso depositate dalle banche dell'Eurosistema che hanno determinato un condizionamento dei tassi di mercato (Euribor ed Eonia), sia sull'Expanded Asset Purchase Program (APP) ossia sul piano di acquisto di titoli (asset backed securities, titoli di stato, covered bond e azioni di società) che ha influenzato i tassi dei rendimenti dei titoli di Stato.

(sul punto si veda: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>).

dell'obiettivo prioritario del "mantenimento della stabilità dei prezzi" (art. 105, comma 1 e 2, del Trattato)⁴².

Su questa materia, la BCE ha un potere normativo che, pur considerando i limiti di cui si tratterà appresso, "non ha eguali in nessun altro settore di competenza dell'Unione Europea e che prevale sul potere legislativo dei Paesi membri" in quanto, da un lato, la stessa può introdurre norme che derogano alle disposizioni delle legislazioni nazionali e, dall'altro, *i Parlamenti nazionali non possono dettare leggi che contrastino con le regole dettate dalla BCE*⁴³. Come noto, tra gli strumenti che la BCE può utilizzare nello svolgimento delle proprie funzioni monetarie, ai sensi dell'art. 18 dello Statuto del SEBC e della Banca Centrale Europea, vi sono (oltre alle operazioni di mercato aperto) le operazioni di credito con le banche e con gli altri operatori di mercato⁴⁴. Ed è proprio attraverso questo genere di operazioni che, come già osservato, la BCE può determinare (come ha determinato) il tasso di interesse "a breve termine" per guidare il "prezzo al quale ci si scambia la liquidità nel mercato monetario" che, a sua volta, influenza i tassi ai quali le banche prestano ai clienti. In concreto, la BCE utilizza queste operazioni di politica monetaria con un approccio "a corridoio", fissando un tasso ufficiale che definisce il "pavimento" e un altro che definisce il "soffitto" per il tasso a breve termine, guidando il tasso di interesse all'interno di tale corridoio con operazioni di mercato⁴⁵.

5 Profili di tutela del risparmio

La (legittima) politica monetaria adottata negli ultimi anni dalla BCE⁴⁶ potrebbe però avere quantomeno nel breve periodo degli effetti negativi; essa, infatti, a prima vista sembrerebbe penalizzare i risparmiatori a vantaggio dei prenditori di fondi.

Tassi negativi eventualmente applicati ai conti correnti bancari, alle obbligazioni societarie e ai titoli di stato a valle della politica monetaria perseguita dalla BCE potrebbero essere in grado di disincentivare, in qualche modo, sia la propensione al risparmio dei soggetti, sia il trasferimento dello stesso risparmio a favore di soggetti che lo utilizzano per gli investimenti (le imprese e lo Stato).

42 Cfr. per tutti M. Perassi, *Banca centrale Europea*, in *Enc. Dir.*, Annali, IV, Milano, 2011, p. 154 e ss.

43 In questi termini R. Costi, *L'ordinamento bancario*, V ed., Bologna, 2012, p. 156. Sul potere normativo della BCE si vedano anche A. Malatesta, *La Banca centrale europea*, Milano, 2003, p. 109 e ss. e C. Zilioli e N. Selmayr, *The European Central Bank, its system and its law*, in *Euredia*, 1999, p. 201 e ss.

44 M. Pifferi e A. Porta, *La banca centrale europea*, Milano, 2011, p. 61 e ss.; S. De Donno, *La politica monetaria della BCE*, in *La banca centrale europea*, a cura di F. Belli e V. Santoro, Milano, 2003, p. 417 e ss.

45 Così F. Papadia e C. Santini, *La banca centrale europea*, Bologna, 2011, p. 111 e ss. Recita l'art. 18 dello Statuto menzionato: "Al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di: - operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in valute sia comunitarie che di altri paesi, nonché metalli preziosi; - effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie".

46 In attuazione del disposto dell'art. 127, par. 1 del TFUE secondo cui "l'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominate 'SEBC', è il mantenimento della stabilità dei prezzi. (...)".

Sembrerebbe quindi venir meno proprio quella che, secondo la teoria economica prevalente, è, e deve essere, la funzione dei tassi di interesse sui mercati, ossia il corrispettivo per la rinuncia al tesoreggiamento che non è altro che la remunerazione offerta ai risparmiatori per vincere la loro naturale preferenza per la liquidità, intesa come astensione all'investimento.

Da questo punto di vista ci si potrebbe allora legittimamente chiedere se tale politica monetaria non sia in qualche modo lesiva del principio che intende sviluppare una attitudine al risparmio per finalità di investimento, che in Italia trova una tutela nell'art. 47, comma 1, della Costituzione secondo cui "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito".

Pur non essendo questa la sede per affrontare tale problema generale, ci si limita ad osservare che come ogni disposizione di principio anche l'art. 47 è norma senza fattispecie, il cui concreto contenuto applicativo è rimesso "alla Repubblica" e cioè – secondo gli usi lessicali della Costituzione – alla legislazione ordinaria. E questa di fatto ha assolto il compito regolando pervasivamente la struttura e l'attività del sistema creditizio. Effettivamente tutta la normativa esistente in materia finanziaria e bancaria, sia in Italia sia negli altri ordinamenti, è principalmente finalizzata ad apprestare particolari tutele di natura pubblicistica e a predisporre un assetto istituzionale *ad hoc* quando l'individuo utilizza il proprio risparmio per finalità di investimento finanziario (bancario, previdenziale, assicurativo o mobiliare), ossia quando investe risorse attuali per creare risorse future, alimentando così il processo di crescita del sistema. E ciò avviene appunto quando il risparmio è posto a disposizione dello sviluppo economico attraverso la sua immissione nel sistema creditizio. Nella lettura corrente perciò la tutela del risparmio che l'art. 47 Cost. demanda alla Repubblica si realizza attraverso il controllo dell'esercizio del credito⁴⁷; e la giurisprudenza ha talvolta esplicitamente affermato che l'organizzazione, la solvibilità e la stabilità del sistema creditizio sia l'interesse primario perseguito dal principio costituzionale⁴⁸.

È proprio il momento del collegamento del risparmio con l'investimento volto a far crescere il sistema economico che determina l'insorgere dell'interesse pubblicistico alla tutela del risparmio mediante la creazione di un assetto istituzionale *ad hoc*⁴⁹. In altre parole, la tutela del risparmio rappresenta il fine sociale che presuppone

47 F. Parrillo, La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione, in Studi sulla Costituzione, II, Milano, 1958; V. Spagnuolo Vigorita, Principi costituzionali sulla disciplina del credito, in Rass. dir. pubbl., 1962, p. 357 ss.

48 T.a.r. Calabria, sez. Reggio Calabria, 7 ottobre 1996, n. 241, in Banca, borsa ecc., 1999, II, 89: «L'interesse primario da tutelare a livello costituzionale è la solvibilità e la stabilità del sistema creditizio in relazione alla delicata attività espletata dalle aziende di credito».

49 Il concetto risulta ancora più chiaro se si guarda questo collegamento dal lato dei soggetti che reimpiegano la ricchezza in termini produttivi: i contratti finanziari (bancari, assicurativi o mobiliari) rappresentano lo strumento con cui gli operatori economici possono redistribuire (traslare) i *rischi* che derivano dal processo produttivo, in un'ottica sia di breve termine (contratti bancari) sia di medio-lungo termine (contratti finanziari in senso stretto), sia secondo finalità previdenziali (contratti assicurativi sulla vita). E' proprio in ragione della particolare *meritevolezza* degli interessi perseguiti dai contratti finanziari, ossia della loro funzione economica, che il legislatore ha voluto dettare per il settore finanziario – oltre ad una disciplina privatistica propria di questi contratti – una disciplina "pubblicistica" ed un assetto istituzionale volti a fornire adeguata tutela al risparmiatore (costituzionalmente garan-

ne e giustifica la regolamentazione ed il controllo dei mercati finanziari e delle imprese bancarie. Tant'è che, secondo una parte importante della dottrina, l'unica forma di risparmio che gode di tutela costituzionale sarebbe proprio e soltanto quella che entra nel ciclo economico o nel settore pubblico, quale disciplina delle modalità di garanzia degli investimenti, posto che, come detto, il risparmio non viene difeso quale valore in sé ma per la sua funzione strumentale alla distribuzione della proprietà e della ricchezza⁵⁰.

Non si ritiene qui che la politica monetaria posta in essere dalla BCE – via tassi "guida" – sia di per sé, soprattutto se considerata in una prospettiva di breve termine, idonea a violare il principio costituzionale della tutela del risparmio e ciò per due ordini di ragioni.

In primo luogo in quanto i risparmiatori, in presenza di tassi di mercato (anche) negativi offerti dalle obbligazioni e dai titoli di Stato, possono comunque sempre ottenere tassi di interesse soddisfacenti diversificando le loro attività.

In secondo luogo perché, con la propria politica monetaria, la BCE oltre a tutelare in via diretta la stabilità del metro monetario, tutela anche, in via indiretta, proprio lo stesso risparmio, risultando così in perfetta armonia con le finalità perseguite dall'art. 47 della Costituzione italiana⁵¹. Infatti, come è stato detto, "a prescindere dalle attività finanziarie detenute, i risparmiatori sono sempre titolari di un diritto sul prodotto dell'economia. Quindi il loro interesse coincide in definitiva con quello dell'economia nel suo insieme. Se le banche centrali non intervenissero per risollevare l'economia in caso di ristagno, che ne sarebbe di questi diritti? (...) In altri termini se i tassi di interesse bassi potrebbero dare l'impressione di creare un conflitto fra creditori e debitori, ciò non è vero in aggregato e non è sicuramente vero a medio termine"⁵².

Per converso, appare subito irrealistica l'idea che, nell'ottica dell'attuazione dell'art. 47 della Costituzione, la Repubblica debba e possa realizzare un sistema di garanzie di redditività degli impieghi del risparmio nell'ambito del sistema creditizio. La tutela si manifesta se mai nel garantire al risparmiatore – ferma la sua libertà di scelta, con le opportunità ma anche i rischi connessi – condizioni di mercato finanziario che consentano una scelta consapevole e informata, assistita dalla competenza e professionalità degli intermediari finanziari. Si vedrà più oltre, nelle sezioni di

tita dall'art. 47 Cost.) che si avvicina a tali contratti. Così S. Alvaro, *Il quadro normativo italiano in tema di commercializzazione di pietre preziose presso lo sportello bancario*, in *Banca, Impresa e Società*, 2017, n.1, p. 152 e ss.

50 F. Merusi, *Art. 47 Commentario alla Costituzione - Rapporti economici*, Tomo III, Bologna, 1980, p. 153 e ss.; S. Baroncelli, *Art. 47 (voce)*, in *Commentario alla Costituzione* (a cura di Bifulco, Celotto, Olivetti), Vol. I, Torino, 2006; N. Irti, *L'ordine giuridico del mercato*, Bologna, 1998; L. Mengoni, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, p. 1 e ss.; F. Guizzi, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005.

51 R. Costi, *L'ordinamento bancario*, cit., p. 254 e 255.

52 Cfr. M. Draghi, *Affrontare le cause dei tassi di interesse bassi*, intervento tenuto il 2 maggio 2016 a Francoforte in apertura della tavola rotonda dal titolo *Il futuro dei mercati finanziari: una diversa prospettiva sull'Asia* (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.it.html>).

approfondimento dedicate alla *trasparenza*⁵³, quali presidi la legislazione degli ultimi decenni abbia approntato per rendere possibile il raggiungimento di questo obiettivo.

Il vero tema su cui riflettere invece pare essere un altro; ossia quello relativo ai *limiti* che incontra la BCE nel determinare discrezionalmente la propria politica monetaria. L'individuazione di tali limiti non può che muovere dalla considerazione del fatto che in tutti i paesi democratici le decisioni politiche (anche quelle di politica economica) sono adottate da organi che sono stati eletti su base democratica o che in qualche modo rispondono alla collettività.

Nonostante il fatto che il concetto di "accountability" sia comunque un concetto assai vasto, che può comprendere al suo interno tanto la responsabilità giudiziale e amministrativa quanto quella politica⁵⁴, la Corte di Giustizia europea, in più occasioni, per giustificare i poteri attribuiti alla BCE, si è limitata ad osservare che il fatto peculiare in base al quale i membri della Banca Centrale, pur non essendo stati eletti democraticamente, possano assumere decisioni economiche fondamentali per la vita dei cittadini degli Stati membri dell'UE discende dalla considerazione che in questo modo le sue decisioni non possano essere influenzate da considerazioni (politiche) di breve termine che potrebbero interferire con l'adempimento dei compiti che il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e il Protocollo sul Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e sulla BCE affidano al SEBC stesso e alla BCE⁵⁵.

Tale questione è stata affrontata nei suoi termini generali dalla Corte di Giustizia Europea nella nota vicenda *Gauweiler* ed ai principi espressi in tale decisione⁵⁶ – che qui sotto si vanno a riassumere brevemente – pare ci si possa affidare anche nella soluzione del problema che qui si accenna.

Secondo la Corte di Giustizia, la BCE (e il SEBC) deve agire nei limiti dei poteri conferitigli dal diritto primario e non può, dunque, validamente adottare ed attuare un programma che esuli dall'ambito assegnato alla politica monetaria dal diritto primario.

Posto però che il TFUE non contiene una definizione di politica monetaria, limitandosi piuttosto a definire (e tutelare) semplicemente gli obiettivi di tale politica (consistente nel mantenimento della stabilità dei prezzi ex artt. 127, par. 1 e 282, par. 2, TFUE) ed i mezzi utilizzabili per la sua realizzazione⁵⁷, per questa ragione tutti gli

53 *Infra*, §§ 12.1 e 13.

54 Sul punto si vedano per tutti M. Lamandini e D.R. Muñoz, *EU Financial Law*, Milano, 2016, p. 219; G. Ter Kuile, L. Wissink e W. Bovenschen, *Tailor-Made Accountability within the Single Supervisory Mechanism*, in *Common Market Law Review*, 2015, vol. 52, pp. 155-190 e D. Curtin, 'Accountable Independence' of the European Central Bank: Seeing the Logics of Transparency, in *European Law Journal*, 2017, vol. 23, Issue 1-2, p. 22-33.

55 Cfr. Corte di Giustizia, sent. 10 luglio 2003, Commissione delle Comunità europee contro BCE C-11/00, punto 134.

56 Si veda la sentenza della Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 16 giugno 2015, n. C-62/14, Peter Gauweiler contro Deutscher Bundestag. Sentenza commentata da T. Tridimas e N. Xanthoulis, *A Legal Analysis of the Gauweiler Case – Between Monetary Policy and Constitutional Conflict*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Special Issue, 2016-1.

57 Cfr. Corte di Giustizia (Seduta Plenaria), sent. 27 novembre 2012, n. C-370/12, Thomas Pringle contro Governo irlandese.

atti della BCE si trovano assoggettabili al controllo giurisdizionale della Corte di Giustizia.

Proprio con specifico riferimento agli atti di politica monetaria della BCE, la Corte di Giustizia ha avuto modo di affermare che, stante la complessità e la tecnicità della materia, la discrezionalità riconosciuta alla BCE deve essere necessariamente ampia⁵⁸. Conseguentemente l'eventuale sindacato che la Corte di Giustizia potrà compiere in relazione a tali scelte sarà necessariamente volto in prevalenza a verificare il rispetto delle garanzie procedurali esistenti (quali, ad esempio, l'esame accurato e imparziale di tutti gli elementi pertinenti alla situazione *de qua*, nonché l'esistenza di adeguate motivazioni in ordine alle scelte effettuate) oltre che all'esistenza di una proporzionalità tra le misure adottate rispetto agli obiettivi perseguiti dalla normativa di riferimento. Un ulteriore limite ai poteri della BCE e, più in generale, delle istituzioni europee è stato individuato dalle diverse Corti Costituzionali degli Stati Membri europei che in più occasioni hanno affermato il principio secondo cui le istituzioni dell'Unione Europea debbono sempre rispettare l'identità costituzionale dei singoli paesi Membri ed il principio di attribuzione (ossia devono agire nei limiti delle competenze attribuite loro dai trattati)⁵⁹.

Le concezioni sugli effetti dell'inversione di tasso nel contratto

PARTE SECONDA

6 Mercato e regole giuridiche nella conformazione dei contratti di finanziamento

Nella conformazione dei contratti di finanziamento concorrono *trends* di mercato e regole giuridiche, imposte dagli ordinamenti o scelte dall'autonomia privata.

58 Nello stesso senso si vedano le sentenze della Corte di Giustizia dell'8 luglio 2010, n. C-343/09, Afton Chemical (in part. punto 28) e Billerud Karlsborg e Billerud Skarblacka, C-203/2012 (in part. punto 35).

59 Cfr. in Germania, per tutte, la sentenza del Bundesverfassungsgericht, secondo senato, del 30 giugno 2009 sul Trattato di Lisbona ed in Italia le sentenze della Corte Costituzionale:

- a) 13 luglio 2007, n. 284 (in *Corriere giur.*, 2007, 1664 e in *Giur. costit.*, 2007, 2780) secondo cui «Nei rapporti tra diritto comunitario e diritto interno il controllo di costituzionalità non può essere escluso: a) quando la legge interna è diretta ad impedire o pregiudicare la perdurante osservanza dei trattati della comunità in relazione al sistema o al nucleo essenziale dei suoi principi; b) quando venga in rilievo il limite del rispetto dei principi fondamentali dell'ordinamento costituzionale e dei diritti inalienabili della persona; c) quando si ravvisa un contrasto fra norma interna e direttiva comunitaria non dotata di efficacia diretta»;
- b) 21 aprile 1989, n. 232 (in *Cons. Stato*, 1989, II, 557, in *Impresa*, 1989, 1402, in *Riv. amm.*, 1989, 950 e in *Riv. dir. internaz.*, 1989, 103 secondo cui «La corte costituzionale può verificare, attraverso il sindacato di costituzionalità della legge di esecuzione, se le norme del trattato Cee, come sono interpretate ed applicate dalle istituzioni e dagli organi comunitari, siano in contrasto con i principi fondamentali del nostro ordinamento costituzionale o attentino ai diritti inalienabili della persona umana».

Questo concorso rimane armonico fino a che la concezione dei regolatori coincide con l'organizzazione effettiva del mercato e con la disciplina dei contratti. Questo è quanto storicamente è accaduto negli ultimi tre secoli nella disciplina dei tassi di interesse (*supra*, § 1). Spinte economiche, teoria e regolazione si sono così allineate, e questo ha impresso un conforme orientamento alla contrattazione. Le singole operazioni hanno trovato nelle leggi regole appropriate a ciò che il mercato suggeriva, perché pensate sulla base delle sue dinamiche.

L'allineamento tra diritto ed economia viene però meno quando l'andamento del mercato fuoriesce dagli schemi sui quali è pensata la normativa regolatrice dei contratti. Questo è appunto quanto va accadendo nell'attuale epoca storica di tassi anche negativi e di *financial upside down world*. Nelle operazioni a tasso variabile, per effetto – come mostrato in precedenza – dell'inversione dei tassi innescata dalle banche centrali per motivi di politica monetaria⁶⁰, la logica tradizionale, che assume ad assioma la remunerazione dell'uso del denaro altrui, viene ad essere smentita⁶¹.

In un quadro siffatto si producono tensioni di sistema, e diviene difficile per l'interprete estrarre dalle disposizioni della regolazione, pensate per altro, risposte sicure ed appropriate ai nuovi scenari. Come detto, ciò è specificamente vero nella legislazione italiana, in cui abbondano disposizioni sugli interessi, ma dove invece manca un espresso principio unitario. Per questo, come già osservato, non è possibile fare rinvio ad una supposta nozione comune di interesse da cui derivare la risposta della regolazione alla incidenza dei tassi negativi manifestatisi nel mercato bancario (ad esempio, con i tassi Eonia ed Euribor) sui contratti di finanziamento (e di investimento) a tasso variabile che vi fanno riferimento per il computo del saggio degli interessi dovuti. Tale mancanza preclude al giurista qualsiasi operazione di riconduzione della nuova casistica ad un principio consacrato del *diritto vigente*.

Tocca dunque al *diritto vivente*, e cioè all'interpretazione, qui come in altri campi affetti da lacune assiologiche⁶² della legislazione, espandere la logica del diritto. E farlo guardando oltre il codice, che da tempo non esprime più la logica del sistema. I contratti di finanziamento (e di investimento) si collocano infatti solo in modo marginale nel diritto generale dei contratti e più spesso in modo specifico nel cosiddetto nuovo diritto dei contratti, essenzialmente di matrice europea, ed ispirato a principi di efficienza del mercato e di protezione dei contraenti tecnicamente deboli⁶³.

60 *Amplius supra*, § 3.

61 Come è stato notato «la definizione di tasso di interesse quale remunerazione del rischio e del tempo non riesce a spiegare i tassi negativi, il rischio infatti trova un limite invalicabile nello zero mentre il tempo non può far altro che scorrere e non può invertire il suo corso» (l. Fogliata, *Tassi negativi, deflazione ed effetti collaterali della grande crisi: le distorsioni del c.d. "financial upside down world" esaminate dal lato tecnico*, in www.dirittobancario.it/approfondimenti, p. 2).

62 R. Guastini, *Defettibilità, lacune assiologiche ed interpretazione*, in *Revus*, 2010, p. 57 ss.

63 La letteratura sul rapporto tra diritto generale e diritto speciale dei contratti è troppo ampia per essere qui richiamata. Per un quadro si rinvia a *Trattato di diritto privato europeo*, a cura di N. Lipari, Padova 2003; *Diritto privato europeo*, a cura di C. Castronovo, S. Mazzamuto, Milano 2007; G. De Cristofaro, *Le discipline settoriali dei contratti dei consumatori*, in *Mercati regolati, Tratt. Roppo*, vol. V, Milano 2014, p. 5 ss.; V. Roppo, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?* in *Corr. giur.*, 2009, p. 267 ss.; C. Castronovo, *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006, p. 397, p. 399 ss.; F. Ferraro,

Occorre pertanto prendere atto del fatto che solo l'interpretazione può oggi fornire una argomentata risposta alla domanda se gli strumenti giuridici predisposti dalla legge e dall'autonomia privata per le operazioni di finanziamento (e di investimento), in caso di interessi negativi che per effetto di fluttuazioni di mercato si inseriscano nello scambio, si adeguino ancora una volta al mercato, e dunque vedano rovesciarsi il normale rapporto di credito-debito, o ostino a questo effetto economico e ne impongano una correzione.

7 I tassi di interesse nel codice civile

Dovendo trattare dei tassi di interesse all'interno del diritto civile italiano, occorre premettere che il nostro diritto distingue tre categorie di interessi: corrispettivi, compensativi e moratori. E' evidentemente solo con riferimento alla prima categoria, ossia al tasso di interesse convenzionale, che è possibile applicare la teoria economica che vede nel tasso di interesse una "remunerazione del costo finanziario del tempo e del rischio di un investimento"⁶⁴, ossia una remunerazione offerta ai risparmiatori per vincere la loro naturale preferenza per la liquidità, intesa nel senso economico di astensione dall'investimento⁶⁵. Più in particolare, solo nel contratto di mutuo e nelle figure giuridiche da esso derivate può dirsi che l'interesse è volto a remunerare la rinuncia alla preferenza per la liquidità. Non è così invece per gli interessi moratori e compensativi e nemmeno per gli interessi corrispettivi non negoziali che hanno titolo direttamente nella legge⁶⁶. Peraltro, come mostrato in precedenza (*supra*, § 3), si tratta di elementi che devono essere ri-considerati alla luce dell'evidenza di tassi nominali (anche) negativi attualmente osservati nei mercati finanziari.

In Italia il codice civile tace sull'ipotesi di un tasso di interesse negativo in capo a chi presta (o deposita) denaro. Il tasso di interesse è assimilato ai "frutti civili" in base ad una concezione secondo la quale chi presta denaro intende ricevere un

Analogia e codici di settore, in *R. d. civ.*, 2011, p. 521; E. Minervini, *Codice del consumo*, in *Dig. disc. priv. Sez. civ.*, *Aggior.* III, 2007, p. 182 ss., spec. p. 187 ss.; F. Addis, *Il "codice" del consumo, il codice civile e la parte generale del contratto*, in *Obbligazioni e contratti*, 2007, p. 872 ss.; N. Irti, *"Codici di settore": compimento della "decodificazione"*, in *D. e società*, 2005, p. 131 ss. e in M.A. Sandulli (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, cit., p. 17 ss.; A. Plaia (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali. Il problema dell'autonomia delle normative di settore*, Milano 2008. Sul tema, v. anche S. Mazzamuto, *Il contratto europeo nel tempo della crisi: ed ecco venire un grande vento di là dal deserto (Giobbe 1, 19)*, in *Europa dir. priv.*, 2010, p. 601 ss.; L. Rossi Carleo, *La codificazione di settore: il codice del consumo*, in M.A. Sandulli (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, Milano 2005, p. 67 ss.; G. ALPA, *Il codice del consumo*, in *Contratti*, 2005, p. 1058; *Id.*, *I diritti dei consumatori e il «codice del consumo» nell'esperienza italiana*, in *Contr. impr./Europa*, 2006, p. 27; *Id.*, *Art. 1*, in G. Alpa, L. Rossi Carleo (a cura di), *Codice del consumo*, cit., p. 26 ss.; U. Breccia, *La parte generale fra disgregazione del sistema e prospettive di armonizzazione*, in *R. crit. d. priv.*, 2008, p. 375, p. 402. Si può inoltre discorrere di «microsistemi»: A. Pajno, *Una codificazione per frammenti*, in M.A. Sandulli (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, cit., p. 158; N. Irti, *L'età della decodificazione*, Milano 1979, p. 39, p. 36 ss., e *amplius*, p. 91 ss. Accenti critici in L. Nivarra, *Diritto privato e capitalismo: regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli 2010.

64 Per la letteratura italiana si segnalano le indagini di A. Pellanda, *Le teorie contemporanee dell'interesse*, Bologna, 1979 e di G. Pietranera, *Interesse*, in *Dizionario di economia politica* a cura di C. Napoleoni, Milano, 1956, p. 729.

65 Così G. Marinetti, *Interessi*, in *Noviss.dig.it.*, VIII, Torino, 1962, p. 858.

66 G. Marinetti, *Interessi*, in *Noviss.dig.it.*, VIII, Torino, 1962, p. 859.

compenso e non sopportare un onere⁶⁷. All'art. 820 comma 3, definisce infatti i frutti civili come "quelli che si ritraggono dalla cosa come corrispettivo del godimento che altri ne abbia". Tali sono gli interessi dei capitali, i canoni enfiteutici, le rendite vitalizie e ogni altra rendita, il corrispettivo della locazione". Tale definizione era presente anche nel previgente codice italiano del 1865 il cui art. 444, comma 3, prevedeva che "sono frutti civili quelli che si ottengono per occasione dalla cosa, come gli interessi dei capitali, i proventi dell'enfiteusi, dei censi, dei vitalizi ed ogni altra rendita".

In linea generale gli interessi per il codice civile⁶⁸ non sono altro che un particolare tipo di obbligazione pecuniaria che si caratterizza per la sua accessorialità rispetto ad una obbligazione pecuniaria avente carattere principale, ossia che si aggiunge a quest'ultima quale suo frutto civile⁶⁹.

Con i tassi di mercato negativi, il carattere di accessorialità sembrerebbe venire meno e l'interesse assurgere ad una prestazione che si aggiunge o che si detrae da quella principale per effetto del decorso del tempo. Già in passato la dottrina italiana aveva evidenziato una certa difficoltà nel determinare una nozione giuridica di interesse che fosse rigorosamente aderente al dettato normativo⁷⁰. Il problema oggi diviene ancora più complesso con il fenomeno dei tassi negativi. Occorre forse stabilire quella che è secondo la nostra legge la funzione degli interessi prima di vederne la struttura.

Nella legislazione italiana, però, abbondano le singole disposizioni sugli interessi, ma manca un espresso principio unitario, e in suo luogo si fa rinvio ad una supposta nozione comune dell'interesse, da cui l'interprete dovrebbe derivarne la funzione secondo il punto di vista legale. È utile soffermarsi brevemente su entrambi questi punti.

Abbondano come detto le singole disposizioni. La normativa vigente regola gli interessi nell'art. 820, 3° c., c.c. come caso di "frutti civili che si ritraggono dalla cosa come corrispettivo del godimento che altri ne abbia"; nell'art. 1224 come effetto *ex lege* della mora, indipendentemente dalla prova del danno nelle obbligazioni pecuniarie; nell'art. 1282 come prodotto di pieno diritto, salvo deroga nella legge o nel titolo, dei crediti liquidi ed esigibili; nell'art. 1714 come necessario accessorio dovuto dal mandatario al mandante sulle somme riscosse e non consegnate o impiegate; nell'art. 1720 come necessario accessorio del rimborso dal mandante al manda-

67 Cfr. B. Inzitari, *Interessi*, in *Dig. Disc. Priv., Sez. civ.*, Vol. IX, 1993, p. 566 e ss.; *id.*, *La moneta*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl.econ.*, diretto da F. Galgano, VI, 1983, p. 191; E. Simonetto, *Interessi*, in *Enc. Giur.*, XIX, Roma, 1989, p. 1 e ss.; M. Libertini, *Interessi*, in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972, p. 95.

68 Le norme del codice civile che disciplinano gli interessi sono numerose e prive del carattere di sistematicità (si vedano gli artt. 1277, 1282, 1224, 1813, 1782, 1825, 1834, 1499, 2788, 2802, 2855, ecc.).

69 Sul tema generale si vedano, per tutti, T. Ascarelli, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. al cod.civ.* Scialoja-Branca, IV, Bologna-Roma, 1959; E. Simonetto, G. Tantini, E. Maschio, *Gli interessi nei rapporti a funzione creditizia*, Padova, 1981; O.T. Scozzafava, *Gli interessi monetari*, Napoli, 1984 e D. Sinesio, *Interessi pecuniarie fra autonomia e controlli*, Milano, 1989; c. Mazzoni, *Frutti civili e interessi di capitale*, Milano, 1985. Sottolineano la natura accessoria degli interessi rispetto ad una obbligazione principale M. Libertini, *Interessi*, in *Enc. Giur.*, Vol. XXII cit., p. 95, F. Ferrara Jr., *Il fallimento* Milano, 1966, p. 291 secondo il quale "gli interessi sono quelle prestazioni accessorie, omogenee rispetto alla prestazione principale, che si aggiungono ad essa per effetto del decorso del tempo e che sono commisurate ad una aliquota della stessa".

70 Libertini, *Interessi*, cit., p. 96-97.

tario delle anticipazioni di questo; nell'art. 1782 come *naturale negotii* del deposito "irregolare" di denaro o altre cose fungibili, dovendo il depositario corrisponderli salvo patto contrario al depositante; nell'art. 1815 come *naturale negotii* del mutuo, dovendo il mutuatario corrisponderli al mutuante salvo il patto contrario; nell'art.1825 come conseguenza delle rimesse sul conto corrente. Ferma in ogni caso la prevalenza delle leggi speciali (art. 1281).

Manca però un principio unitario; e infondatamente si suppone sia supplito da una nozione comune⁷¹. Contro l'unità concettuale opera già il fatto che nella visione normativa coesistano tipi diversi di interessi (corrispettivi, compensativi e moratori⁷²), dei quali si può anche sottolineare qualcosa che li accomuna⁷³, ma soprattutto risalta ciò che li distingue⁷⁴. Problema già più grave è poi che appare dall'origine inadeguata la classificazione normativa degli interessi tra i frutti civili⁷⁵, e quindi impossibile una disciplina unitaria che sia a ciò coerente⁷⁶. Ma il problema maggiore sta nel fatto che la nozione comune, che dovrebbe servire ad organizzare concettualmente la diversificata disciplina, in realtà non può essere desunta dalle concezioni economiche, cui invece la dottrina giuridica vorrebbe rifarsi⁷⁷. Non può, perché queste si rivelano plurime e disperate.

Negli ultimi tre secoli della disciplina dei tassi di interesse, abbandonate (come osservato in precedenza) le ideologie sull'usura, i legislatori hanno ispirato le proprie regole alle indicazioni della scienza economica (a sua volta elaborata, come già osservato, in base ad una storia dei tassi sempre positivi). Determinante, anche in questo campo, è stato l'influsso di Adam Smith⁷⁸ secondo cui: «Whoever derives his revenue from a fund which is his own, must draw it either from his labour, from his stock, or from his land. The revenue derived from labour is called wages. That derived from stock, by the person who manages or employs it, is called profit. That derived from it by the person who does not employ it himself, but lends it to another, is called the interest or the use of the money. It is the compensation which the borrower pays to the lender for the profit which he has the opportunity of making by the use of the money. Part of that

71 In questo senso M. Libertini, cit., p. 95: «il legislatore, pur disciplinando in numerose norme l'obbligazione di interessi, non ha sentito il bisogno di precisarne la nozione, facendo affidamento sulla diffusione e sull'univocità della nozione tradizionale».

72 In tema: M. Libertini, *Interessi*, cit. p. 97 ss.; V. Pandolfini, *Gli interessi pecuniari*, Milano, 2016, p. 13 ss.

73 Come il rilievo del tempo e in specie del differimento, o attesa.

74 Come il carattere remunerativo dei primi due e risarcitorio del terzo tipo.

75 Quali certo non sono gli interessi moratori. In tema B. Inzitari, *Interessi. Legali, corrispettivi, moratori, usurari, anatocistici*, Torino, 2017, p.1 e ss.; *Id.*, *Interessi*, in *Dig. discipl. priv., Sez. civ., IX*, Torino, 1993, p. 567; *Id.*, *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 2011, p. 30 ss.; G. Marinetti, *Interessi (dir. civ.)*, in *Nov.mo Dig. it.*, VIII, Torino, 1962, p. 860.

76 V. Pandolfini, *Gli interessi pecuniari*, cit., p. 6; per M. Libertini, *Interessi*, cit. p. 97 è difficile anche reperire una nozione coerente alla base della disciplina diversificata.

77 Esempio la posizione di T. Ascarelli, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1959, sub art. 1284, p. 575 e nt. 1, che rinvia a J.M. Keynes.

78 A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, cit. (qui citato nell'edizione di Londra del 1892; corsivo aggiunto).

profit naturally belongs to the borrower, who runs the risk and takes the trouble of employing it; and part to the lender, who affords him the opportunity of making this profit». E' proprio in base a questa impostazione che i legislatori hanno adottato come *naturale* la sua nozione degli interessi, che implica il loro valore positivo. L'eventualità di un valore negativo del tasso è rimasta ipotesi teorica⁷⁹, presente solo sulle pagine dei manuali.

Le concezioni economiche dell'interesse si rivelano, peraltro, plurime e disperate. Schematizzando, non è difficile dimostrare che le diverse concezioni degli interessi correnti nella scienza giuridica riproducono una varietà di prospettive che è, anzitutto, nella scienza economica. Un breve elenco renderà l'idea.

La tesi della *naturale fecondità del denaro*, che fu già di Claudio Salmasio e Carlo Molineo e che si trova ripresa nella Relazione al codice civile⁸⁰ e nell'art. 820 c.c., riecheggia l'osservazione marxiana che il denaro nelle economie capitalistiche non è più solo strumento di consumo ma fattore produttivo, "capitale"⁸¹.

La diffusa teoria giuridica dell'*interesse come compenso per l'uso*⁸², sebbene affine alla precedente, perché considera il denaro comunque produttivo, è diversamente orientata perché sposta la fecondità dalla natura all'impiego del denaro, riprendendo un'idea che si è visto essere già in Smith e che si ritrova in Marshall⁸³ e nella letteratura successiva.

La diversa tesi, pure presente nella dottrina giuridica, secondo cui l'interesse si spiega come *ristoro per l'attesa*, ossia per il differimento del godimento del denaro da parte di chi fornisce il capitale⁸⁴, era stata teorizzata da J.S. Mill⁸⁵, ribadita nel 1903 da Gustav Cassel⁸⁶, e ripresa con correzioni da Pigou⁸⁷.

79 Per la verità essa era stata considerata già nell'epoca in cui si consolida la nozione dell'interesse come "frutto del denaro" e quindi come valore positivo, in rapporto ad esperienze storiche che ne videro il verificarsi. Si trova infatti già nella pagina di F. Galiani, *Della moneta*, cit., tanto l'idea che «hanno da antichissimo tempo gli uomini ricchi tratto frutto dal denaro in varie forme di contratti» (p. 390), quanto la menzione del fatto che (con le parole dell'A.) questo "soprappiù" non è intrinseco al mutuo, ma anzi «discende alle volte fino al zero (come è ne' banchi e compagnie delle repubbliche) e talvolta anche sotto al zero, scendendo nelle quantità negative (come avvenne in Francia al tempo del sistema del Law)» (p. 398, corsivo aggiunto).

80 Relazione del Ministro Guardasigilli, § 593.

81 C. Marx, *Il capitale*, III, 2. Nella dottrina italiana questa visione è ad es. in E. Quadri, *Gli interessi*, in *Tratt. di dir. priv.*, dir. da P. Rescigno, IX, Torino, 1999, p. 642; e (ma non in via esclusiva) è sottolineata da E. Simonetto, *Interessi: I*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, p. 5.

82 Per la *Nutzungstheorie* nella dottrina italiana M. Libertini, *Interessi*, cit. p. 97 (ma ovviamente limitatamente ai soli interessi corrispettivi); U. Breccia, *Le obbligazioni*, in *Tratt. di dir. priv.*, dir. da G. Judica, P. Zatti, Milano, 1991, p. 351.

83 A. Marshall, *Principi di economia*, (1920), Torino, 1959, Libro VI, Cap. VI, p. 546 ss.

84 Vi allude p. es. V. Pandolfini, *Gli interessi pecuniari*, cit., p. 8, e E. Simonetto, *Interessi: I*, cit., p. 2. Appare evidente che la tesi coglie meglio la casistica degli interessi moratori piuttosto che quella dei non moratori (corrispettivi e compensativi).

85 J.S. Mill, *Principi di economia politica*, II, XV, (1848), Milano, 2009, p. 582.

86 G. Cassel, *The Nature and Necessity of Interest*, London-New York, 1903.

La tesi è criticata da J.M. Keynes, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 2006, p. 369, osservando che «L'errore proviene dal considerare l'interesse come la ricompensa per l'attesa come tale, invece che come la ricompensa per la non-tesaurizzazione».

87 A.C. Pigou, *The Economics of Welfare*, London, 1920, II, VII, § 3.

Vi sono dunque nella dottrina economica prospettive diversificate sulla funzione degli interessi. Né basta. Vi sono inoltre prospettive economiche sul saggio degli interessi che ne arricchiscono la nozione ma che non hanno avuto attenzione da parte della teoria giuridica. Si può ricordare la tesi di Ricardo⁸⁸ secondo cui il tasso non è influenzato direttamente dall'atteggiamento dell'autorità monetaria, che incide piuttosto sul valore della moneta, ma dal confronto tra il tasso di profitto che si può ottenere dall'impiego del capitale ed il tasso al quale la banca è disponibile a prestarlo. O la tesi della scuola austriaca, secondo cui il tasso di interesse varia in funzione delle variazioni fra loro relative dei livelli dei prezzi dei beni di consumo e dei beni capitali⁸⁹. E soprattutto la tesi di J.M. Keynes che l'interesse sia influenzato dal livello del reddito, dalla propensione al consumo, e dalla efficienza marginale del capitale.

Queste prospettive macroeconomiche sarebbero oggi utili per la riflessione giuridica sui tassi negativi, che proprio in ragioni macroeconomiche trovano origine. Ma sono rimaste estranee alla visione microeconomica del codice.

Per converso, vi sono aspetti della nozione di interesse, non privi di rilievo per la nuova fenomenologia, colti dalla dottrina giuridica e presenti nella scienza economica, che poco hanno concorso a foggiarne la pretesa nozione comune. Nella attività bancaria e di intermediazione finanziaria l'interesse è infatti influenzato⁹⁰.

anche dalle sue funzioni di *premio del rischio*, di copertura del *costo della raccolta* bancaria, di recupero dei *costi di gestione*, di rimedio all'incidenza del *carico fiscale*, di riflesso della *scarsità di capitale*⁹¹.

Ne segue che la disciplina giuridica, e soprattutto la disciplina del codice civile, che tratta gli interessi nella prospettiva – rilevante per queste pagine – della regolazione dei contratti, non dispone né di un principio legale né di un concetto unitario e coerente da cui derivare per diretta constatazione la funzione degli interessi, ed alla cui luce impostare la soluzione di situazioni nuove ed impreviste, come l'inversione del segno dei tassi.

Per essere più precisi: il diritto vigente dispone di una *nozione strutturale*, ma non di una *nozione funzionale* degli interessi.

La nozione strutturale si connota per i caratteri⁹² della *accessorietà* dell'obbligazione degli interessi ad una obbligazione principale, della *omogeneità* fra le due, della *periodicità* e della *proporzionalità*. Questi caratteri sono sicuri, non sono

88 D. Ricardo, *Principi di economia politica*, Torino, s.d., p. 275 ss.

89 L. von Mises, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Wien, 1912.

90 C. Marx, *Il capitale*, III, 2. Nella dottrina italiana questa visione è ad es. in E. Quadri, *Gli interessi*, in *Tratt. di dir. priv.*, dir. da P. Rescigno, IX, Torino, 1999, p. 642; e (ma non in via esclusiva) è sottolineata da E. Simonetto, *Interessi*: I, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, p. 5.

91 Nella dottrina giuridica recente per questi profili v. E. Simonetto, *Interessi*: I, cit., p. 3. Un'analisi economica degli effetti dei tassi negativi nella struttura dell'intermediazione finanziaria è in F. Heider, F. Saidi, G. Schepens, *Life Below Zero: Bank Lending Under Negative Policy Rates*, August 23, 2017.

92 Così per tutti M. Libertini, *Interessi*, cit. p. 96.

scalfiti dai nuovi scenari, ma non hanno specifica capacità esplicativa o orientativa rispetto alle nuove fenomenologie.

Per converso, le plurime nozioni funzionali generalmente sottese alla corrente interpretazione delle disposizioni sugli interessi *non* attingono il ruolo di principio giuridico inderogabile ed applicabile per il suo valore fondante a qualunque scenario, per la ragione appunto che le funzioni degli interessi sono plurime e disparate, e che la scelta del codice ne è consapevole solo in parte. Come è stato da qualcuno osservato, nella nostra legislazione la *Geschäftsgrundlage* (la *ratio legis*) non assorbe interamente la *Rechtsgrundlage* (la base socioeconomica del diritto)⁹³, e così lascia scoperto quanto in essa non considerato. Si dirà più avanti secondo quali presupposti teorici possa essere impostato e chiarito il problema dei tassi negativi nei contratti di finanziamento⁹⁴.

8 Le diverse concezioni giuridiche sugli effetti dell'inversione del tasso

Per derivare, in mancanza sia di un principio legale sia di un concetto economico, la risposta giuridica al fenomeno degli interessi negativi – dell'inversione del tasso – dalla logica del sistema, è opportuno, in via introduttiva alla risposta corretta, fare prima ricognizione delle risposte astrattamente possibili, e degli indici normativi che potrebbero supportarle.

Con qualche schematizzazione, le risposte possibili sono tre:

- a) *Pieno automatismo*: si può supporre – e come vedremo così avviene p.es. nella contrattazione di tipo ISDA – che i tassi negativi si inseriscano automaticamente e senza limiti nel rapporto, dal momento e per tutto il periodo di interessi durante il quale si generano;
- b) *Piena irrilevanza*: si può sostenere – ed è stato effettivamente sostenuto – che nel nostro sistema giuridico esistano limiti concettuali e/o legali invalicabili all'inversione del saggio degli interessi, per cui la discesa del tasso implicherebbe un limite insuperabile (un livello minimo di tassi attivi o almeno il c.d. "fermo zero");
- c) *Rilevanza condizionata*: si può ritenere – e si vedrà come sia stato in varie sedi dibattuto e nella prassi attuato – che in linea astratta l'inversione del tasso operi nei contratti, ma che in concreto tale operatività possa essere frenata attraverso strumenti negoziali appositi (clausole *floor*).

È opportuno avvertire che lo schema qui presentato non è astratto. Ciascuna delle tre concezioni ha avuto un riscontro nella prassi, che è utile caso per caso ricordare, per considerare sia l'effettiva realtà dei fenomeni in corso, sia le ragioni ed argomentazioni che sono state avanzate pro o contro le diverse soluzioni.

93 E. Simonetto, *Interessi*: I, cit., p. 1.

94 *Infra*, § 10 ss.

8.1 La tesi del pieno automatismo

La visione *sub a)* si è consolidata nel sistema di contrattazione che fa riferimento alla *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). Dunque nel settore dei contratti derivati, a cui il *Master Agreement* predisposto dall'ISDA offre il modello più comune di contratto-quadro presupposto dagli artt. 37 e 38 del Regolamento Consob n. 16190/2007. Specialmente nel campo degli *Interest Rate Swaps* il recente fenomeno dei valori negativi dei tassi di riferimento ha posto problemi di corretto inquadramento dei metodi di computo.

A tale scopo l'ISDA ha predisposto il 12 maggio 2014 un *Collateral Agreement Negative Interest Protocol*⁹⁵ aperto alla adesione degli operatori, per – come spiega il *Background* accluso – «address the concerns of ISDA members that if negative interest rates were to set in OIS benchmarks used as the Interest Rate for cash collateral it may be unclear how such negative rates should be treated under ISDA collateral documentation».

In sintesi, l'indicazione fornita dal *Protocol* è ben riassunta dalla *Market Guidance concerning Interest Rates on Cash Collateral Under ISDA Collateral Agreements* del 13 maggio 2015, con le seguenti parole: «[the Protocol] is intended to provide an efficient method for market participants to clarify how negative interest is to be settled under most forms of ISDA-published collateral agreements. Specifically, the Protocol provides that when a negative interest rate for cash collateral is observed in the market, that interest rate should be utilized in the computation of the relevant interest amount, *which may therefore be negative*. Further, the Protocol provides that negative interest amounts shall be settled between the parties, in a manner similar to positive interest amounts *except that the direction of payments is reversed*»⁹⁶.

Si tratta evidentemente di un approccio che esaurisce nell'autonomia privata il governo del fenomeno. Né potrebbe essere diversamente: il sistema ISDA (come d'altronde tutta la prassi dei contratti internazionali⁹⁷) non si pone all'interno di un particolare ordinamento. E anzi rivendica la sua autonomia: vale la pena di notare come il menzionato *Protocol* non manchi di recare una clausola di *entire agreement*, cioè di completezza della regolamentazione ed irrilevanza di altre fonti⁹⁸. Non avrebbe dunque senso nella sua logica postulare principi o concetti che non trovino base nelle scelte dell'autonomia privata delle parti. Resta da vedere se questa logica vada davvero seguita, senza interferenze. Ma di ciò, oltre⁹⁹.

Depurando questa visione da quanto si collega specificamente ai soli derivati finanziari e in genere ai contratti di investimento, nonché da quanto si collega specificamente al sistema di contrattazione posto in essere dalle convenzioni ISDA, l'automatismo che la anima è riferibile anche alla comune contrattazione bancaria.

95 *Infra*, § 10.

96 Corsivi aggiunti.

97 Per un quadro, valga per tutti il rinvio a G. Cordero Moss, *International Commercial Contracts*, Cambridge, 2014.

98 G. Cordero Moss, *International Commercial Contracts*, cit., p. 47; nella letteratura italiana M. Foglia, *Il contratto autoregolato: le merger clauses*, Torino, 2016.

99 *Infra*, §10 ss.

Esso infatti è il portato naturale della clausola di indicizzazione. Se – e sarà da vedere – non si assume l'esistenza di un limite nell'ordinamento (principi e concetti vincolanti) o nell'autonomia privata (clausole ostative o limitative), l'inversione del tasso e quindi del rapporto di credito-debito degli interessi è il diretto effetto del meccanismo di indicizzazione quando l'indice di riferimento si inverte. Del resto, la casistica cui queste pagine si riferiscono, dei contratti con comuni utenti dei servizi bancari e finanziari, non è un *unicum*: essa si colloca nel quadro di un mercato interbancario in cui gli intermediari si prestano fra loro denaro a tassi negativi e, come in precedenza detto, le banche pagano per depositare presso le banche centrali che, per converso, prestano denaro a tassi negativi per stimolare il finanziamento di famiglie ed imprese¹⁰⁰.

Appare comunque evidente quale sia, generalizzando, l'esito di tale approccio: nei contratti a tasso variabile l'inversione del valore del tasso di riferimento quando superi l'usuale *spread* applicato in aggiunta dal concedente credito per determinare il saggio, determina per tutto il periodo durante il quale tale situazione perdura, un'inversione del rapporto di credito-debito degli interessi.

8.2 La tesi della piena irrilevanza

La visione *sub b)* si è concretamente delineata nell'ambito di un recente dibattito dottrinale. È stato sostenuto che «per il giurista la questione oggi per gli interessi negativi dei mutui e dei finanziamenti come già per i contratti derivati finanziari, deve essere impostata muovendo dalla natura giuridica dei contratti e così della causa che li caratterizza e che ne giustifica, all'interno dell'ordinamento giuridico, il giudizio di liceità e di meritevolezza»¹⁰¹.

La risposta di questa dottrina è negativa: anche in assenza di una determinazione convenzionale sul punto – si argomenta – la causa di finanziamento sul piano concettuale, e gli artt. 117, 4° c. TUB e 1346 c.c. su quello legale escludono che il mutuatario possa esigere dal mutuante alcun accredito a titolo di interesse negativo, perché l'interesse è un frutto civile e rappresenta il corrispettivo del godimento che 'altri' abbia del denaro prestato.

La causa del contratto – si dice – non può mutare in corso di esecuzione, soltanto perché l'indicizzazione invertirebbe il rapporto. Solo se il contratto nasca con interessi negativi o se i contraenti prevedano espressamente che l'interesse possa andare in negativo, ciò ha incidenza sul rapporto. In tal caso al contratto in sé commutativo di finanziamento si aggiunge una componente aleatoria. Ma una simile clausola non si presume¹⁰².

100 Oltre quanto illustrato supra (§ 3), v. I. Fogliata, Tassi negativi, deflazione ed effetti collaterali della grande crisi: le distorsioni del c.d. "financial upside down world" esaminate dal lato tecnico, cit., p. 6.

101 D. Maffei, La Causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi e richiede la sostituzione, convenzionale o giudiziale, del parametro esterno divenuto durevolmente negativo, in Riv. dir. bancario, 2016, n. 3, p. 1 ss.; F. Civale, Euribor negativo, interessi e clausole floor: prime riflessioni, in Dir. bancario, www.dirittobancario.it/approfondimenti, p.2.

102 Esamineremo nel sub-paragrafo seguente l'ipotesi che vi sia.

Di più: il durevole azzeramento neppure può trasformare in gratuito un contratto oneroso. Si può perciò immaginare un obbligo delle parti a rinegoziare in buona fede¹⁰³, o che sia in tal caso il giudice a determinare un tasso equo, sulla falsariga dell'art. 1349 c.c. sulla determinazione da parte del terzo dell'oggetto del contratto con equo apprezzamento. In alternativa non resterebbe che la risoluzione per impossibilità sopravvenuta¹⁰⁴.

In modo meno radicale, ma nella stessa linea, è stata da altra dottrina¹⁰⁵ dubitativamente considerata l'idea che la causa del contratto, la natura di frutto civile degli interessi, la possibilità che il mutuo sia sì gratuito ma il silenzio e quindi (si ipotizza) l'implicita esclusione che possa essere oneroso per il mutuante, nonché il fine di lucro dell'impresa bancaria, introducano nel mutuo, e per estensione concettuale in tutti i contratti di finanziamento, il limite dell'azzeramento degli interessi ("fermo zero"). O, in subordine, giustifichino da parte della banca l'esercizio del *jus variandi*. Anche se a questa dottrina pare di dover escludere che l'inversione dell'Euribor (o altro riferimento) in un contratto a tasso variabile sia il "giustificato motivo" richiesto dalla norma¹⁰⁶ per esercitare il *jus variandi*.

All'inverso di quanto visto nel sub-paragrafo che precede, qui la tesi è mutuata da principi e concetti che si assumono radicati nell'ordinamento. La natura giuridica del contratto e degli interessi farebbe aggio sul fenomeno economico, e correggerebbe gli esiti naturali della scelta negoziale di indicizzazione. Va da sé che per sostenerlo occorre presupporre una precisa presa di posizione in tal senso dell'ordinamento, e dunque non la semplice normalità del valore positivo dell'interesse e della remunerazione del mutuante, ma la sua legale necessità.

Seguendo queste indicazioni dottrinali, nel nostro ordinamento sarebbero la natura stessa degli interessi secondo la loro concezione giuridica ("frutto civile"), e la natura stessa del mutuo come contratto che non ammette "perdita" del mutuante, che osterebbero all'inversione del tasso, nonostante il meccanismo variabile di sua determinazione adottato dalle parti. L'inversione verificatasi nel tasso di riferimento non avrebbe quindi effetto sui rapporti di credito-debito dal momento in cui e per tutto il periodo in cui, nonostante lo *spread*, generasse un saldo periodico di interessi negativo per il finanziatore.

La tesi ha avuto concreto riscontro nella prassi di alcune banche italiane (come tra poco meglio si dirà) ed è stata argomentata espressamente in una recente controversia dinanzi alla Corte di Giustizia UE¹⁰⁷. Le banche spagnole hanno infatti sostenuto in quella sede che la natura dell'operazione e la necessaria stabilità del sistema bancario conducano all'esito del "fermo zero" nelle operazioni di finanzia-

103 F. Civile, Euribor negativo, interessi e clausole floor: prime riflessioni, cit., p. 2.

104 D. Maffei, La causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi ecc, cit., p. 3.

105 Così, ma dubitativamente, A.A. Dolmetta, *Tasso variabile e valori negativi*, in *Riv. dir. bancaria*, 2016, n. 35.

106 Tali argomenti si trovano in parte in A.A. Dolmetta, *Tasso variabile e valori negativi*, cit.

107 Cause riunite C-154/15, C-307/15, C-308/15, Cajasur Banco SAU, ECLI:EU:C:2016:980.

mento, ottenendo sul punto il consenso dell'Avvocato generale¹⁰⁸, ma non della Corte.

Ma la controversia è limitatamente utile ai fini dell'indagine sulla tesi perché il caso annoverava la presenza nei contratti di apposite clausole *floor* e concerneva soprattutto la restituzione di quanto pagato dai mutuatari; quindi meglio se ne dirà qui di seguito.

8.3 La tesi della rilevanza condizionata

La visione *sub c)* ha trovato occasione nella pronta reazione delle banche all'andamento degli indici di riferimento dei contratti a tasso variabile. Gli intermediari, infatti, hanno inteso neutralizzare l'erosione dello *spread* derivante dal sopravvenuto valore negativo del parametro di indicizzazione. Ciò è stato fatto, in via prevalente, applicando clausole di c.d. "tasso minimo" (*floor clauses*) incluse nella modulistica contrattuale¹⁰⁹.

L'assunto di partenza di questa visione è che da un lato il voluto meccanismo di indicizzazione operi quale che sia l'andamento del tasso di riferimento, e dunque anche al caso rovesciando il normale rapporto di credito-debito degli interessi, ma dall'altro possa altrettanto bene esserne voluta una correzione attraverso clausole *ad hoc*. Quelle clausole di limitazione della variazione del tasso di cui si è già parlato in precedenza sotto il profilo finanziario. L'autonomia privata, come può disporre, può limitare la variabilità del tasso.

Si tratta come si vede di una soluzione di nuovo tutta interna all'autonomia privata, che scarta l'assunto – proprio della visione precedentemente esaminata – di una precisa presa di posizione dell'ordinamento a favore del necessario valore positivo dell'interesse e della remunerazione del mutuante.

L'esito dell'inserimento di clausole *floor* nei contratti di finanziamento è ovvio: la determinazione tempo per tempo degli interessi seguirà l'andamento dell'indice di riferimento (più lo *spread* d'uso); ma se l'indice di riferimento diverrà negativo al punto di scendere nonostante lo *spread* sotto il minimo convenuto, il mutuatario continuerà a corrispondere, per tutto il relativo periodo di interessi, il minimo. Può accadere che tale minimo sia pattuito nell'azzeramento ("fermo zero"). In tal caso – pur restando il mutuo secondo la sua causa negoziale oneroso, così come voluto dalle parti – il finanziamento diverrà di fatto gratuito fino al rialzo dell'indice di riferimento. Comunque è esclusa la possibilità di inversione del rapporto di credito-debito.

108 Sulle conclusioni dell'Avvocato Mengozzi nel procedimento di cui alla nota che precede v. S. Pagliantini, L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone di Gentili e della Corte di Giustizia (il dopo Radlinger aspettando le clausole *floor* sullo sfondo del nuovo art. 1190 code civil), in *Contratti*, 2016, p. 1039 ss.

109 Questa sintesi della prassi è derivabile dalla comunicazione della Banca d'Italia del 7 aprile 2016 Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela.

Le clausole *floor* nei finanziamenti non hanno sollevato problemi di legittimità, salvo quanto più avanti si dirà, ma ne hanno sollevati di opponibilità. A volte infatti tali clausole non sono apparse adeguatamente pubblicizzate, e ne è stata a vario titolo ritenuta l'inefficacia nei confronti dei mutuatari, con l'effetto della loro totale disapplicazione e quindi della restituzione delle differenze. Su ciò è intervenuta di recente la Corte di giustizia dell'U.E.¹¹⁰ nella ricordata controversia concernente le banche spagnole, per asseverare la necessità dell'integrale restituzione dell'indebito pagato dal mutuatario quando le clausole *floor* che limitano gli effetti dei tassi negativi siano risultate nulle per abusività.

È opportuno poi ricordare che su questa casistica è intervenuta nel nostro Paese la Banca d'Italia, evidenziando il dovuto rispetto del principio di trasparenza, la necessità di determinare correttamente il tasso cui concorra un indice andato in negativo, e se del caso di procedere alle debite restituzioni¹¹¹. Ed è intervenuta inoltre l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato con un provvedimento del 7 febbraio 2017, che sospende la procedura di infrazione nei confronti di una banca in relazione alla apposizione ai contratti di mutuo di una clausola di tasso minimo, a fronte di una serie di impegni sulla trasparenza del testo, la sua ampia pubblicizzazione, ed un indennizzo straordinario al mutuatario.

Di tali problemi di opponibilità ci si occupa nella terza parte.

9 Il mutuo come paradigma di riferimento

Il fenomeno dei tassi negativi nei contratti di finanziamento non concerne solo il mutuo ma si estende potenzialmente a tutti i contratti "di credito", o "di prestito"¹¹². Loro caratteristica comune è di procurare il godimento di cosa fungibile altrui (così assume la *Nutzungstheorie*). Accanto a questa caratteristica hanno rilievo ai fini della caratterizzazione della categoria anche il fenomeno della consegna e restituzione, e quello della dilazione¹¹³. Elemento invece giuridicamente solo possibile, benché nell'uso quasi onnipresente, è la corresponsione al prestatore di un corrispettivo dell'uso, nella forma appunto di interessi periodici.

Sebbene non la esaurisca, il mutuo è però il paradigma della categoria dei contratti "di credito" e il tipo che più spesso di altri consente ad imprese e privati di acquisire le risorse finanziarie di cui necessitano¹¹⁴. Conviene perciò, per sintesi e salve le peculiarità del prestito obbligazionario di cui si dirà (§ 13), riferire ad esso il discorso di queste pagine. E riferirlo in specie a quella tipologia che è praticata da

110 CGUE Grande Sezione, 21 dicembre 2016, Naranjo c. Cajasur Banco SAU e altri (cause C-154/15, C-307/15, C-308/15). In tema A. Dalmartello, *Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive*, in *Riv. dir. bancario*, 2017, n. 2.

111 Si tratta della già citata comunicazione della Banca d'Italia del 7 aprile 2016 Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela.

112 Sulla categoria E. Colagrosso, G. Molle, *Diritto bancario*, Roma, 1960, p. 340 ss.

113 E. Simonetto, *I contratti di credito*, Padova, 1953, p. 44 ss.

114 Cfr. S. Cherti, *Il mutuo (tra codice civile e legislazione speciale)*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.

banche e enti finanziari, perché, come è stato realisticamente osservato¹¹⁵, è il sistema creditizio a fornire nella maggioranza dei casi le risorse finanziarie, e perciò sono principalmente le banche e le società finanziarie a stipulare in serie questi contratti¹¹⁶. Di qui la centralità del mutuo bancario.

La disciplina civilistica del mutuo è contenuta negli art. 1813 e ss. c.c. ove si delineano le caratteristiche fondamentali di tale negozio e le sue finalità dal punto di vista giuridico: secondo la definizione legale mediante il contratto di mutuo una parte (mutuante) consegna all'altra (mutuatario) una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili, con l'obbligo del mutuatario di restituire altrettante cose della stessa specie e qualità¹¹⁷. Ma in parallelo con la realtà dei fatti, che vede il mutuo bancario al centro della fenomenologia, anche la normativa non si esaurisce in quella dettata dal codice civile, ma si arricchisce di una serie di norme speciali¹¹⁸ le quali, se da un lato rivelano l'attenzione legislativa alla funzione sociale perseguita dagli istituti di credito (art. 47 Cost.), dall'altro incidono in misura così rilevante sulla disciplina applicabile al contratto di mutuo praticata dalle banche, da far pensare ad esso come ad una figura contrattuale tendenzialmente autonoma¹¹⁹, connotata sia – nella prospettiva degli intermediari – dai principi dell'ordinamento sezionale del credito: tutela del risparmio, stabilità degli intermediari; sia – nella prospettiva degli utenti – dai principi del nuovo diritto dei contratti: trasparenza ed equità. Tuttavia, prassi e disciplina speciale arricchiscono, non mutano, la figura. Sotto il profilo causale, la tipologia contrattuale di appartenenza è, e resta, il mutuo come disciplinato dal codice civile¹²⁰.

Sul piano delle prestazioni cui sono tenuti i contraenti, occorre distinguere la posizione contrattuale del mutuante da quella del mutuatario.

Com'è noto, il mutuante, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1813 c.c., è innanzitutto tenuto alla consegna del denaro, o di altre cose fungibili, che passano in proprietà del mutuatario. La consegna perfeziona il contratto (contratto "reale")¹²¹. L'acquisto della

115 P.L. Fausti, *Il mutuo*, in *Tratt. Dir. Civ.*, CNN diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2004.

116 V. Artt. 10 e 106 d.lg. 1 settembre 1993, n.385 (t.u. l. banc.).

117 Sulla nozione e sulla natura giuridica del contratto di mutuo, all'interno dell'ampia letteratura, si veda ad es.: L. Ferroni, *La nuova disciplina del contratto di mutuo ad interessi usurari*, Napoli, 1997; M. Fragali, *del mutuo*, in *Commentario del codice civile*, A. Scialoja - G. Branca (a cura di), Roma, 1966; A. Galasso, *Mutuo e deposito irregolare*, Milano, 1967; B. Gardella Tedeschi, *Mutuo (contratto di)*, in *D. disc. Priv. Sez. comm.*, vol XI, Torino, 1994; G. Giampiccolo, *Mutuo (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, vol. XXVII, Milano, 1977; S. Mazzamuto, *Mutuo di scopo*, in *Enc. giur.*, vol XX, Roma, 1992; L. Nivarra, *Il mutuo*, Milano, 2000; G. Porcelli, *Mutuo (contratto di)*, in *Il Diritto Enc. giur.*, vol. 9, Milano, 2007; A. Riccio, *Il contratto usurario nel diritto civile*, Padova, 2002; G. W. Romagno, *Il mutuo*, Milano, 2000; E. Simonetto, *Mutuo*, in *Enc. giur.*, vol. XX, Roma, 1992; A. Zimatore, *Mutuo di scopo*, Padova, 1985; F. Gambino, *I mutui usurari tra logica imperativa ed analisi economica del diritto*, in *Contr. e Imp.*, 2001, 644; V. Cuffaro (dir.), *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Bologna, 2005; M. Tatarano, *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, Napoli, 2012; A. Orestano, *Il mutuo*, Tratt. Roppo-Benedetti, IV, 2, Milano, 2014.

118 Cfr. Fauceglia, sub art. 1813, in *Dei singoli contratti*, a cura di Valentino, artt. 1803-1860, in *Commentario Gabrielli*, Torino, 2011.

119 Così M. Tatarano, *Il mutuo bancario*, in *I contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2016.

120 Nello stesso senso M. Tatarano, *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, Napoli, 2012; G. Fauceglia, sub art. 1813, in *Comm. C.c., Gabrielli*, 3, Torino, 2011, p. 119 ss.

121 In giurisprudenza, per la tesi della realtà del contratto di mutuo, Cass., 26 marzo 2002, n. 4327, in *Riv. Giur. Edil.*, 2002, I, p. 1015; Cass., 8 marzo 1999, n.1945, in *Foro it.*, 1999; Cass., 21 luglio 1998, n. 7176, in *Contratti*, 1999, con nota di E. Goltara, *Mutuo di scopo e consegna*; Cass., 12 ottobre 1992, n. 11116, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, II, p.2.

proprietà delle cose date a mutuo consente alla parte il pieno diritto di goderne e di disporne. La posizione contrattuale del mutuante non si esaurisce però nella consegna del denaro, ma risulta completata dai generali obblighi di correttezza e buona fede (artt. 1175 e 1375 c.c.), nonché dalle obbligazioni specificatamente previste dalla disciplina codicistica in tema di mutuo¹²², ed ancora da quella del codice del consumo, ove il mutuatario non agisca per finalità professionali, e infine dal testo unico bancario (spec. gli artt. 116-119 t.u.b.). Regole speciali valgono per particolari sotto-tipi (credito al consumo, credito fondiario, credito agrario, ecc.).

Per quanto concerne gli obblighi che sorgono in capo al mutuatario per effetto della conclusione del contratto di mutuo, è possibile affermare che essi siano essenzialmente due: restituire il capitale e, d'uso, corrispondere gli interessi.

Il primo obbligo risulta dalla stessa definizione di mutuo, ove è previsto che il mutuatario è tenuto a «restituire altrettante cose della stessa specie e qualità», il che può avvenire in unica soluzione oppure, come più spesso accade, a rate¹²³. L'obbligazione restitutoria che sorge in capo al mutuatario non può essere considerata come una controprestazione in senso tecnico rispetto alla consegna effettuata dal mutuante. Se così fosse, infatti, si finirebbe con il riconoscere «l'esistenza di una struttura sinallagmatica anche nel mutuo gratuito, ciò che, ovviamente, non può essere»¹²⁴. Deve pertanto ritenersi che l'obbligazione restitutoria della somma mutuatata svolga da un lato una funzione di ripristino della posizione economica-giuridica del mutuante rivestita *ante traditio*, e dell'altro, una «funzione tipizzante», nel senso che, senza di essa, non potrebbe dirsi configurata la fattispecie contrattuale del mutuo, nemmeno nella sua variante gratuita¹²⁵.

Il secondo obbligo (il pagamento degli interessi) – che qui è ovviamente al centro dell'attenzione – non è, in realtà, una conseguenza giuridicamente necessaria del contratto di mutuo. L'onerosità non costituisce infatti un requisito essenziale del mutuo, ma solo l'oggetto di una presunzione *juris tantum* (art. 1815, comma 1, c.c.)¹²⁶, e di una prassi diffusa.

Tra le voci contrarie P. Forchielli, *I contratti reali*, Milano, 1952; A. Di Majo Giaquinto, *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967.

122 Si pensi alla responsabilità del mutuante per danni causati al mutuatario per vizi delle cose date a prestito, di cui all'art. 1821 c.c.

123 Nella quale ipotesi l'art. 1819 c.c. prevede che: «Se [...] il mutuatario non adempie l'obbligo del pagamento anche di una sola rata, il mutuante può chiedere, secondo le circostanze, l'immediata restituzione dell'intero». Per l'applicabilità dell'art. 1819 c.c. al solo mutuo gratuito si veda Cass., 21 febbraio 1995, n. 1861, *Vita notarile*, 1996, 243; nella giurisprudenza di merito T. Monza, 2 maggio 2002, *Giur. Milanese*, 2002, 408).

124 P.L. Fausti, *Il mutuo*, cit. p. 65.

125 Cfr. M. Tatarano, *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, cit., p. 50. Questa obbligazione deve ritenersi comunque caratterizzante ed intangibile. Quindi, se in un mutuo a tasso variabile gli interessi fossero andati in negativo in misura sufficiente a rendere alla scadenza e per questo titolo il mutuatario creditore del mutuante, non per ciò sarebbe intaccato il debito di restituzione del capitale. Semplicemente, le parti si troverebbero nell'adempiere le rispettive obbligazioni ad essere reciprocamente creditrici ed a dover applicare la compensazione dei pagamenti.

126 M. Fragali, *Del mutuo*, cit., p. 384.

Ne deriva la qualificazione del contratto di mutuo in termini di «contratto a causa variabile»¹²⁷, nel senso che esso potrà, a seconda della volontà delle parti, presentarsi nella sua variante onerosa oppure gratuita¹²⁸. Il principio della "causa variabile" del contratto di mutuo va inteso però in riferimento all'astratto, non certo in riferimento ad un caso concreto ed alle sue vicissitudini. In astratto, effettivamente, checché sia della prassi, è possibile che la configurazione del negozio sia a titolo gratuito o oneroso. Ma una volta individuata nello specifico contratto, la sua causa resta quella che è, senza che le vicende possano influire sulla riconducibilità del negozio al tipo individuato dalla volontà delle parti. Vale insomma – pacificamente – il principio di immutabilità della causa, una volta definita all'atto della stipula.

Ciò significa che le sorti dell'obbligazione degli interessi, se pattuiti, non incidono sulla causa del mutuo: esso dunque resta oneroso, o "feneratizio", anche quando per qualsiasi ragione – e una può essere l'andamento del tasso di riferimento nei mutui a tasso variabile – per uno o più periodi non siano dovuti interessi. Vedremo come questo assunto informi di sé la soluzione dei problemi che più avanti si avrà modo di esaminare.

Nel mutuo oneroso gli interessi hanno funzione di corrispettivo dell'uso del denaro, ossia di prezzo del godimento che ne ha chi lo riceve. Come già anticipato, è proprio questo che differenzia la posizione contrattuale del mutuatario nel mutuo oneroso da quella che il medesimo riveste nel mutuo gratuito, e non certo l'integrale restituzione del capitale mutuato, che non può mancare in alcuna delle varianti del contratto qui in esame¹²⁹. La differenza risiede invece nel fatto che solo nel mutuo oneroso il mutuatario, oltre a dover restituire il capitale mutuato, dovrà corrispondere un'ulteriore prestazione accessoria ed omogenea rispetto alla prima, ossia quella degli interessi (art. 1815, comma 1, c.c.)¹³⁰.

Si tratta qui, come è facile intuire, di interessi *corrispettivi*. Essi sono infatti la contropartita del godimento per tutto il tempo per il quale questo perdura, e vengono corrisposti periodicamente. L'obbligo di pagamento degli interessi viene concretizzato nel c.d. piano di ammortamento di cui già si è fatto cenno in precedenza in queste pagine, che, contenendo l'elencazione delle scadenze alle quali capitale e

127 Così M. Tatarano, *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, cit., p. 40 ss.

128 Si rende necessario sottolineare come l'ipotesi di mutuo gratuito, nel contesto dei contratti bancari, rappresenti un caso pressoché di scuola; di fatto la banca, anche qualora decidesse di concedere un mutuo gratuito, non potrà mai concretare una liberalità in senso tecnico e questo per l'ovvia constatazione che, dovendo una banca assumere necessariamente la forma di società di capitali o cooperativa, l'atto donativo risulterebbe quantomeno incoerente con lo scopo di divisione degli utili tra i soci o, rispettivamente, di conseguimento da parte di questi del vantaggio mutualistico. Per un approfondimento sul tema F. Messineo, *Manuale di diritto civile e commerciale*, Milano, 1952; V. R. Casulli, *Donazione (Diritto civile)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1964, XIII.

129 Dato che, come osservato da E. Simonetto, *Mutuo (Disciplina Generale)*, in *Enc. Giur.* Treccani, Roma, 1990, XX, p.7, «la restituzione tende soltanto a far terminare il rapporto e a eliminare lo squilibrio contrattuale».

130 Per ipotesi particolari di mutuo oneroso in cui la prestazione ulteriore, rispetto a quella di restituzione del capitale, può consistere anche in una prestazione di fare o non fare, o in un provento di carattere aleatorio o straordinario v. G. Giampiccolo, *Comodato e mutuo*, in *Tratt. Dir. Civ.*, dir. da G. Grosso e F. Santoro-Passarelli, Milano, 1972.

interessi devono essere pagati, indica precisamente le somme che devono essere corrisposte ad ogni rata a titolo, rispettivamente, di capitale o di interesse¹³¹.

A seconda delle pattuizioni che vengono inserite nel contratto, il tasso d'interesse potrà essere fisso, variabile o presentarsi in forma mista¹³². Laddove sia previsto un tasso di interesse variabile, esso nel mutuo bancario si comporrà d'uso di due elementi: una componente fissa, individuata nello *spread*, ed una componente variabile (ad esempio, il tasso Euribor). In presenza di un tasso variabile, il piano di ammortamento – di cui si è già parlato nel § 2 – non potrà essere predefinito in tutti i suoi dettagli al momento della conclusione del contratto, in quanto il complessivo onere finanziario per interessi di cui si farà carico il mutuatario dipenderà dalla variazione del tasso nel corso del tempo. Ma sebbene non determinato *ex ante*, nel caso di tasso variabile il debito degli interessi dovrà essere almeno esattamente determinabile in base a precisi criteri specificati dall'origine nel contratto, pena la nullità del patto per indeterminatezza (art. 1346 c.c.)¹³³. Si spiega in questa luce l'intervento della Corte di Cassazione in materia di determinazione della misura degli interessi, finalizzato a statuire che la convenzione relativa agli interessi può dirsi validamente stipulata ai sensi dell'art. 1284 comma 2 c.c. soltanto qualora presenti un contenuto assolutamente univoco, con puntuale specificazione del tasso¹³⁴.

Il patto sugli interessi suscita problematiche assai più delicate delle altre clausole del mutuo, perché esso definisce il sinallagma e quindi la ragione di scambio. Ad esso perciò fanno principalmente capo le prescrizioni agli intermediari sul corretto esercizio della funzione creditizia, e le prescrizioni del nuovo diritto dei contratti dei consumatori e degli utenti dei servizi bancari e finanziari sulla trasparenza. L'azzeramento o addirittura l'inversione del tasso contrattuale, che nell'attuale scena-

131 L'Arbitro Bancario Finanziario, Collegio di Roma, con la decisione n. 813 del 12 febbraio 2013 (in www.arbitrobancariofinanziario.it) ha censurato per negligenza il comportamento della banca che ha ommesso di consegnare il piano di ammortamento al cliente.

132 Per un approfondimento sul tema sia consentito rimandare a M. Tatarano, *Il mutuo bancario*, cit., p. 868 ss.

133 Sul punto V. Sangiovanni, *Mutui bancari, ammortamento alla francese e nullità delle clausole sugli interessi per indeterminatezza*, in *Corriere Giuridico*, 8-9/2014.

134 In questo senso Cass., 19 maggio 2010, n. 12276, in *Giust. civ.*, 2011, I, 178: «In tema di contratti di mutuo, affinché una convenzione relativa agli interessi sia validamente stipulata ai sensi dell'art. 1284, 3 comma, c.c., che è norma imperativa, deve avere forma scritta ed un contenuto assolutamente univoco in ordine alla puntuale specificazione del tasso di interesse; tale condizione, che nel regime anteriore all'entrata in vigore della l. n. 154 del 1992 può ritenersi soddisfatta anche *per relationem*, attraverso il richiamo a criteri prestabiliti ed elementi estrinseci, purché obiettivamente individuabili, funzionali alla concreta determinazione del saggio di interesse, postula, nel caso di rinvio alle condizioni usualmente praticate dalle aziende di credito sulla piazza, l'esistenza di discipline vincolanti fissate su scala nazionale con accordi di cartello, restando altrimenti impossibile stabilire a quale previsione le parti abbiano inteso riferirsi in presenza di diverse tipologie di interessi; ove il tasso convenuto sia variabile, è idoneo ai fini della sua precisa individuazione il riferimento a parametri fissati su scala nazionale alla stregua di accordi interbancari, mentre non sono sufficienti generici riferimenti, dai quali non emerga con chiarezza quale previsione le parti abbiano inteso richiamare con la loro pattuizione (in applicazione dei suddetti principi, la suprema corte ha cassato con rinvio la sentenza di merito che, ritenendo valida la clausola che prevedeva la corresponsione di «interessi attivi composti bancari» in un periodo in cui tale prassi era diffusa, ma non esistevano discipline vincolanti, aveva quantificato gli interessi in base al prime rate, benché nella pratica possano trovare applicazione tassi inferiori o superiori)». Nella giurisprudenza di merito si veda, ad esempio, Trib. Milano, sentenza n. 13980 del 30 ottobre 2013, in cui viene stabilito che la presenza, in un contratto di mutuo bancario, di una pluralità di clausole sul tasso d'interesse incompatibili fra loro rende impossibile l'accertamento del tasso effettivamente concordato tra le parti, producendo l'effetto di rendere indeterminabile l'oggetto delle clausole stesse, rendendole nulle, con la conseguenza che gli interessi saranno dovuti nella misura legale, così come previsto dall'art. 1284 c.c.

rio di tassi negativi può verificarsi, pone nuovi e non semplici problemi giuridici. Come vedremo, a chi ritiene che ciò operi automaticamente nel contratto, annullando o invertendo i ruoli di creditore e debitore dell'obbligazione accessoria, si contrappone chi ritiene al contrario che la causa onerosa del mutuo inibisca un simile effetto. La prassi ha fornito una soluzione apponendo alla possibilità di variazione al ribasso un limite negoziale. La cui validità ed opponibilità al mutuatario non sono però pacifiche.

PARTE
TERZA

Sulla disciplina degli effetti dei tassi negativi nel contratto

10 Disciplina *ex lege* e disciplina in caso di apposizione al contratto di clausole *ad hoc*

Fatta ricognizione delle tesi possibili e comunque concretamente sostenute sugli effetti dell'inversione dei tassi (e preso il mutuo come paradigma di riferimento), si può passare ad una loro valutazione critica. Dai suoi esiti potranno poi essere derivate conclusioni sulla disciplina degli effetti dei tassi negativi.

Considerate le tesi in contrasto, risulta evidente che non è realmente in questione che i tassi negativi tendenzialmente si riverberino sulle operazioni a tasso variabile negoziate con gli intermediari dagli utenti di servizi bancari e finanziari. La questione è piuttosto:

- se nel nostro ordinamento sussistano invalicabili limiti legali e/o concettuali all'inversione del tasso;
- in subordine, se possano sussistere validi limiti negoziali (clausole floor).

Occorre dunque anzitutto riconsiderare criticamente ed in sequenza queste due ipotesi.

11 Sulla sussistenza di invalicabili limiti legali e/o concettuali alla inversione del tasso

La tesi illustrata *sub* § 8.2, dell'esistenza di oggettivi limiti legali e concettuali, non può essere seguita. Né la causa di finanziamento o la qualificazione come "frutti civili" degli interessi, né il fine di lucro dell'impresa bancaria e finanziaria, né la stabilità del sistema, sul piano *concettuale*, né l'art. 47 Cost., o gli artt. 820 1284, 1346, 1815 c.c., e 117, 4° c. TUB, su quello *legale*, escludono che il mutuatario e in generale la parte che riceve il finanziamento, possa esigere dal mutuante o finanziatore un accredito a titolo di interesse negativo, se del caso. Mancano pertanto nel

sistema giuridico reali limiti legali e/o concettuali ai tassi negativi nei contratti. Se ne illustrano qui di seguito le ragioni.

Non li esclude la causa del contratto, per plurimi motivi: il mutuo ed in genere i contratti di finanziamento sono stati sì, nella pregressa normalità, caratterizzati dalla remunerazione del prestatore; ma da nessuna parte emerge che questo fosse e sia nella visione del sistema un *essentiale negotii*. Non solo la possibile gratuità del mutuo, ma anche il carattere derogabile e non certo di ordine pubblico delle disposizioni regolatrici, rimettono all'autonomia privata la conformazione del rapporto. E quando sceglie per l'indicizzazione, l'autonomia privata ammette razionalmente anche l'effetto di inversione, se non è espressamente e debitamente manifestata una concorde diversa volontà. Sul piano della qualificazione del contratto indicizzato si potrà discutere se si tratti di contratto legalmente o socialmente tipico con aggiunta di una clausola occasionata da *motivi* che quand'anche determinanti e comuni comunque notoriamente non alterano la *causa*¹³⁵, o invece si tratti di contratto atipico, invalso nella prassi. Ma non si potrà dubitare che si abbia nel primo caso inserimento di una clausola legittima, e nel secondo stipula di un contratto atipico meritevole di tutela¹³⁶, in cui la indicizzazione introduce un elemento di lecita aleatorietà nel rapporto¹³⁷.

Non li esclude la qualificazione come "frutti civili" degli interessi: come detto, il dettato legale non offre una propria concezione degli interessi ispirata ad un principio o concetto dietro il quale stia una scelta di politica legislativa con valore di ordine pubblico, ma semplicemente rinvia alla prassi ed alle concezioni economiche correnti.

Le disposizioni che qualificano l'interesse come frutto civile che rappresenta il corrispettivo del godimento che 'altri' abbia del denaro prestato descrivono, non prescrivono. Sono già nel sistema tipi di interessi che non rispondono a questa nozione (essenzialmente i moratori) che, dimostrandone la relatività, dimostrano che nessuna scelta inderogabile è stata in materia compiuta dall'ordinamento. Il che apre alla possibilità anche giuridica di una diversa casistica, come quella dell'inversione del tasso.

Né li escludono il lucro o la stabilità dell'impresa bancaria: a questi argomenti si è giustamente risposto che, anzitutto, una temporanea inversione del tasso non comporta necessariamente che l'intera operazione approdi ad un saldo negativo per la banca nel rapporto con il cliente, e che comunque il fine in astratto del lucro non vale a garantirlo forzosamente in concreto; e poi che la "sana e prudente gestio-

135 Appare dunque in sé giusta l'affermazione della dottrina (D. Maffei, *La causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi* ecc, cit., nel § 2) accolta in queste pagine che la causa del contratto sia insensibile alle vicende sopravvenute, ma proprio per ciò non appare vera l'affermazione che il fatto dell'inversione dell'indice di riferimento determinerebbe una inammissibile variazione sopravvenuta della causa.

136 Nessuno ha mai dubitato della meritevolezza dei contratti indicizzati, o comunque della legittimità della clausola di indicizzazione.

137 Sull'alea E. Gabrielli, *Alea*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 1988: «l'inserzione dell'elemento aleatorio non produce una vera trasformazione causale del contratto, ma unicamente una estensione dell'alea convenzionale del tipo contrattuale» (p. 3).

ne" dell'impresa bancaria di cui all'art. 5 TUB e in generale l'esigenza di stabilità del sistema creditizio può legittimare le banche a introdurre clausole "fermo zero", ma non può supplirne la mancanza. Né – si è osservato – è possibile qui ricorrere al *jus variandi*, perché l'art. 118 TUB lo consente per mutare *in pejus* clausole che sono nel contratto, non per introdurre clausole che non ci sono.

Né si riscontrano nel sistema giuridico reali limiti legali ai tassi negativi nei contratti.

Quanto al principio ricavabile dall'art. 47 Cost. si è detto in precedenza come nella lettura corrente la tutela del risparmio si realizzi attraverso una legislazione sull'esercizio del credito che ne garantisce l'organizzazione, la solvibilità e la stabilità. Ma questo, come non garantisce anche la redditività dei singoli impieghi del risparmio, neppure significa che il caso o l'errore di valutazione non possa determinare a carico dell'intermediario bancario, in singole operazioni, mancati profitti o addirittura perdite.

Nemmeno le disposizioni degli artt. 820, 1284, 1346, 1815 c.c., e 117, 4° c. TUB escludono la possibilità dell'inversione del tasso nei contratti a tasso variabile: esse regolano la normalità, non la necessità, dei casi ivi considerati. Una normalità legata ad uno scenario (i tassi positivi) storicamente dominante ma estraneo a qualsiasi indirizzo di politica legislativa che non sia quello di rimettere al mercato ed alle parti la conformazione dell'operazione.

Una conferma di ciò si ha anche dalla consolidata giurisprudenza sull'anatocismo, costruita sul presupposto che le regole con cui tradizionalmente sono governati gli interessi nella contrattazione bancaria non siano usi normativi, cioè scelte fatte proprie dal sistema giuridico, ma semplici usi negoziali, cioè scelte consentite all'autonomia privata ma estranee ad una presa di posizione del sistema dettata da specifiche esigenze di politica del diritto¹³⁸.

Né limiti concettuali, né legali, dunque. E può essere utile aggiungere una considerazione che emerge pianamente dalle disposizioni del diritto generale dei contratti per il caso di sopravvenuta onerosità che fuoriesca dal progetto di scambio previsto. Sebbene il fenomeno dei tassi negativi appaia rispetto alla storia eccezionale ed imprevedibile, almeno prima del suo pieno manifestarsi, e possa produrre a carico del finanziatore forte onerosità quando inverte il rapporto tanto incisivamente e durevolmente da condurre per quest'ultimo una remunerazione negativa per l'operazione di impiego, osta all'invocazione della regola dell'art. 1467, 1° comma, c.c., quella del 2° comma, in quanto la volontà dell'indicizzazione riconduce l'inversione nell'alea normale del contratto¹³⁹.

138 Cfr. tra molte Cass., 11 novembre 1999, n. 12507, in *Corriere giur.*, 1999, p. 1485, con nt. di Carbone.

139 Per un caso affine Cass., 21 aprile 2011, n. 9263, in *RFI*, 2011, *Contratto in genere*, n. 521, in tema di alea normale del mutuo che per volontà delle parti sia legato ad un indice variabile (nella specie le fluttuazioni di mercato della valuta estera). Nello stesso senso Cass., 17 luglio 2003, n. 11200, *ivi*, 2003, *Contratto in genere*, n. 584.

In sintesi: non sussistono limiti concettuali e legali che ostino all'ipotesi che a seguito dell'inversione dell'indice di riferimento il rapporto di credito-debito degli interessi tra finanziatore e finanziato nei contratti a tasso variabile si possa alterare e al caso invertire portando il finanziatore a una remunerazione negativa.

12 Sulla possibile sussistenza di validi limiti negoziali (clausole *floor*)

Deve ora essere considerata la questione se i limiti che non derivano dalla legge possano derivare dall'autonomia privata. Se, cioè, possano sussistere validi limiti negoziali (clausole *floor*) al pieno rovesciamento dell'obbligazione degli interessi.

Emerge subito da quanto sopra – che cioè l'indirizzo di politica legislativa in materia è quello di rimettere al mercato ed alle parti la conformazione dell'operazione – che in sé la liceità del ricorso a clausole *floor* o "fermo zero" non è in questione. In altre parole: come è rimesso all'autonomia privata, attraverso la scelta dell'indicizzazione, aprire ad una disciplina dei contratti e degli interessi esposta a rovesciare la normalità del tasso positivo e della remunerazione del mutuante, così è rimesso all'autonomia privata limitare o correggere questi possibili effetti dell'indicizzazione, attraverso clausole apposite. Non sembra perciò utile indagare ulteriormente il punto che può darsi per pacifico.

La questione che realmente si pone, e che ha avuto l'attenzione della dottrina è un'altra. È certamente legittimo il ricorso a clausole *floor* nei contratti di finanziamento (e di investimento), ma con due limiti: uno certo, la *trasparenza*, l'altro possibile, l'*equilibrio*.

12.1 Sulla trasparenza necessaria

Limite certo è la trasparenza. Il principio è saldamente radicato nel nuovo diritto dei contratti dei consumatori e degli utenti dei servizi bancari e finanziari, e trova base esplicita nella normativa. Questo perché il nuovo diritto dei contratti, sebbene resti estraneo a qualsiasi intervento di *contenuto* della negoziazione (che può dunque forgiare come crede l'obbligazione degli interessi e quindi anche agganciarla ad indici variabili suscettibili di invertire il rapporto limitandone l'operatività con clausole di tasso minimo), non resta però estraneo a interventi di garanzia della *razionalità procedurale* della negoziazione. Nel diritto dei consumatori, e degli utenti dei servizi bancari e finanziari, è condizione di legittimità della scelta negoziale – quale che essa sia: la libertà non è toccata – che tale scelta sia libera e consapevole, e formulata ed espressa sulla base di un consenso informato.

Sulla trasparenza nelle operazioni finanziarie

Si è accennato in precedenza come il principio di tutela del risparmio sancito dalla Costituzione si sia tradotto in un ordinamento sezionale del credito inteso a garantire la stabilità e l'efficienza, in vista del massimo possibile sviluppo economico. Ed in questa chiave vanno visti anche gli interventi delle banche centrali intesi a stimolare l'economia attraverso manovre sui tassi di interesse che possono generare l'inusuale fenomeno dei tassi negativi. Ma il disegno legislativo si completa solo considerando come con questo approccio macroeconomico e – se così si può dire – macrogiuridico, concorra un approccio legislativo microeconomico inteso alla efficienza delle singole operazioni finanziarie. Lo specifico principio che lo anima – che deve molto all'azione dell'UE in questo campo – è il principio di *trasparenza*: assicurare all'operatore, anche non professionale, una adeguata informazione sui prodotti finanziari, sulle condizioni contrattuali, sulle opportunità e rischi connessi, in modo da rendergli possibile una scelta consapevole. Va da sé che l'efficienza delle singole scelte vuole concorrere all'efficienza generale del sistema.

La disciplina del codice civile già imponeva alle parti nella negoziazione il dovere di correttezza e di buona fede, applicabile ovviamente anche ai contratti ed alle operazioni finanziarie. Per alcuni decenni dopo la promulgazione del codice la giurisprudenza ha dato scarsa importanza a queste clausole generali. Ne risultava dominante il principio *caveat emptor* che di base ispirava il diritto dei contratti consolidatosi con le codificazioni.

La situazione è mutata con l'avvento a partire dagli anni ottanta del secolo scorso del nuovo diritto dei contratti di origine comunitaria, inteso a proteggere i consumatori ed utenti dei servizi di interesse generale dalle asimmetrie informative che li caratterizzano¹⁴⁰, soprattutto attraverso regole di trasparenza del contratto e di obblighi di informazione a carico del contraente professionale¹⁴¹. Da un lato sono state introdotte nella normativa speciale¹⁴² numerose regole di comportamento a carico del professionista tendenti allo scopo di formare nella controparte un consenso informato¹⁴³. Dall'altro sono stati rivalutati ed espansi interpretativamente i criteri di buona fede e correttezza già presenti nel codice¹⁴⁴.

Di qui una dettagliata legislazione speciale, che è opportuno illustrare distin-

140 M. De Poli, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.

141 D. Russo, *Sull'informazione nei contratti*, Napoli, 2016; R. Senigaglia, *Accesso all'informazione e trasparenza: profili della conoscenza nel diritto dei contratti*, Padova, 2007; E. Morelato, *Nuovi requisiti di forma nel contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006.

142 Essenzialmente con il TUB, d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, integrato e modificato da successive revisioni.

143 P. Gaggero, *La trasparenza del contratto. Per un'analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Milano, 2011; G. Alpa, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003; A. Scarpello, *L'illecito da informazione economica e le nuove frontiere della responsabilità civile*, Milano, 1998.

144 F. Piraino, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015. In giurisprudenza Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, in *Foro it.*, 2016, I, 1703, n. Pardolesi P., e in *Nuova giur. civ.*, 2016, 1063, n. Scaglione, e in *Contratti*, 2016, 986, n. Alberti: «La violazione dell'obbligo di comportarsi in buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata o di conclusione di un contratto invalido, ma anche nell'ipotesi in cui il contratto, valido, risulti pregiudizievole per la parte vittima dell'altrui comportamento scorretto».

guendo tra le disposizioni specificamente dettate per i contratti bancari e quelle invece dettate per i prodotti finanziari.

Trasparenza e informazione nei contratti bancari

Oggi la legislazione speciale in materia bancaria reca una serie di disposizioni dedicate alla "trasparenza delle condizioni contrattuali ed ai rapporti con i clienti"¹⁴⁵. Essa persegue lo scopo di rendere preventivamente note al cliente le condizioni contrattuali, e dunque di un consenso informato, ma anche di consentire la concorrenza tra gli intermediari¹⁴⁶. Con essa non viene contrastata la prassi della predisposizione da parte del professionista del regolamento contrattuale¹⁴⁷. Ma questa discrezionalità trova limite nel potere del CICR di dettare disposizioni relative alla forma e al contenuto dei contratti, all'indicazione ed al calcolo dei tassi di interesse e di ogni altro prezzo o condizione praticati, agli elementi essenziali da indicare nella pubblicità e nelle offerte, alla forma, nonché nel potere della Banca d'Italia di prescrivere per certi tipi di contratto un contenuto tipico determinato¹⁴⁸. Le condizioni contrattuali ed in specie i tassi di interesse e gli altri prezzi e condizioni debbono essere dettagliatamente pubblicizzati; e dettagliatamente indicati nel testo del contratto e/o nei suoi allegati senza di che subentrano i tassi minimo e massimo dei bot e le condizioni pubblicizzate (e se non pubblicizzate nulla è dovuto)¹⁴⁹. Nei contratti di durata le condizioni così pattuite sono modificabili dalla banca solo se il cliente ne abbia specificamente approvato il *jus variandi* e solo per giustificati motivi. I tassi di interesse dei contratti a termine non sono mai modificabili¹⁵⁰.

Le condizioni normalmente predisposte dalla banca nel rispetto di questa griglia operativa debbono essere redatte "con modalità che garantiscano la correttezza, la completezza e la comprensibilità delle informazioni, così da consentire al cliente di capire le caratteristiche e i costi del servizio, confrontare con facilità i prodotti, adottare decisioni ponderate e consapevoli"¹⁵¹. Esse sono rese note non solo con la consegna preventiva di copia del contratto (e prima ancora con adeguati strumenti di pubblicità) ma anche con la consegna di fogli informativi esplicativi dettagliati e chiari, che rechino quanto alle condizioni economiche una simulazione dell'impatto sull'ammontare globale da rimborsare a scadenza.

È osservazione pacifica che la disciplina della trasparenza rimedi alla debolezza

145 TUB, artt. 115-128 *ter*.

146 Cfr. il provvedimento della Banca d'Italia del 29 luglio 2009 (come modificato dal provvedimento del 15 luglio 2015) *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari; correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, art. 1.1.

147 P. Gaggero, *cit.*, p. 65.

148 TUB, artt. 116, 2° e 3° c, art. 117.

149 TUB, artt. 116, 1° c., e 117, 7° c.

150 TUB, art. 118, 1° c.

Sullo *jus variandi* M. Gambini, *Fondamento e limiti dello jus variandi*, Napoli, 2000; A. Barenghi, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005; G. Iorio, *Le clausole attributive dello jus variandi*, Milano, 2008; P. Gaggero, *La modificazione unilaterale dei contratti bancari*, Padova, 1999.

151 Provvedimento della Banca d'Italia del 29 luglio 2009, art. 1.3.

negoziale del cliente che derivi da asimmetria informativa. Da questo punto di vista essa è anzitutto strumento di preservazione del mercato, correzione di suoi fallimenti, e di riflesso di protezione del cliente. Quanto efficace sia poi il rimedio¹⁵² (se per esempio l'informazione generi davvero comprensione, se la possibilità di comparare le offerte produca efficiente selezione della controparte bancaria) è altra questione.

È invece controverso se essa debba servire e concretamente serva a rimediare alla debolezza contrattuale che derivi da minor forza negoziale. Se insomma con la trasparenza si debba e possa garantire anche una complessiva equità della contrattazione, in termini di equilibrio tra le parti. Ma allo stato un intervento legale sull'equilibrio contrattuale sembra esservi solo nell'area dei contratti con gli utenti dei servizi bancari per esigenze non professionali e solo in relazione alle clausole normative dei patti. Da che la conclusione che i tassi di interesse, che nei contratti di finanziamento a titolo oneroso assolvono la funzione di corrispettivo ed individuano la ragione di scambio, siano rimessi alla libera ed insindacabile scelta delle parti purché espressa in clausole trasparenti e sulla base di adeguata informazione.

Di qui il principio per cui le clausole che definiscono le condizioni economiche e normative dello scambio non sono valide se non siano espressamente e *trasparentemente* inserite dall'origine nei contratti di finanziamento a tasso variabile. Un principio facilmente evincibile dall'art. 34 del Codice del consumo, e – con maggiore attinenza alla nostra materia – dagli artt. 117, 4° c., TUB, letto alla luce dei provvedimenti della Banca d'Italia sulla *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti* del 29 luglio 2009, e del 9 febbraio 2011, e 21, 1° c., lett. a) del TUF, letto alla luce del Regolamento Consob n. 16190/2007, spec. art. 28. A ciò tendono specifici obblighi di informazione, a carico del professionista, e tassativi requisiti di chiarezza e comprensibilità del contratto, a favore della controparte¹⁵³.

Si è fatta questione di quando la clausola possa ritenersi trasparente. È requisito ovvio che essa sia presente nella complessiva documentazione contrattuale, e formulata con un testo chiaro e comprensibile anche ad un utente dei servizi bancari e finanziari non particolarmente qualificato. Ma da qualcuno in dottrina si esige oltre

152 Dubbi, tra altri, in G. Greco, *Trasparenza bancaria e condizioni generali alla luce della direttiva sulle clausole abusive*, in *Studi e ricerche*, 1995, p. 60 ss.

153 È pacifico che il dovere di trasparenza investa, nel campo dell'intermediazione finanziaria anche gli investitori qualificati: T. Milano, 19 aprile 2011, in *Contratti*, 2011, 761, n. Autelitano: «L'intermediario finanziario è tenuto, anche quando il cliente sia un operatore qualificato di cui all'art. 31 reg. Consob n. 11592/1998, ad osservare l'obbligo di comportarsi con diligenza, professionalità, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, previsto dall'art. 21 lett. a) t.u.f.; gli artt. 27, 28 e 29 reg. Consob n. 11592/1998, in materia di adeguatezza, informazione e conflitto d'interessi, prevedono adempimenti ulteriori, con funzione integrativa e non derogatoria, rispetto al predetto obbligo di fonte primaria»; T. Orvieto, 12 giugno 2006, in *Rass. giur. umbra*, 2007, 628, n. Tuccani: «Il fatto che il cliente sia un investitore esperto di strumenti finanziari non esime la banca dall'obbligo di fornire una completa e corretta informazione in tutte le fasi del rapporto, obbligo che sussiste sia al momento della proposizione dell'investimento sia successivamente, in conformità alla trasparenza e alla buona fede contrattuale imposte dal legislatore». Ad essi però la normativa vigente riserva una qualche attenuazione della protezione, in termini di ampiezza dell'informazione dovuta: cfr. l'art. 34 del Regolamento Consob n. 16190/2007.

che una particolare chiarezza una particolare evidenza¹⁵⁴. E sul punto, se non è decisivo è significativo che l'AGCM¹⁵⁵ abbia sospeso la procedura di infrazione avviata a fronte di specifici impegni dell'intermediario bancario a mettere in speciale evidenza nelle parti iniziali del modello SECCI, del foglio informativo, delle Informazioni generali e del Prospetto Informativo europeo Standardizzato la clausola sul tasso minimo, ed a ricordarla annualmente al mutuatario.

Questione rilevante è poi quali siano gli effetti del difetto di trasparenza. La questione a prima vista si presenta dubbia.

Una prima prospettiva condurrebbe a dire, seguendo l'indirizzo asseverato dalle Sezioni Unite della Corte Suprema¹⁵⁶, che si tratta di violazione di un dovere di comportamento e che quindi la sanzione è il risarcimento del danno precontrattuale (ma comprensivo dell'interesse contrattuale positivo, come la Corte ha chiarito).

Una diversa prospettiva però considera che il difetto di trasparenza sia in sé un caso di "vessatorietà", e quindi di nullità della clausola. Né varrebbe – secondo questa prospettiva – obiettare che la valutazione di vessatorietà è per natura estranea "alla adeguatezza del corrispettivo" (quale l'interesse certamente è in questi contratti), perché è testuale nella legge la previsione del sindacato di vessatorietà anche sulle clausole economiche se il corrispettivo non sia individuato in modo chiaro e comprensibile¹⁵⁷. E non è certo senza significato che la Corte di giustizia UE non abbia esitato nella controversia delle banche spagnole sopra citata a presupporre la vessatorietà di clausole *floor* che il *Tribunal Supremo* aveva però ritenuto non trasparenti, per fondarvi l'obbligo di piena restituzione della differenza.

A ben vedere la questione è di non difficile soluzione, e agli effetti pratici non molto rilevante.

La soluzione passa per la constatazione che la trasparenza è, al contempo, un dovere di comportamento dell'intermediario quando si tratta di fornire in modo chiaro e comprensibile le informazioni, ma anche un requisito di contenuto del contratto quando si tratta di redigerne le clausole. Se – seguendo la nostra Cassazione – alla prima violazione, di regole di comportamento, consegue solo il danno, alla seconda però, di regole di contenuto, consegue pianamente la nullità. Del resto, come sopra detto, è esplicito nel dettato legale che anche la clausola sull'oggetto del contratto

154 A.A. Dolmetta, op. cit., p. 4.

155 Cfr. il provvedimento del 7 febbraio 2017, cit.

156 Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Contratti*, 2008, 221, n. Sangiovanni, e in *Giur. it.*, 2008, 347, n. Cottino, e in *Dir. fallim.*, 2008, II, 1, n. Sartori: «La violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione; in nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1° comma, c.c. ».

157 Cfr. l'art. 34, 2° c., del Codice del consumo.

che produca significativo squilibrio tra il dare e l'avere se non sia trasparente ("chiara e comprensibile") sia nulla, come le clausole normative vessatorie.

L'irrilevanza pratica deriva dal fatto che l'effetto risarcitorio che segue alla violazione di una regola di comportamento finisce qui per lo più per coincidere con l'effetto restitutorio che consegue alla nullità di una regola del contenuto negoziale: in sostanza in un caso e nell'altro il cliente ha diritto al recupero delle differenze. L'unica differenza rilevante è l'onere processuale di corredare la domanda di accertamento della nullità per vessatorietà di una domanda restitutoria di condanna.

Discende da ciò la conclusione che le clausole *floor*, oggi diffuse nella prassi dei mutui a tasso variabile, siano legittime solo se formulate in modo chiaro e comprensibile e dotate di adeguata evidenza.

12.2 L'interpretazione del "derivato implicito"

Una diversa valutazione, negativa, della legittimità delle clausole *floor* inserite in contratti di mutuo a tasso variabile è data da quella dottrina per cui tale clausola rappresenterebbe un *derivato implicito* (*embedded derivative*) inserito nel contratto bancario¹⁵⁸. Occorre quindi preliminarmente ricordare questa costruzione e valutarla criticamente.

Il *floor* – si dice – non sarebbe una mera tecnica di determinazione del prezzo, o meglio della rata di interessi, ma un autonomo contratto di *interest rate floor* e quindi un'opzione su tasso d'interesse¹⁵⁹. Tutto ciò darebbe vita a un derivato "il cui *payoff* dipende dal valore del sottostante (*underlying*)"¹⁶⁰, che viene incorporato nel contratto *host* di mutuo a tasso variabile, e che – si sostiene¹⁶¹ – "modifica il funzionamento del contratto ospite alla luce di una variabile esterna che incide sulla rego-

158 A.A. Dolmetta, Di derivati impliciti e di derivati apparenti, in Riv. dir. bancario, *dirittobancario.it*, 21, 2016; F. Sartori, Sulla clausola *floor* nei contratti di mutuo, in *Contratto e impresa*, 2015, p. 698 ss; F. Greco, La violazione della regola di trasparenza nel mutuo con tasso *floor* ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito, in *Resp. civ. e prev.*, 2015, p. 25 ss.; D. Maffei, I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento, in *Società*, 2016, p.1385; la tesi del derivato incorporato nei contratti di credito è criticata con buoni argomenti da E. Girino, I derivati 'impliciti': virtù e vizi della scomposizione, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2016, spec. § 3; nonché da F. Caputo Nasseti, Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nel leasing, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 352 ss. Una definizione dei derivati incorporati è nel § 4.3.1. del Regolamento UE 2067/2016, ma è finalizzata alla redazione del bilancio ed alla valutazione finanziaria. Essa è imperniata sulla caratteristica di "determinare una modifica dei flussi finanziari".

159 Così essa è presentata nei documenti informativi di molte banche (cfr. ad es. il Documento Informativo di Banca Ifis, nel §1. 4, alla voce (*Interest Rate Floor*)).

160 F. Sartori, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, cit., § 4, che richiama ai fini definitivi il principio IAS 39, § 10. La dottrina giuridica favorevole alla tesi della clausola *floor* nei finanziamenti come 'derivato implicito' è molto influenzata dall'approccio finanziario al caso e dalle tecniche contabili, come il principio IFRS 9, l'art. 2426, 11°-bis c.c., i criteri della circolare della Banca d'Italia n. 262/2005 in materia di formazione del bilancio. Ma non pare che queste tecniche siano significative per la qualificazione giuridica.

161 F. Sartori, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contratto e impresa*, cit., § 5.

lazione futura dei flussi di cassa"¹⁶². A questa configurazione si è allineata qualche pronuncia di giudici di merito¹⁶³.

Così configurata la fattispecie, prevalentemente ai fini della individuazione delle specifiche regole di informazione e trasparenza applicabili alla specie, ravvisate in quelle del TUF¹⁶⁴, taluno degli esponenti di questa dottrina passa ad osservare che a ben vedere la clausola in questione non concernerebbe (solo) il prezzo del servizio e quindi l'oggetto del contratto e l'adeguatezza del corrispettivo, e quindi non sarebbe mera clausola economica come tale esclusa dal sindacato di vessatorietà se chiara e comprensibile, ma concernerebbe prima e soprattutto la distribuzione del rischio dell'andamento del sottostante¹⁶⁵, e quindi sarebbe secondo tale indirizzo di pensiero clausola normativa e perciò sindacabile, e nulla se produttiva di "significativo squilibrio". E lo squilibrio sarebbe evidente, e non si potrebbe ritenere che la clausola superi il giudizio di vessatorietà, quando la distribuzione dei rischi sia "non simmetrica". E non simmetrica sarebbe quando – il caso è quello di un cliente che stipuli con la banca un finanziamento a tasso variabile con *floor* – nessuna riduzione dell'usuale *spread* con cui si determina il tasso contrattuale rispetto al tasso di riferimento sia concessa al mutuatario, o quando non sia pagato dalla banca che acquista il *floor* il premio o *up front* consueto per questi derivati.

Ferme restando le considerazioni dal punto di vista della finanza (*supra*, § 2), in termini giuridici la dottrina ora ricordata suscita perplessità. Per due ordini di ragioni.

Anzitutto la qualificazione del *floor* come derivato implicito che ne costituisce il fondamento sembra affetta da plurimi dubbi sulla tenuta della costruzione concettuale.

Primo: il cosiddetto *floor* non pare avere realmente le caratteristiche di un contratto concettualmente autonomo quantunque *embedded* nel contratto di mutuo. A ben vedere non è nemmeno facilmente configurabile come una sua clausola autonoma. Esso infatti di per sé non determina alcun diritto od obbligazione tra le parti: l'obbligazione degli interessi deriva piuttosto dalla complessiva clausola sul tasso variabile, non certo dal *floor* che senza determinare di per sé alcuna obbligazione semplicemente concorre a precisare i termini della variazione. Ma non può essere considerato autonomo "contratto" quel che in sé non determina ma solo concorre a precisare i rispettivi diritti e obblighi. Sostenere il contrario sarebbe come considerare autonomo contratto l'individuazione in un patto del termine per l'adempimento o del

162 Questa configurazione come derivato comporterebbe che gli obblighi di informazione che gravano sul professionista non siano più (solo) quelli del TUB ma (anche) quelli del TUF (in tema F. Civale, *Clausole floor nei contratti di mutuo e di leasing: prime riflessioni*, in *Giustizia civile. Com.*, 2015, p. 4).

163 Trib. Udine, 15 maggio 2015, n. 711; Trib. Udine, 29 febbraio 2016.

164 Ma occorre ricordare che la Banca d'Italia in sede regolamentare (Banca d'Italia, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, Sez. I, n. 1.1) ha stabilito che in caso di prodotti composti la cui finalità preponderante non sia di investimento ma di finanziamento si applicano in via esclusiva anche a fini informativi le disposizioni del TUB. In senso contrario Trib. Udine, 15 maggio 2015, n. 711, cit.

165 Contra F. Civale, *Clausole floor nei contratti di mutuo e di leasing: prime riflessioni*, in *Giustizia civile. Com.*, 2015, p. 6.

luogo di consegna. Il *floor* è piuttosto *un frammento della clausola* sul tasso contrattuale variabile, determinato dal concorso di tre fattori: il tasso variabile di riferimento (di mercato), lo *spread*, e appunto il *floor*. Tutta la sua funzione si riduce ad individuare il limite inferiore della variazione.

Secondo: "derivato", cioè strumento finanziario dipendente nel suo ammontare da un "sottostante", non è certo il *floor*. Se adottiamo la nozione corrente di derivato come strumento il cui valore varia di riflesso di una variabile esterna "sottostante", tale non è certo il *floor che non varia affatto*, ma piuttosto il tasso variabile contrattuale che – tenuto conto dell'accrescimento determinato dallo *spread* e del limite imposto dal *floor* – varia in ragione del tasso di riferimento. Sarebbe allora *non certo il limite fisso dato dal floor, ma la clausola che determina un tasso variabile* attraverso un riferimento esterno, la clausola cioè che determina la variazione degli interessi, il "derivato implicito" incuneato nel contratto di mutuo. Ma questo significherebbe che ogni mutuo a tasso variabile sarebbe in sé un contratto derivato, a prescindere dal *floor*; nessuno però ha mai sostenuto che i mutui "a tasso variabile", o i loro interessi variabili, siano, solo perché tali, tutti dei derivati (anche senza *floor*)¹⁶⁶. E comunque – come si vede – la variabile derivazione che qualifica un derivato non è concettualmente riferibile ad un *floor*¹⁶⁷.

Poi appare affetta da petizione di principio. Essa assume acriticamente che le clausole "economiche", cioè di determinazione dell'oggetto o corrispettivo del contratto, se siano configurabili anche come clausole normative (qui di distribuzione del rischio) cioè attributive di diritti e obblighi, divengano anch'esse soggette al sindacato di vessatorietà. Ma questo è del tutto indimostrato, e sembra contrario al dettato legale e contrario alla *ratio legis*.

Indimostrato: non esiste alcun argomento per affermarlo; in astratto è tanto possibile questo quanto l'inverso, e sarebbe assai più facile pensare che se in un contratto il "prezzo" di un bene fosse un obbligo (ad esempio: un consumatore riceve in uso un *software* e lo "paga" assumendo a suo carico i costi di tutti gli aggiornamenti richiesti dall'uso e consentiti dal progresso informatico) tale clausola (anche "normativa" in quanto clausola di determinazione del corrispettivo sfuggirebbe (quand'anche rendesse significativamente costoso l'uso del *software*) a qualsiasi giudizio di vessatorietà (purché trasparente).

Comunque sembra contrario al dettato legale: disposizioni come il 4° ed il 5° comma dell'art. 33 del cod. cons. dimostrano che certe clausole "normative" (come quelle ivi citate sulla variazione del tasso di interesse nei contratti finanziari ed in generale sul loro "prezzo") in quanto anzitutto "economiche" sfuggono al sindacato di vessatorietà.

Infine sembra contrario alla *ratio legis*: anche il nuovo diritto contrattuale di matrice europea ha per principio la libertà contrattuale. Un "abuso" del prezzo è in

166 L'insostenibilità, con specifico riferimento al mutuo a tasso variabile, è argomentata da E. Girino, *I derivati 'impliciti': virtù e vizi della scomposizione*, cit., § 6, § 7.

167 Che poi il *floor* sia un frammento di clausola assai diffuso nella conformazione dei derivati è dato del tutto influente alla qualificazione come derivato di ciò cui il *floor* è apposto.

esso impensabile. L'abuso può solo riferirsi a ciò che in nessun senso esprime la ragione di scambio¹⁶⁸. È assolutamente pacifico che il nostro sistema giuridico sia ispirato al principio della insindacabilità del corrispettivo¹⁶⁹. E tale appare anche il nuovo diritto dei contratti che sottrae al sindacato sull'equilibrio le clausole che definiscono l'adeguatezza del corrispettivo dei beni e servizi.

Ne segue che la configurazione del *floor* come "derivato implicito" non appare convincente; e che comunque, anche assumendola come corretta qualificazione della fattispecie, detta qualificazione concernendo una clausola insindacabile di determinazione del corrispettivo del servizio finanziario non legittimerebbe un sindacato di vessatorietà. In tal senso del resto è la giurisprudenza dell'ABF¹⁷⁰.

Di tale sindacato di vessatorietà oltretutto sarebbe assai imbarazzante fissare i parametri. E non si potrebbe farlo senza contraddire i precetti legali sul modo di valutare la vessatorietà.

Evidente la violazione della legge. Per individuare il preteso significativo squilibrio "nella distribuzione dei rischi", "tenendo conto della natura del bene" – qui l'uso del denaro – "e facendo riferimento alle circostanze esistenti al momento della conclusione del contratto"¹⁷¹ – qui il mondo attuale dei tassi di mercato anche negativi –, occorrerebbe poter sostenere che laddove grazie al *floor* scema il rischio in favore della banca, non scema anzi cresce il rischio corso dal mutuatario. Ma un giudizio di vessatorietà fondato sul mero dato teorico della mancanza di una clausola simmetrica presupporrebbe proprio una valutazione fatta in astratto e riferita ad un futuro ipotetico (la possibilità che nella durata del contratto si verifichi un significativo rialzo dei tassi), là dove la legge la vuole fatta in concreto, e riferita ad un presente reale: le circostanze presenti al momento della stipula (art. 34. 1° c., cod. cons.).

Peraltro, dal punto di vista della valutazione finanziaria, è stato evidenziato (*supra*, § 2) che se, da una parte, l'analisi "per componenti" può servire a rafforzare gli elementi a sostegno della scelta di stipulare il contratto o ad assolvere finalità di tipo contabile (ad esempio, ai fini IAS-IFRS), dall'altra, la regola di indicizzazione e tutte le sue componenti determinano – congiuntamente – la ragione economica del contrat-

168 Una conferma è nella decisione della Corte di giustizia dell'Unione Europea, 30 aprile 2014, nel procedimento 26/13, Árpád Kásler, che sottrae al controllo di vessatorietà qualunque clausola che "fissi una prestazione essenziale del contratto e come tale lo caratterizzi". Utile sapere che la decisione concerneva proprio un contratto di mutuo. Ovvio pensare che la clausola sul tasso fissi una prestazione essenziale del mutuo o lo caratterizzi (non a caso si parla di mutui "a tasso fisso/variabile" come specifiche tipologie).

169 "Punto di partenza è il *principio di libertà contrattuale*, da cui consegue la tendenziale incompetenza dell'autorità pubblica – legge, amministrazione, giurisdizione – a sindacare le scelte dei privati contraenti, e in particolare i termini economici dei loro scambi (salvo negli specifici settori in cui si ritiene opportuno un controllo pubblico dei prezzi). Il *principio dell'insindacabilità del corrispettivo* emerge con chiarezza da dati di sistema. La disciplina della *rescissione* indica che lo squilibrio economico dello scambio contrattuale non è rilevante, se non in casi estremi in cui la contrattazione risulti inquinata da circostanze anomale e penalizzanti (stato di pericolo o di bisogno). (...) L'insindacabilità dell'adeguatezza economica dello scambio è ribadita perfino in un contesto dominato da politiche di protezione di contraenti deboli contro gli abusi dei contraenti forti: nei *contratti fra consumatori e professionisti*, la qualifica di vessatorietà delle clausole predisposte di regola «non attiene...all'adeguatezza del corrispettivo dei beni e dei servizi» (art. 34, 2° c., cod. cons.)" (V. Roppo, *Il contratto*, Milano, 2011, p. 364 s.).

170 Cfr. Collegio di Napoli, 16 settembre 2015, n. 7355 (www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/Dec-20150916-7355PDF).

171 Questo come noto il criterio prescritto dall'art. 34, 1° c., cod. cons.

to; in altri termini, interpretare tecnicamente il contratto "per componenti" non può alterarne logica e unitarietà.

Appare perciò più corretto configurare le clausole *floor* inserite nei mutui a tasso variabile come un semplice frammento della clausola di determinazione del tasso contrattuale, in sé estraneo a qualsiasi giudizio di vessatorietà purché espresso in modo trasparente ed evidente che richiami l'attenzione del mutuatario e gli consenta di prefigurarsi le possibili conseguenze giuridiche ed economiche del limite minimo di variazione apposto al contratto.

12.3 Sulla pretesa illegittimità della clausola *floor* per mancanza di una clausola simmetrica

Al limite, certo, della trasparenza, qualcuno vorrebbe aggiungere il limite, invece assai discutibile, dell'equilibrio. Il caso è anche qui quello di un cliente che stipuli con una banca un finanziamento a tasso variabile con *floor*. Si assume da parte di certa dottrina che l'inserimento di clausole *floor* sarebbe legittimo solo se accompagnato dal contemporaneo inserimento di clausole *cap*. O da una significativa riduzione dello *spread*. O dal pagamento di un premio. In difetto, il contratto sarebbe *immeritevole di tutela* difendendo la banca dall'eventualità di valori negativi ma lasciando il cliente esposto ad una salita dei tassi¹⁷². Sarebbe cioè un contratto caratterizzato da "alea unilaterale", e questa sarebbe appunto immeritevole di tutela¹⁷³.

La questione è complessa. Di per sé la disciplina speciale del mutuo (e in genere dei contratti di finanziamento) che come sopra detto concorre a regolarli non richiama – come invece la disciplina dei contratti dei consumatori, che però è applicabile ad alcuni casi di contratti bancari – il principio di equità. Né l'equità voluta dal legislatore è riferibile alla ragione di scambio. Non è però da escludere che dai principi di correttezza della contrattazione possano derivare limiti ad una negoziazione troppo sbilanciata a favore dell'intermediario.

La giurisprudenza non si è finora pronunciata specificamente sul punto. Ma è doveroso ricordare che l'argomento che anima questa dottrina – quello cioè della immeritevolezza di tutela dell'alea unilaterale – ha trovato talora accoglimento in altre fattispecie di negoziazione finanziaria¹⁷⁴. Vero è che risulta invece disatteso da altre pronunce¹⁷⁵.

172 A.A. Dolmetta, Tasso variabile e "valori negativi", cit., p. 4.; F. Sartori, Sulla clausola *floor* nei contratti di mutuo, cit.

173 In tal senso oltre gli AA. citt. nelle note che precedono M. Barcellona, I derivati e la causa negoziale, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 571 ss.; F. Greco, La violazione della regola di trasparenza nel mutuo con tasso *floor* ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito, in *Resp. civ. e prev.*, 2015, p. 25 ss.

174 T. Salerno, 2 maggio 2013, in *Corti salernitane*, 2015, 476, n. Malomo: «Poiché i contratti di *interest rate swap* sono contratti aleatori, il rischio deve essere bilaterale e dunque proporzionalmente ripartito tra i contraenti, altrimenti si è in presenza di un'alea unilaterale che lo rende *ab origine* immeritevole, nel caso di specie il contratto di *swap* è nullo in quanto sono immeritevoli di tutela gli interessi sottesi ex art. 1322 c.c., con la conseguenziale impossibilità di pretesa del richiesto pagamento del valore di chiusura»; T. Brindisi, 8 luglio 2008, in *Dir. e pratica società*, 2008, fasc. 20, 62, n. Giannini, Vitali: «Il negozio che si articola nella concessione da parte della banca proponente l'investimento di un finanziamento destinato esclusivamente all'acquisto di particolari strumenti finanziari ricondu-

La tesi della immeritevolezza di tutela dell'alea unilaterale e della necessità di un equilibrio nella ragione di scambio, qui data dalle pattuizioni sul saggio variabile degli interessi, suscita perplessità: si comprende la suggestione in essa contenuta, perché il rischio connesso alla variazione del tasso trova da un lato limiti che dall'altro almeno in astratto non conosce (a parte quelli dati dalla normativa anti-usura), ma a ben vedere essa non fornisce reali argomenti tecnico giuridici per la pretesa immeritevolezza.

La ricordata dottrina si richiama come detto a quella giurisprudenza che ha in varie occasioni reputato immeritevoli, o privi di causa in concreto, contratti finanziari in cui di fatto l'alea gioca unilateralmente¹⁷⁶. Ma il richiamo qui non è pertinen-

cibili alla banca stessa non può essere qualificato come mutuo semplice né come mutuo di scopo; ciò in quanto caratteristica precipua del mutuo è rappresentata dalla messa a disposizione di una somma di danaro in capo al mutuatario, il quale ne acquista la proprietà, con l'obbligo di restituirla alla scadenza; il contratto suddetto si pone quindi come contratto atipico, la cui causa è da ricercarsi non solo e non tanto nel finanziamento di somme di danaro da parte della banca proponente l'investimento quanto piuttosto anche nella vendita di particolari prodotti finanziari da parte della banca medesima; simile contratto realizza una figura sinora ignota al panorama giuridico italiano, quella cioè del contratto aleatorio unilaterale, nel quale l'alea è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore che paga un saggio di interesse fisso con il concreto rischio di perdite anche eccedenti l'esborso originario; l'insanabile squilibrio iniziale tra le prestazioni oggetto del sinallagma contrattuale rende allora l'intero contratto in esame radicalmente nullo, per sua contrarietà alle previsioni di cui agli art. 1322-1343 c.c., non essendo detto negozio volto alla tutela di interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico; ciò in quanto l'ordinamento non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi dal prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto in capo ad una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto». Nello stesso senso T. Salerno, 12 aprile 2007 in *Giur. it.*, 2008, 134; T. Brindisi, 21 giugno 2005 in *Danno e resp.*, 2006, 179, n. Liace e in *Contratti*, 2006, 884, n. Velluzzi.

175 Cass., 25 novembre 2002, n. 16568, in *R.F.I.*, 2002, Contratto in genere [1740], n. 405: «Nell'esplicazione della loro autonomia privata, ben possono le parti di un contratto convenire l'unilaterale o reciproca assunzione di un prefigurato possibile rischio futuro, estraneo al tipo contrattuale prescelto (nel caso, contratto di mutuo fondiario correlato a prestito in ecu), a tale stregua modificandolo e rendendolo per tale aspetto aleatorio, con l'effetto di escludere, nel caso che tale rischio si verifichi, l'applicabilità dei meccanismi di riequilibrio previsti nell'ordinaria disciplina del contratto»; Cass., 12 ottobre 2012, n. 17485, in *Giur. it.*, 2013, 2476, n. Pennazio: «Anche per i contratti cosiddetti commutativi le parti, nel loro potere di autonomia negoziale, possono prefigurarsi la possibilità di sopravvenienze, che incidono o possono incidere sull'equilibrio delle prestazioni, ed assumere, reciprocamente o unilateralmente, il rischio, modificando in tal modo lo schema tipico del contratto commutativo e rendendolo per tale aspetto aleatorio»; Cass., 31 maggio 1986, n. 3694, in *R.F.I.*, 1986, Contratto in genere [1740], n. 335: «Si ha contratto aleatorio, non soggetto, ai sensi dell'art. 1448, 4° comma, c.c. all'azione di rescissione per lesione, quando l'alea, per specifica pattuizione delle parti ovvero per la natura stessa del negozio, lo caratterizzi nella sua interezza e fin dalla sua formazione, cosicché sia radicalmente incerto per una o per tutte le parti, il vantaggio economico, in relazione al rischio cui le stesse si espongono». V. anche Arb. Milano, 23-09-2015, in *Banca, borsa ecc.*, 2016, II, 490, n. Giudici: «Ai fini della validità del contratto di *interest rate swap* non è necessario che l'alea venga ripartita in parti uguali».

176 Cass., 30 settembre 2015, n. 19559, in *R.F.I.*, 2015, Contratto in genere [1740], n. 303: «L'interesse perseguito mediante un contratto atipico, fondato sullo sfruttamento delle preoccupazioni previdenziali dell'utenza da parte di operatori professionali ed avente ad oggetto il compimento di operazioni negoziali complesse relative alla gestione di fondi comuni che comprendano anche titoli di dubbia redditività, il cui rischio sia unilateralmente trasmesso sul cliente, al quale, invece, il prodotto venga presentato come rispondente alle esigenze di previdenza complementare, a basso rischio e con libera possibilità di disinvestimento senza oneri, non è meritevole di tutela ex art. 1322, 2° comma, c.c., ponendosi in contrasto con i principi desumibili dagli art. 38 e 47 cost. sulla tutela del risparmio e l'incentivo delle forme di previdenza, anche privata, sicché è inefficace ove si traduca nella concessione, all'investitore, di un mutuo, di durata ragguardevole, finalizzato all'acquisto di prodotti finanziari della finanziatrice, e nel contestuale mandato conferito a quest'ultima per l'acquisto dei prodotti anche in situazione di potenziale conflitto di interessi»; Cass. 10 novembre 2015, n. 22950, in *Società*, 2016, 725, n. Costanza, e altre. V. anche A. Milano, 13 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, 1690, n. Inzitari: «Non è sufficiente, alla luce dei criteri di correttezza, diligenza e trasparenza nella esecuzione e determinazione del contratto, un servizio di costruzione e commercializzazione di prodotti finanziari derivati, strutturalmente non idonei, per il modo in cui sono congegnati, a coprire i rischi di una clientela di enti o imprese di media grandezza relativamente all'oscillazione dei tassi di interesse, perché quasi inevitabilmente destinati a chiudersi in perdita per tali controparti, che vengono così indotte a rinegoziare le loro posizioni a condizioni ancor più

te: mentre è sensato ritenere privo di causa ed immeritevole un prodotto finanziario acquistato per finalità – note alla controparte – di copertura e limitazione del rischio, se la sua struttura di fatto risulta inadatta allo scopo, non lo sarebbe ritenere privo di causa ed estraneo ad interessi tutelabili un mutuo in cui il *floor* garantisca al mutuante un tasso di interesse minimo nonostante l'azzeramento o l'inversione dei tassi. Né del resto si nega da parte di alcuni degli Autori che se ne occupano la meritevolezza in sé dell'interesse che guida la banca ad inserire nei contratti un limite minimo di tasso, sia positivo o sia un "fermo zero", per prevenire la possibilità che l'operazione vada in territorio negativo. Infine, la clausola *floor* adempie l'ufficio di conservare le oscillazioni verso il basso del tasso contrattuale entro una fascia di alea normale, dovendosi ritenere l'attuale forte ribasso o addirittura inversione evento che ne eccede¹⁷⁷.

Si è perciò indotti a pensare che la suggestione da cui si trae la conclusione dell'immeritevolezza nasca dal configurare il *floor* come un derivato implicito e quindi tutto il contratto come una scommessa che da quella clausola risulterebbe sbilanciata. Ma va qui ribadita anzitutto la erroneità della configurazione (il mutuo resta un mutuo, sia pure con un elemento di alea) e poi, comunque, la libertà di parti consapevoli di distribuire tra loro quell'alea.

Occorre piuttosto chiedersi se davvero la pattuizione di un interesse minimo non trovi altra ragione e giustificazione che *la forza della banca di imporla* al cliente. Dunque, la domanda è se in un atipico contesto di mercato, in cui il mutuatario grazie alla inusuale discesa dei tassi potrebbe arrivare a fruire del mutuo del tutto gratuitamente o addirittura a lucrare, invece di pagare per la disponibilità del capitale prestato, divenga immeritevole ciò che prima appariva meritevole.

La risposta negativa può facilmente essere data sulla base dei recenti orientamenti della giurisprudenza di legittimità in materia di meritevolezza¹⁷⁸. Questa, a parte tipologie qui estranee al caso (come il mettere la controparte in stato di soggezione, o il tenere condotte contrastanti con i doveri costituzionali) la ravvisa nel *vantaggio ingiusto e senza contropartita* di una parte.

Ma nei mutui a tasso variabile una contropartita del pagamento degli interessi per definizione non manca, perché il mutuatario continua a godere del capitale mutuato anche nei periodi di interesse nei quali il *floor* concretamente opera. Come osservato in precedenza, la causa del mutuo resta onerosa anche quando la concreta vicenda azzeri o addirittura inverta il saggio degli interessi. È dunque coerente alla causa onerosa del mutuo che attraverso una clausola *floor* sia conservata una remun-

gravose, senza che peraltro siano stati preventivati meccanismi trasparenti ed oggettivi per la fissazione dei prezzi e le commissioni di intermediazione».

177 Cass. [ord.], 21 aprile 2011, n. 9263, in *R.F.I.*, 2011, Contratto in genere [1740], n. 521: «L'alea normale di un contratto, che, a norma del 2° comma dell'art. 1467 c.c., non legittima la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, comprende anche le oscillazioni di valore delle prestazioni originarie dalle regolari e normali fluttuazioni del mercato, qualora il contratto sia espresso in valuta estera: in tale ipotesi, infatti, le parti, nell'esercizio della loro autonomia negoziale, hanno assunto un rischio futuro, estraneo al tipo contrattuale prescelto, così rendendo il contratto di mutuo aleatorio in senso giuridico e non solo economico, quanto al profilo della convenienza del medesimo».

178 Cass., 28 aprile 2017, n. 10506; Cass., 10 novembre 2015, n. 2295, in *R.F.I.*, 2015, Contratto in genere [1740], n. 302

nerazione minima insopprimibile a favore del prestatore per il godimento dell'uso del denaro da parte del mutuatario. Ciò è espressione di quella *Nutzungstheorie* che la dottrina da tempo pone a base della categoria dei contratti di credito. Si rivela qui la sostanziale giustezza della definizione dell'interesse come "prezzo del tempo".

In sintesi sul punto della meritevolezza: la circostanza dei tassi negativi rende possibile l'annullamento o l'inversione del tasso contrattuale, ma non cambia la natura del mutuo, che è e resta fenerazio. Questa, di per sé, non può paralizzare con un intrinseco "fermo zero" il meccanismo del tasso variabile. Per questo effetto è necessario che le parti introducano nel regolamento contrattuale il limite inferiore (cioè, appunto il *floor*). Ma dà valida giustificazione alla volontà negoziale che tale limite introduce, perché non è certo immeritevole di tutela la scelta di conservare al mutuo il carattere oneroso che le parti hanno dall'origine convenuto ed accettato.

Non pare dunque addirittura immeritevole di tutela e quindi nullo il mutuo a tasso variabile cui sia stata apposta una limitazione al ribasso dei tassi, senza apporre una limitazione al rialzo o in altro modo controbilanciare il *floor*. A ciò va aggiunta la constatazione della inattitudine del rimedio a tutelare gli interessi che vorrebbe proteggere. È infatti difficile prospettare sulla base della immeritevolezza di tutela una nullità meramente parziale, limitata cioè alla parte della clausola sulla variazione del tasso che prevede un limite minimo. È infatti difficile sostenere che la banca avrebbe concluso il contratto anche senza la parte nulla, e cioè rischiando dato l'attuale scenario di non ricevere interessi o addirittura di corrisponderli. Ed è inoltre evidente che il rimedio non raggiungerebbe il risultato, di controbilanciare cioè il *floor* con un *cap* o una riduzione dello *spread*, o altro vantaggio compensativo.

Sembra perciò poco persuasiva l'idea che i mutui a tasso variabile con *floor* ma senza vantaggio compensativo siano addirittura nulli. A condizione però – come più volte ribadito – che il mutuatario sia stato analiticamente informato del significato della clausola ed abbia potuto valutarne i possibili effetti¹⁷⁹. Va qui ricordata l'enfasi giustamente posta dal TUB sulla trasparenza delle clausole regolatrici dei tassi di interesse (art. 117, 4° c.).

179 A. Lecce, 12 febbraio 2010, in *Corti pugliesi*, 2010, 225: «La trasgressione da parte dell'intermediario ai c.d. obblighi preliminari di informazione è direttamente lesiva di un diritto soggettivo del potenziale investitore, il c.d. diritto alla autodeterminazione negoziale libera e consapevole; libera, perché la decisione di vincolarsi giuridicamente deve sgorgare naturalmente quale conseguenza delle aspirazioni coltivate dalla persona e della reputata idoneità del regolamento di interessi a soddisfare i bisogni che costituiscono il presupposto ma anche il c.d. elemento funzionale del costituendo negozio ex art. 1174 c.c.; consapevole, perché solo la preventiva cognizione dei fattori potenzialmente capaci di incidere sulla economia della operazione può costituire terreno fertile per l'attecchimento delle scelte di investimento produttive, sia per il singolo che per la collettività; la trasgressione alle predette norme ed alle regole di correttezza comportamentale proprie della fase del contatto prenegoziale, pertanto, dà vita alla c.d. responsabilità precontrattuale ogniqualvolta si verifichi nella fase antecedente la conclusione del contratto»; Cass., 29 maggio 1998, n. 5297, in Rep. Foro it., 1998, Contratto in genere [1740], n. 321: «Nella fase antecedente alla conclusione di un contratto, le parti hanno, in ogni tempo, piena facoltà di verificare la propria convenienza alla stipulazione e di richiedere tutto quanto ritengano opportuno in relazione al contenuto delle reciproche, future obbligazioni, con conseguente libertà, per ciascuna di esse, di recedere dalle trattative indipendentemente dalla esistenza di un giustificato motivo, con il solo limite del rispetto del principio di buona fede e correttezza, da intendersi, tra l'altro, come dovere di informazione della controparte circa la reale possibilità di conclusione del contratto, senza omettere circostanze significative rispetto all'economia del contratto medesimo».

Esclusa la nullità non è con ciò asseverata l'assoluta irrilevanza del fatto che sia dalla banca pattuito un *floor* che non preveda contropartita. Il vantaggio che il *floor* garantisce al mutuante non appare ingiusto solo se e finché la banca può fornire ragioni "oggettive" per garantirsi una remunerazione minima anche nel caso di azzeramento o inversione dei tassi. È però possibile immaginare che in casi particolari il vantaggio che alla banca garantisce l'apposizione al contratto di un *floor* non trovi integrale giustificazione. Ciò alla luce della giurisprudenza, o almeno di alcuni suoi filoni, può assumere negativo rilievo, ma in termini di violazione di regole di comportamento, e non in termini di violazione di regole di validità.

Nelle circostanze appropriate, infatti, se il contratto, quantunque valido, risulti concretamente pregiudizievole per la controparte, e se alla base di ciò non stia il caso fortuito connesso all'andamento del tasso esterno di riferimento ma un comportamento della banca nella negoziazione delle condizioni contrattuali non ispirato a correttezza, può configurarsi per questa una responsabilità precontrattuale. Più specificamente: se nelle condizioni date la banca avrebbe potuto concedere un vantaggio compensativo del *floor*, alla luce di recenti indirizzi giurisprudenziali¹⁸⁰ che danno rilievo al dovere del contraente di concorrere a preservare gli interessi della controparte, ciò può integrare una responsabilità nella conclusione del contratto e può dar luogo ad un indennizzo. Effettivamente ci si può chiedere se abbia giustificazione la proposta della banca relativa al tasso variabile che in un contesto di tassi in discesa esiga un *floor* senza equilibrarlo con una riduzione dello *spread* solitamente praticato in operazioni analoghe.

Di più: seguendo altre linee che si vanno diffondendo in giurisprudenza¹⁸¹, e che trovano conforto in una parte della dottrina, la buona fede fungerebbe da criterio integrativo del regolamento contrattuale, e dunque potrebbe legittimare il giudice, quando la previsione di un *floor* avrebbe giustificato uno specifico vantaggio compensativo, ad inserire nel regolamento contrattuale obbligazioni ulteriori, se ciò non determina un apprezzabile sacrificio della parte onerata. Nella specie in esame, la concessione di un *cap*, o di una diminuzione dello *spread* è certamente una concessione apprezzabile, ma forse non è un "sacrificio" a fronte del "sacrificio" richiesto al mutuatario di garantire una soglia minima del tasso.

180 Cass., 23 marzo 2016, n. 5762, in *Foro it.*, 2016, I, 1703, n. P. Pardolesi, e in *Nuova giur. civ.*, 2016, 1063, n. Scaglione, e in *Contratti*, 2016, 986, n. Alberti: «La violazione dell'obbligo di comportarsi in buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata o di conclusione di un contratto invalido, ma anche nell'ipotesi in cui il contratto, valido, risulti pregiudizievole per la parte vittima dell'altrui comportamento scorretto»; nello stesso senso Cass., 21 ottobre 2013, n. 23873, in *Contratti*, 2014, 339, n. Putignano

181 Cass., 7 giugno 2006, n. 13345, in *Rep. Foro it.*, 2006, Contratto in genere [1740], n. 492: «In tema di contratti, il principio della buona fede oggettiva, cioè della reciproca lealtà di condotta, deve presiedere all'esecuzione del contratto, così, come alla sua formazione ed alla sua interpretazione e, in definitiva, accompagnarlo in ogni sua fase, sicché la clausola generale di buona fede e correttezza è operante tanto sul piano dei comportamenti del debitore e del creditore nell'ambito del singolo rapporto obbligatorio (art. 1175 c.c.), quanto sul piano del complessivo assetto di interessi sottostanti all'esecuzione di un contratto (art. 1375 c.c.), concretizzandosi nel dovere di ciascun contraente di cooperare alla realizzazione dell'interesse della controparte e ponendosi come limite di ogni situazione, attiva o passiva, negozialmente attribuita, determinando così, integrativamente il contenuto e gli effetti del contratto; la buona fede, pertanto, si atteggia come un impegno od obbligo di solidarietà, che impone a ciascuna parte di tenere quei comportamenti che, a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere del *neminem laedere*, senza rappresentare un apprezzabile sacrificio a suo carico, siano idonei a preservare gli interessi dell'altra parte».

La prassi non è insensibile a queste esigenze. Si constata che molti intermediari bancari laddove hanno avvertito l'esigenza nell'attuale scenario di tassi possibilmente anche negativi di garantirsi una remunerazione minima del prestito attraverso clausole *floor*, hanno però temperato questa garanzia per loro con la concessione al mutuatario di uno *spread* minore di quello altrimenti praticato. Questa linea di comportamento appare prudente e giustificata, e da incoraggiare. Non è inutile ricordare che – come sopra accennato – essa rappresenta una delle condizioni cui l'AGCM ha subordinato la interruzione del procedimento di contestazione avviato per questi aspetti nei confronti di alcune banche.

12.4 Elementi di sintesi

In conclusione, purché risultino rispettate le prescrizioni del nuovo diritto dei contratti sulle corrette forme di negoziazione, ed in specie il principio di trasparenza delle condizioni contrattuali, nulla sembra opporsi all'inserimento di clausole di tasso minimo o di "fermo zero" nei contratti di finanziamento a tasso variabile.

L'ordine pubblico economico di direzione non ha qui nulla da dire sulla possibilità di inversione del tasso. Anzi, può vederla come un possibile ulteriore effetto, riflesso e auspicato, delle ragioni di politica economica che hanno indotto banche centrali ad innescare il fenomeno. La questione resta interamente rimessa alle scelte dell'autonomia privata, anche se l'ordine pubblico economico di protezione prevede, qui come altrove nella contrattazione da parte di operatori non professionali, quei limiti di trasparenza ed informazione che servono a garantire la consapevolezza e la razionalità della scelta negoziale.

13 Peculiarità del prestito obbligazionario

Se quanto detto si riferisce in linea generale a tutti i contratti di finanziamento (di cui il mutuo, come detto, rappresenta il paradigma), un esame specifico ed autonomo merita invece il prestito obbligazionario data l'importanza che ha tale forma di prestito sui mercati finanziari.

Dal punto di vista giuridico le obbligazioni – in base ai dati normativi contenuti nel codice civile agli artt. 2410/2420-*ter* – sono titoli di credito (al portatore o nominativi) emessi in serie dalla società per azioni o in accomandita per azioni¹⁸², standardizzati e negoziabili sui mercati di capitali, che rappresentano frazioni di uguale valore nominale e con uguali diritti di una unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo di ammontare predeterminato¹⁸³. Tale operazione determina

182 Alle società a responsabilità limitata l'ordinamento consente l'emissione di titoli di debito ma non di obbligazioni.

183 F. Signoretti, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, p. 53. Nello stesso senso N. Abriani, L. Calvosa, G. Ferri Jr., G. Giannelli, F. Guerrera, G. Guizzi, C. Motti, M. Notari, A. Paciello, D. Regoli, G. A. Rescio, R. Rosapepe, M. Stella Richter Jr., A. Toffoletto, *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 157.

l'insorgere di una pluralità di rapporti di credito tra società e singoli obbligazionisti¹⁸⁴ assoggettati ad una regolamentazione convenzionale uniforme¹⁸⁵.

La normativa civilistica italiana sulle obbligazioni ha, in primo luogo, inteso dare particolare rilievo giuridico al carattere unitario dell'operazione di finanziamento evidenziandone la conseguente e necessitata coincidenza di interessi che si determina tra i portatori dei titoli di una stessa emissione. L'obbligazionista, infatti, oltre a divenire creditore della società diviene anche *ex lege* membro di un'organizzazione di gruppo che si riunisce nell'*assemblea degli obbligazionisti* cui è espressamente riconosciuto il potere di incidere sul contenuto sostanziale delle situazioni soggettive del singolo obbligazionista (art. 2415, comma 1, n. 2, c.c.)¹⁸⁶. Questo meccanismo impedisce al singolo obbligazionista di agire individualmente a tutela dei propri diritti in modo difforme da quanto statuito dall'assemblea stessa in attuazione del principio di subordinazione della tutela individuale a quella collettiva posta dall'art. 2419 c.c..

La necessaria organizzazione degli obbligazionisti costituisce il punto di equilibrio raggiunto dal legislatore per ottemperare ad una duplice esigenza: quella di assicurare ai sottoscrittori uno strumento di tutela collettiva e quella di consentire la modificabilità a maggioranza delle condizioni del prestito anche a vantaggio della società emittente che, in questo modo, non si vedrà costretta ad acquisire il consenso di tutti i singoli sottoscrittori (art. 2415, comma 1, n. 2)¹⁸⁷.

In secondo luogo con le norme codicistiche in materia di obbligazioni il legislatore ha voluto evitare che all'interno delle società si potesse realizzare una sproporzione tra capitale proprio di rischio e capitale di prestito della società ponendo limiti quantitativi all'indebitamento¹⁸⁸.

A questa esigenza è riconducibile il limite massimo all'emissione di obbligazioni - pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dal bilancio - previsto dall'art. 2412, commi 1 e 2, c.c.¹⁸⁹.

184 Per tutti si veda: D. Pettiti, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 11 e ss.

185 Così Campobasso, cit., p. 381.

186 Cfr. D. Pettiti, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 10; N. De Luca - A. Stagno d'Alcontres, *Obbligazioni di società* (voce), in *Enc.Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, p. 791 e ss.; G. Pellegrino, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008, p. 4 e ss.

187 Cfr. G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale), 5, p. 379 e ss. e R. Cavallo Borgia, *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988, p. 347 e ss.

188 Sul punto, per tutti, si veda, M. Palmieri, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 293 e ss. nonché la Relazione al decreto Legislativo recante la Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, par. 7.

189 Limite quantitativo che può essere superato dalla società in quattro distinti casi:

- quando l'emissione è garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società e sino ai due terzi del valore dei medesimi;
- quando l'emissione è destinata ad investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale;
- quando il superamento del limite è consentito da un provvedimento dell'autorità governativa nel caso in cui ricorrano ragioni che interessino l'economia nazionale;
- quando l'emissione è destinata ad essere quotata in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero quando si tratta di obbligazioni che danno il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni (in questi casi infatti il sottoscrittore risulta tutelato in due modi: grazie alla negoziabilità del titolo e dai penetranti obbli-

La terza principale caratteristica dei titoli obbligazionari che emerge dalla disciplina codicistica (così come risultante a seguito della Riforma del diritto delle società del 2003) e che li distingue sia dalle azioni che dagli altri strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi che la società può emettere ai sensi dell'art. 2346, ult. comma, c.c.¹⁹⁰ - e che è evidentemente la più rilevante ai fini del presente studio - è il novero dei diritti che l'obbligazione riconosce al suo titolare.

Il codice civile ha voluto delineare un sistema caratterizzato dall'individuazione di categorie di obbligazioni dal contenuto essenzialmente tipico: obbligazioni *ordinarie* con diritto alla restituzione del capitale e degli interessi (art. 2411, comma 1, c.c.); *subordinate* al soddisfacimento dei diritti dei creditori sociali ma non degli azionisti (art. 2411, comma 1, c.c.); *variabili e partecipanti* rispetto alle quali i tempi e l'entità del pagamento degli interessi (e non anche del capitale) dipendono da "parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società" (art. 2411, comma 2, c.c.); *convertibili* in azioni (art. 2420-*bis* c.c.)¹⁹¹.

Il sistema civilistico, dopo avere definito le caratteristiche delle obbligazioni dal contenuto tipico, ha altresì lasciato ampia libertà all'autonomia statutaria in quanto le parti, nel rispetto dei cennati caratteri di base, possono altresì "liberamente scegliere il contenuto e, quindi, l'ammontare degli interessi, le modalità della subordinazione ed i parametri di variabilità, le modalità di conversione" delle obbligazioni stesse¹⁹². Così, ad esempio, nell'ambito di quelle che abbiamo definito le obbligazioni variabili l'utilità attribuita al titolare dell'obbligazione può variare liberamente dal riconoscimento: i) di un tasso di interesse fisso e predeterminato da corrispondersi periodicamente, o una tantum (con il c.d. premio di emissione o di rimborso), ii) di un tasso variabile o indicizzato (ossia legato ad indici esterni) o legato all'andamento economico della società (sia nei tempi che nell'entità) o iii) di utilità comunque individuate anche prive dei requisiti

ghi di *disclosure* cui sono sottoposte le società con azioni quotate). Sul punto si vedano: C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 68; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006, p. 405; P. Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 697; M. Sarale, *Delle obbligazioni*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1273.

190 Va da sé che, nonostante l'omonimia, gli strumenti finanziari cui fa riferimento il codice civile sono cosa diversa rispetto alla ben più ampia elencazione di strumenti finanziari che compie l'art. 1, comma 2, del Testo unico della finanza e che ricomprende i valori mobiliari, gli strumenti di mercato monetario, le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio, diversi derivati, ecc. e che è utilizzata dal legislatore principalmente per delimitare l'ambito della riserva di attività a favore delle imprese di investimento (Cfr. R. Costi - L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da Cottino), vol. VIII, Padova, 2004, p. 38.

191 In questi termini D.U. Santosuosso, *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 164. Mentre il modello *ordinario* di obbligazione (secondo la concezione tradizionale e secondo il dato normativo degli artt. 2411, commi 1 e 2, 2414, comma 4 e 2415, comma 1, n. 2) è riconducibile al contratto di mutuo - essendo caratterizzato dal diritto alla restituzione del capitale (art. 1813, comma 1, c.c.) e, salvo diversa disposizione delle parti, dal pagamento degli interessi (art. 1815, comma 1, c.c.) - viceversa gli altri modelli tipizzati di obbligazioni, *subordinate*, *variabili* e *convertibili*, non sono pienamente riconducibili allo schema causale del mutuo (in questi termini v. A. Audino, *Commento sub art. 2411*, in *Commentario breve al diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, II ed., 2011, p. 869.

192 D.U. Santosuosso, cit.

della periodicità, della proporzionalità al valore nominale del capitale e al decorso del tempo o, infine, iv) di utilità rappresentate da un premio in natura o in danaro da sorteggiare periodicamente tra gli obbligazionisti, v) di forme di utilità mista anche legate agli utili dell'impresa.

Sui mercati finanziari il tipo di obbligazione più semplice e più diffuso tra il pubblico dei risparmiatori – denominato in inglese *plain vanilla* – è quello che, a fronte dell'erogazione di un dato importo da parte degli investitori e della contestuale emissione di titoli obbligazionari, attribuisce al possessore dell'obbligazione il diritto al pagamento periodico di un interesse, ad un tasso fisso o variabile, ed il diritto al rimborso del valore nominale delle obbligazioni ad una data futura predefinita o in base ad un piano di ammortamento prefissato¹⁹³.

Per incentivare la propensione dei risparmiatori verso tale forma di investimento, la pratica ha da tempo creato (e continua a creare) tipi speciali di obbligazioni; caratterizzate cioè dalla *diversità* dei diritti attribuiti¹⁹⁴. Diversità che può risiedere sia nello specifico contenuto assunto dai diritti alla remunerazione e al rimborso del capitale, sia nel riconoscimento di diritti ulteriori rispetto a quelli tipicamente ricollegati alla posizione di finanziatore a titolo di mutuo (ad esempio: obbligazioni strutturate, subordinate, postergate, a tasso fisso, a tasso variabile, indicizzate, con clausola parametrica, convertibili in azioni, a premio, *cum warrant*, garantite, *callable*, non *callable*, assistite da garanzie reali, con rimborso anticipato, *zero coupon*, in valuta estera, *commodity linked*, *equity linked*, *inflation linked*, *index linked*, *credit linked*, *bond perpetual*, *mezzanine debt*, bond ibridi, *bull and bear*, *mini-bond*).

Questa ampia autonomia riconosciuta ai privati ha reso più difficile per l'interprete individuare quelli che debbono ancora oggi essere considerati i connotati tipologici essenziali della fattispecie obbligazionaria, che non sono stati chiaramente individuati dal legislatore agli artt. 2410 e ss. c.c. e che comunque devono rappresentare i limiti oltre ai quali l'autonomia privata non può spingersi nel disciplinare un prestito obbligazionario.

Da questo punto di vista si osserva come, secondo la dottrina maggioritaria, *il criterio di remunerazione dei titoli obbligazionari* non risulta essere un connotato tipologico essenziale della fattispecie obbligazionaria in quanto esso risulta oggi determinabile in modo discrezionale da parte della società emittente. Quest'ultima, difatti, può tanto coinvolgere il creditore-obbligazionista nel rischio di impresa e nei destini della società con le c.d. obbligazioni partecipanti o correlate (nel caso in cui preveda, ex art. 2411, comma 2, c.c., un tasso di interesse variabile in dipendenza di parametri oggettivi relativi all'andamento economico della società), quanto ancorare il rendimento delle obbligazioni a indici di varia natura (c.d. *linked* o strutturate),

193 Per tutti: G. Niccolini, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv.dir.comm.*, 1988, I, 442 e ss. nonché P. De Vincentiis, *Il mercato obbligazionario*, Torino, 2002, p. 3.

194 G. Campobasso, cit.

purché oggettivi ed esterni alla società (art. 2411, comma 2, c.c.)¹⁹⁵ che possono variare sia verso l'alto che verso il basso (sino all'eliminazione stessa della remunerazione)¹⁹⁶, quanto infine escludere *in toto* il riconoscimento in capo all'obbligazionista di un vero e proprio diritto soggettivo agli utili nel caso in cui vengano emesse obbligazioni a premio che attribuiscono ai possessori utilità aleatorie assegnate mediante sorteggio o in altro modo¹⁹⁷.

In definitiva si può affermare che la determinazione dell'*an*, del *quantum* e del *quando degli interessi* o di qualsiasi altra utilità da corrispondere all'obbligazionista è stata rimessa dal codice civile all'autonomia delle parti alla sola condizione che la regola stabilita venga comunque ancorata a parametri oggettivi, eventualmente anche legati all'andamento economico della società (art. 2411, comma 3) e con il limite del divieto di interessi usurari (art. 1815, comma 2, c.c.).

Da quanto lungamente argomentato sopra in materia di mutuo si potrebbe legittimamente pensare anche all'ipotesi di obbligazioni emesse a tassi negativi.

Da questo punto di vista, l'interesse della società-emittente a raccogliere capitale a "tassi" negativi pare evidente; meno evidente (seppur diffuso nella più recente prassi societaria)¹⁹⁸ è invece l'interesse degli investitori ad acquistare titoli a "tassi" negativi. Interesse che però può essere individuato quantomeno nelle seguenti diverse ipotesi:

- un investitore può essere indotto ad acquistare titoli che riconoscono un tasso di interesse negativo per motivi di "sicurezza" legati alla solvibilità della controparte: un investitore riterrà utile investire i propri risparmi in titoli più sicuri anche

195 L'art. 2411, comma 2, c.c. fa riferimento a "parametri oggettivi" per tali dovendosi intendere parametri ossia non condizionabili da decisioni discrezionali della società emittente, dei suoi soci, dei portatori dei titoli obbligazionari o, più in generale, di chiunque abbia un interesse che la società corrisponda una maggiore o minore remunerazione ai portatori delle obbligazioni indicizzate (Cfr. Giannelli, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, p. 70).

196 Cfr. Audino, cit., p. 872 e Giannelli, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 65 ss. (i quali danno conto anche del dibattito circa l'applicabilità o meno delle disposizioni in materia di usura ai rendimenti dei titoli obbligazionari); F. Carbonetti, *Clausole di indicizzazione*, in *Dizionario del diritto privato* (a cura di N. Irti), Milano, 1980, p. 125 e ss.; V. Buonocore, *Il prestito Enel e l'indicizzazione delle obbligazioni di società*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 512 e ss.

197 Sul punto, per tutti: A. Giannelli, *sub art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari), Vol 7, *Obbligazioni. Bilancio*, p. 52 e ss.; V. Donativi, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, 3, Torino, 2011, p. 206 e 216; S. Luoni, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, p. 30 e ss.; E. La Sala – F. Bruno, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Soc.*, 2009, p. 695 e ss.; M. Sarale e R. Rivaro, *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, p. 505; M. Cossa e M. Perassi, *Le obbligazioni*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli* (a cura di M. Vietti), Torino, p. 461. Per la contraria tesi secondo la quale la previsione di un interesse rappresenterebbe un connotato tipologico ineliminabile delle obbligazioni si veda: M. Sarale, *Sub Art. 2411*, in *AA.VV.*, *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, II, Bologna, 2004, p. 1258 ss. Si tenga comunque conto del fatto che l'autonomia privata in materia incontra il limite posto dal principio sancito per le imprese bancarie dall'art. 117, comma 8, del Testo Unico bancario secondo cui "la Banca d'Italia può prescrivere che determinati contratti, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato. I contratti difformi sono nulli. (...)".

198 La società ferroviaria tedesca Deutsche Bahn il 12 luglio 2016 ha collocato sul mercato un corporate bond di 250 milioni di euro con scadenza a 5 anni al tasso negativo di -0,006%. Nello stesso anno anche la società francese Sanofi e la società tedesca Henkel hanno collocato titoli con rendimento di -0,05% così come la Unilever. Sono stati trattati a tassi negativi sul mercato secondario anche numerosissimi titoli obbligazionari emessi, ad esempio, da: Johnson & Johnson, General Electric, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, Philip Morris, BMW Finance NV, Daimler AG, Shell International Finance BV, BNP Paribas SA, GE Capital European Funding.

se con tassi negativi (ad esempio i titoli di una grande multinazionale con una florida situazione economico-patrimoniale) piuttosto che in titoli meno sicuri benché con tassi positivi (ad esempio i titoli di una piccola società già fortemente indebitata);

- un investitore potrebbe altresì essere indotto ad acquistare titoli aventi un tasso negativo ma espressi in valuta estera (es. franco svizzero) ritenendo che la rivalutazione del cambio compenserà la perdita dovuta al rendimento negativo;
- i *traders* potrebbero voler acquistare titoli a tassi negativi ritenendo che sul mercato gli stessi tassi scenderanno ulteriormente e che i titoli così acquistati potranno essere rivenduti ad un prezzo superiore;
- alcune categorie di investitori istituzionali (pubblici o privati) su cui grava l'obbligo di acquisto di titoli dotati di un *rating* non inferiore ad una data soglia, potrebbero trovarsi in qualche modo vincolati all'acquisto di titoli, mentre, ad esempio, non potrebbero acquistare titoli a tassi positivi se ed in quanto emessi da una società con 'rischio di controparte' superiore al limite loro concesso;
- gli stessi intermediari bancari potrebbero in alcuni casi trovare conveniente impiegare la propria liquidità in eccesso in investimenti a tasso di interesse negativo piuttosto che depositare la stessa liquidità in depositi presso la Banca Centrale Europea che li remunera ad un tasso maggiormente negativo;
- le banche centrali dei singoli paesi membri europei potrebbero scegliere di acquistare titoli a tassi negativi emessi da società con sede nel proprio paese dovendo dare attuazione alla politica del *quantitative easing* voluto dalla BCE.

Viceversa per quanto riguarda *il diritto al rimborso del capitale* alla scadenza (nella misura almeno pari al valore nominale del titolo) sembra potersi affermare con una certa tranquillità che il codice civile – oltre a fissare, seppur implicitamente, la regola necessitata dalla fattispecie, che impone un diritto al rimborso prioritario rispetto agli azionisti e svincolato dai risultati negativi della gestione dell'impresa societaria – abbia voluto chiaramente affermare che esso *rappresenta il vero e proprio elemento essenziale della fattispecie obbligazionaria* e che ne segna il confine sia rispetto alle azioni che rispetto agli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ult. comma, c.c.¹⁹⁹.

Nulla potrebbe impedire alla società di ancorare il rimborso ad indici (interni od esterni alla stessa società) idonei ad incrementarne il valore nel tempo ma, viceversa, devono ritenersi incompatibili con la fattispecie "obbligazione" clausole para-

199 Bartalena, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 2005, p. 548 e ss.; Audino, cit.; F. Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, p. 62 e ss.; Ferro Luzzi, cit., p. 702 e ss. Ricorda a questo proposito Giannelli, *Le obbligazioni bride*, cit., p. 74 e 75 (così come fanno anche Donativi, cit., p. 212 e Luoni, cit., p. 20), come la formulazione del terzo comma dell'art. 2411 è stato il frutto di una scelta frettolosa. La bozza di decreto legislativo inviata dal Consiglio dei Ministri alle Camere in data 30 settembre 2002 prevedeva infatti la possibilità per le società di emettere obbligazioni indicizzate non solo per quanto riguarda gli interessi ma anche in linea capitale laddove prevedeva (nel testo dell'art. 2411, comma 2) che "i tempi e l'entità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società". Poco tempo dopo il testo fu riscritto in quella che risulta essere oggi il testo del codice civile mantenendo il principio della possibilità di indicizzare i soli interessi e non anche il capitale.

metriche che potrebbero portare ad una diminuzione del valore nominale alla scadenza²⁰⁰. Così, ad esempio, le obbligazioni indicizzate in linea capitale con una clausola di salvaguardia monetaria all'andamento di indici del mercato monetario (quale, ad esempio, l'Euribor) – comunemente note come clausole di indicizzazione monetaria, che tendono a evitare un progressivo disallineamento fra le condizioni del prestito obbligazionario e le condizioni *pro tempore* prevalenti in un dato mercato creditizio o finanziario di riferimento – dovrebbero ritenersi legittime solo nei limiti in cui sia previsto una soglia minima (*floor*) pari a zero, ossia nel caso in cui il diritto alla restituzione del capitale al suo valore nominale non possa venire mai messo in discussione dall'andamento degli indici.

Tale caratteristica delle obbligazioni – anche laddove il rimborso del capitale dovesse essere subordinato al soddisfacimento di altri creditori della società come nel caso delle obbligazioni subordinate ex art. 2414 n. 4, c.c. o postergate ex art. 2411, comma 1, c.c. o nel caso del c.d. *bail-in* introdotto dalla Direttiva 2014/59/UE del 15 maggio 2014 (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD)²⁰¹ – emerge chiaramente sul piano sistematico ed esegetico dalla lettura combinata dei primi due commi dell'art. 2411 c.c.²⁰² e dalla interpretazione della dottrina maggioritaria sul punto²⁰³. Quest'ultima, in particolare, riconduce l'intangibilità del diritto dell'obbligazionista al rimborso del capitale alla scadenza nella misura almeno pari al valore nominale del titolo: *i*) alla natura di titoli di massa delle obbligazioni destinati

200 Così Donativi, cit., p. 216. Il tema della legittimità della indicizzazione in linea capitale del prestito obbligazionario, ossia di una clausola che preveda l'obbligo della società emittente di restituire una somma capitale non determinabile *ex ante*, è stato discusso in passato dalla dottrina sotto il solo profilo della violazione della norma sui limiti quantitativi di emissione. A tale proposito è stato argomentato che una indicizzazione del capitale avrebbe potuto portare la società ad indebitarsi oltre i limiti quantitativi previsti dalla legge laddove la somma di danaro da rimborsare alla scadenza a titolo di capitale fosse superiore al valore del capitale raccolto dalla società al momento dell'emissione (Sul tema si vedano: G. Oppo, *Finanziamenti in ECU, clausole monetarie, garanzie del prestito*, in *Riv.dir.civ.*, 1985, I, p. 197; A. Mignoli, *Il capitale versato ed esistente come limite all'emissione di obbligazioni*, *Riv.dir.civ.*, 1961, II, p. 517 e ss.; G.F. Campobasso, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1983, II, p. 750; P. Casella, *Le obbligazioni indicizzate all'indice?* *ivi*, p. 757 e ss.). Oggi, come è stato detto, il dato letterale dall'art. 2412 c.c., che testimonia la volontà del legislatore di ancorare i limiti all'emissione di obbligazioni alla finalità di evitare una sproporzione tra capitale di debito e capitale di rischio, sembra legittimare definitivamente la possibilità di indicizzare in linea capitale le obbligazioni ai fini del computo dei limiti quantitativi all'emissione (e non anche per consentire un rimborso inferiore al valore nominale del titolo), "essendo irrilevante l'indeterminabilità, nel momento dell'emissione del prestito, del valore di rimborso" a condizione però, come detto, che risulti "intangibile il diritto al rimborso del capitale versato, che costituisce il elemento essenziale del tipo obbligazione" (Audino, *sub art. 2411*, cit., p. 874).

201 Direttiva attuata in Italia con i Decreti Legislativi nn. 180 e 181 del 2015.

202 Sul punto, per tutti: Donativi, cit., pp. 212 e 213.

203 Si vedano in proposito, per tutti, C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 67; Bartalena, cit., p. 548; G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in AA.VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma* (a cura di Montagnani), Milano, 2004, p. 67 e p., 75 e ss.; AA.VV., *Il diritto delle società di capitali (Manuale breve)*, Milano, 2003, p. 78; G. Campobasso, *I prestiti subordinati nel diritto italiano, in Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato* (a cura di G.B. Portale), Milano, 1983, p. 366 e ss.; D. Galletti, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria, profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie", in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 258 e ss.; A. Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2007, p. 712; M. Cossa – M. Perassi, *Le obbligazioni*, cit., p. 466; nonché la dottrina già richiamata alla nota n. 17 che, sostanzialmente, sottolinea il fatto che la caratteristica di creditore dell'obbligazionista non muta per il fatto che il diritto al rimborso del capitale possa essere, in tutto o in parte, postergato alla soddisfazione dei diritti degli altri creditori della società. Sostengono la tesi della possibilità di indicizzare in linea capitale le obbligazioni, soprattutto con una clausola parametrica che contenga il rischio del mancato rimborso: P. Ferro Luzzi, cit.; M. Miola, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 445 e ss.

ad essere acquistati da risparmiatori che intendono mantenere un "basso" profilo di rischio ed *ii*) alla conseguente necessitata tutela dell'affidamento che il risparmiatore ripone nel termine "obbligazione" cui viene da sempre riconnessa l'aspettativa del rimborso integrale del valore nominale del titolo.

Da quanto si è sinora detto risulta che nel caso in cui fosse emesso uno strumento finanziario denominato "obbligazione" privo però del diritto al rimborso del capitale alla scadenza nella misura almeno pari al valore nominale del titolo (perché sottoposto a clausola di indicizzazione o parametrica), la relativa pattuizione dovrebbe ritenersi nulla (nullità relativa ai sensi dell'art. 1419, comma 2, c.c.) nei limiti in cui esponga il diritto al rimborso al rischio di essere soddisfatto in una misura minore rispetto all'importo nominale del titolo²⁰⁴.

Particolarmente importante sui mercati finanziari è il tema della trasparenza che, come già abbiamo visto in relazione ai contatti bancari, risulta essere l'unico vero "limite" che incontra l'autonomia privata nella determinazione dei tassi di interesse.

Trasparenza e informazione nei prodotti finanziari

La normativa italiana ed europea che garantisce la trasparenza dei *prodotti finanziari* e che impone agli intermediari regole organizzative e di condotta opera sostanzialmente su due distinti livelli.

In primo luogo essa garantisce che sui mercati finanziari chiunque intenda offrire al pubblico prodotti finanziari sia tenuto a redigere un prospetto informativo per assicurare agli investitori la disponibilità di informazioni che, per qualità e quantità, possano considerarsi adeguate al fine della formulazione di un giudizio *fondato* sull'investimento proposto (art. 94 TUF)²⁰⁵. In base alla disciplina dettata dal TUF, il prospetto deve essere comunicato preventivamente alla Consob e deve contenere, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti²⁰⁶.

Tra le caratteristiche dei prodotti finanziari che occorre evidenziare nel prospetto vi deve necessariamente essere anche la presenza di un tasso di interesse variabile,

204 In questi termini Donativi, cit., p. 235 nonché Salanitro, cit., p. 290.

205 Per gli strumenti finanziari comunitari (ossia i valori mobiliari e le quote di OICR chiusi) rientranti nel campo di applicazione della Direttiva Prospetto (2003/71/CE) il prospetto deve essere redatto in conformità agli schemi previsti dal Regolamento (CE) n. 809/2004 come modificato e integrato dai Regolamenti Delegati (UE) n. 486/2012 e n. 862/2012. Viceversa per l'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti la disciplina è contenuta nella Direttiva 2009/65/UE (c.d. UCITS IV) recepita in Italia dal d.lgs. n. 47/2012.

206 Si tenga presente che, a sua volta, la Consob ha avuto modo di ampliare il novero dell'informativa da rendere alla clientela *retail* con due distinte comunicazioni rispettivamente riguardanti i prodotti finanziari illiquidi (Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009) ed i prodotti finanziari complessi (Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014) volte a consentire agli stessi di ricevere dagli intermediari un'informativa chiara, corretta e non forviante al fine di assumere decisioni di investimento consapevoli.

eventualmente in grado di giungere in territorio negativo.

Sempre sul piano dell'informazione merita di essere ricordata qui la regolamentazione europea sui prodotti di investimento e assicurativi preassemblati destinati agli investitori al dettaglio ("*packaged retail investment and insurance-based investments products*" o anche solo "PRIIPs") il cui cardine è certamente rappresentato dal *Key Information Document* ("KID"), ossia da quel documento redatto dagli ideatori dei PRIIPs (*manufacturers*) e che deve contenere in poche pagine le informazioni-chiave destinate a guidare gli investitori nell'assunzione di decisioni di investimento consapevoli²⁰⁷. Si tratta in particolare di indicazioni sintetiche sulle caratteristiche, sui rischi, sui rendimenti, sui costi e sulle perdite potenziali dei PRIIPs; regole che in base all'art. 4 del Regolamento PRIIPs trovano applicazione in relazione ai prodotti di investimento ed assicurativi preassemblati (comprese le obbligazioni strutturate), ai derivati ed ai fondi comuni di investimento e più in generale a qualunque prodotto di investimento al dettaglio "nel quale, indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio".

Per le obbligazioni strutturate che fanno riferimento a tassi di mercato monetario (al pari dei derivati o delle quote di fondi comuni) il KID dovrà pertanto contenere le informazioni relative al rischio che il tasso possa sconfinare in territorio negativo e, conseguentemente, ne dovranno tenere conto anche gli scenari dei rendimenti previsti per i prodotti di investimento.

In secondo luogo, la legge detta altresì puntuali regole in relazione ai servizi e alle attività di investimento rese dagli intermediari autorizzati ai propri clienti, e consistenti in tutte quelle attività che consentono ai risparmiatori di impiegare sotto varie forme i propri risparmi in strumenti finanziari²⁰⁸.

Si tratta in estrema sintesi della disciplina in materia di servizi di investimento contenuta nella Direttiva 2004/39/CE (Direttiva MiFID) che prevede in linea generale che l'intermediario debba: a) «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»; b) «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati»; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali «corrette, chiare e non fuorvianti» (cfr. art. 21, comma 1, TUF e art. 27 e ss. Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 - "Regolamento Intermediari").

La declinazione di queste regole generali varia in buona parte a seconda che il cliente sia un cliente *al dettaglio (retail)*, un cliente *professionale (professional counterparty)* o una *controparte qualificata (eligible counterparty)*, in quanto la legge (la MiFID

207 Si veda il Regolamento UE n. 1286/2014 del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

208 Sono, ai sensi dell'art. 1, comma 5 del TUF, tra le altre, le attività di: negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione a garanzia nei confronti dell'emittente, di gestione di portafogli, di ricezione e trasmissione di ordini, di consulenza in materia di investimenti.

ed il TUF) gradua in modo diverso per ciascuna di queste tre categorie tanto le regole di condotta imposte agli intermediari in ragione della natura del servizio offerto, quanto le informazioni che devono essere richieste ai clienti e fornite ai medesimi²⁰⁹.

Innanzitutto va chiarito come valga *per qualsiasi categoria di cliente (retail, investitori professionali e controparti qualificate)* la regola generale contenuta nell'art. 23, comma 1, del TUF secondo cui tutti i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (con esclusione del servizio di consulenza) devono essere redatti per iscritto a pena di nullità e che tale vizio possa essere fatto valere solo dal cliente. Tale regola soffre una sola eccezione: "la Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari forme di contatto possano o debbano essere stipulate in altra forma".

Al tempo stesso trovano applicazione per qualsiasi categoria di investitore anche le regole che concernono le informazioni, le comunicazioni pubblicitarie (artt. 27-28, Reg. Intermediari) e la descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, pur richiedendo le norme comunque una maggiore attenzione per la clientela *retail* (art. 31, Reg. Intermediari)²¹⁰; così come è applicabile a tutte le categorie dei clienti la disciplina della c.d. "adeguatezza" (*suitability rule*) che impone agli intermediari di ottenere dal cliente informazioni circa la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento, la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento, necessarie per raccomandare agli stessi i servizi finanziari e gli strumenti finanziari maggiormente adatti allo stesso (v. artt. 39-40, Reg. Intermediari)²¹¹.

Quando i servizi di consulenza e gestione di portafogli sono prestati a favore di un *cliente professionale*, gli intermediari possono presumere che:

- egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze» degli strumenti, delle operazioni e dei servizi resi ai fini della valutazione dell'adeguatezza sotto il profi-

209 Cfr., sul tema, il *Documento tecnico* depositato dal Commissario Consob A. Genovese nel corso dell'Audizione della Consob del 22 novembre 2016 davanti alla Commissione parlamentare per la semplificazione nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo* (disponibile all'indirizzo web: http://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione_+Genovese_20161122.pdf/3f9f339a-f308-46fa-8a56-6a8765f63557). In dottrina si vedano, per tutti, F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, VII Ed., 2014, Torino, p. 153 e ss.; A. Tucci, "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di R. Lener e E. Gabrielli), II ed., Torino, 2010, p. 181 e ss.; M. Cian, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di R. Lener e E. Gabrielli), II ed., cit.; C. Colombo, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in *La MiFID II, - Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati* (a cura di V. Troiano e R. Motroni) Padova, 2016. Si ricorda che prima dell'entrata in vigore della MiFID il Testo unico della finanza ripartiva i clienti in due sole categorie: i clienti *ordinari* e i clienti *qualificati*: mentre ai primi si applicavano tutte le regole di condotta previste dal Reg. Intermediari, ai secondi tendenzialmente nessuna.

210 Anche se in quest'ultimo caso, l'intermediario deve comunque tener conto della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o professionale.

211 Per i servizi di mera esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini (*execution only*) è ammessa la possibilità di prescindere dalle informazioni e dalle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza, purché (art. 43, Reg. Intermediari): a) i servizi siano connessi a strumenti finanziari «non complessi»; b) i servizi siano prestati su iniziativa del cliente; c) il cliente sia stato informato della natura di *execution only* del servizio e delle sue conseguenze; d) l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

lo della comprensione dei rischi (art. 40, 2° co., Reg. Intermediari);

- il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento (art. 40, comma 2, Reg. Intermediari)²¹².

Al tempo stesso non trovano applicazione nei rapporti con le *controparti qualificate* quelle regole di comportamento che gli intermediari devono invece tenere nei confronti della clientela *retail* nei servizi di esecuzione di ordini, di negoziazione per conto proprio e di ricezione e trasmissione di ordini.

Questa impostazione di fondo data alla materia dalla Direttiva MiFID rimarrà pressoché inalterata – per gli aspetti che riguardano i profili di trasparenza – anche con l'entrata in vigore il prossimo 3 gennaio 2018 della Direttiva 2014/65/UE nota come MiFID II²¹³, limitandosi quest'ultima ad estendere alle controparti qualificate e agli investitori professionali alcune regole che con la MiFID trovavano applicazione soltanto in relazione ai clienti *retail* (ad esempio in materia di informativa su costi e oneri)²¹⁴.

Il piano sul quale la MiFID II ha invece maggiormente innovato è quello della condotta e dell'organizzazione degli intermediari, piano che rende anche più efficace l'assolvimento degli stessi oneri informativi per il semplice fatto che le imprese di investimento dovranno "garantire e dimostrare" che le persone fisiche preposte a fornire consulenza ed informazioni siano in possesso delle "conoscenze e competenze necessarie" per poter adempiere gli obblighi informativi prescritti dalla stessa direttiva (così l'art. 25, comma 1, MiFID II).

Da quest'ultimo punto di vista deve essere letta anche la nuova disciplina contenuta nel Regolamento n. 600/2014 (Regolamento MiFIR)²¹⁵ in tema di *product governance*, che ha richiesto alle imprese di investimento non solo di comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano ai propri clienti per realizzare al meglio i relativi interessi, ma anche di concepire detti prodotti – sia nella fase di ideazione quanto nella successiva attività di distribuzione degli stessi – in funzione delle esigenze dei clienti.

Ci si riferisce in particolare al dovere dei *manufacturers* – ossia di coloro che ingegnerizzano i prodotti finanziari – di provvedere al *design* dei prodotti in modo tale che gli stessi siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali, garantendo altresì che siano successivamente distribuiti al mercato di riferimento individuato. Esiste poi il dovere degli intermediari che curano la fase "distributiva" e di relazione con il cliente – i *distributors* – di definire le proprie

212 In altre parole è possibile affermare che per i clienti *professionali* la valutazione dell'adeguatezza si riduce in sostanza alla sola valutazione della corrispondenza agli obiettivi di investimento.

213 In via generale l'art. 24 della MiFID II impone agli intermediari di "agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio l'interesse dei loro clienti" garantendo che le informazioni rese ai clienti siano "corrette, chiare e non fuorvianti".

214 Per una analisi generale della disciplina contenuta nella Direttiva MiFID II si vedano: N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, III ed., Oxford, 2016, p. 352 e ss.; J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.M. Gordon, C. Mayer, J. Payne, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, p. 205 e ss.; D. Busch e G. Ferrarini, *Regulation of the EU Financial Markets - MiFID II & MiFIR*, Oxford, 2017.

215 Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari del 15 maggio 2014.

strategie commerciali e di business in coerenza con i bisogni e le caratteristiche degli investitori serviti.

Attraverso questa disciplina si è inteso anticipare la tutela del cliente dalla fase precontrattuale in senso stretto a quella, ancora precedente, della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione²¹⁶.

Proprio a tale fine, il regolamento MiFIR ha attribuito alle Autorità nazionali competenti il potere di attivare iniziative di *product governance* di pervasività progressivamente crescente ogniqualvolta dovessero riscontrare che un intermediario (sia esso "produttore" o "distributore" di un prodotto) abbia costruito o commercializzato un prodotto senza rispettare le norme della Direttiva MiFID (ad esempio, in quanto portatori di un conflitto di interessi, o a causa della eccessiva complessità del prodotto o della sua non rispondenza alle attese della clientela di riferimento).

Così le Autorità potranno inizialmente svolgere una attività di *enforcement* di tipo "proattivo" nei confronti degli intermediari, ad esempio indicando loro quali debbano essere i correttivi da apportare alla propria attività o ai propri prodotti. Nel caso in cui detta attività non dovesse dimostrarsi sufficiente potranno anche intervenire sui prodotti o sulle attività con un'azione cosiddetta di *product intervention* – disciplinata dagli artt. 39-42 del Regolamento MiFIR – che può essere graduata con un serie di atti che variano dalla semplice richiesta di modifica dei materiali pubblicitari, alla sospensione temporanea della commercializzazione di un prodotto, alla restrizione nella vendita o distribuzione del prodotto o del servizio (ad esempio alla sola clientela *non retail*), sino al divieto permanente di commercializzazione, vendita o distribuzione di determinati strumenti finanziari o di determinate attività o pratiche finanziarie. In questo caso l'Autorità competente dovrà pubblicare sul proprio sito internet l'avviso relativo alla decisione di imporre un qualsiasi divieto o una qualsiasi restrizione²¹⁷.

Va comunque qui precisato che le attività che compiono le Autorità nazionali competenti quando esercitano i poteri di *product governance* e di *product intervention* vanno tenute distinte, dal punto di vista sia concettuale sia formale, rispetto a quella che le stesse compiono al momento di approvazione dei prospetti informativi.

Come noto, infatti, le Autorità nazionali competenti, in sede di approvazione del prospetto, secondo quanto dispone l'art. 2, par. 1, lett. q), della Direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto), hanno il potere/dovere di verificare (solamente) la completezza, coerenza e comprensibilità dell'informazione fornita al pubblico col documento in questione. Secondo questa normativa, pertanto, in sede di approvazione di un prospetto

216 In questi termini si esprime il Documento tecnico allegato al testo dell'Audizione del Commissario Consob A. Genovese del 22 novembre 2016 cit.

217 Il potere di *product intervention* delle Autorità nazionali competenti è stato disegnato dal Legislatore europeo come una sorta di *extrema ratio* dell'*enforcement* e della supervisione in ragione del forte impatto sull'autonomia negoziale dei privati che esso comporta. Il Regolamento MiFIR, all'art. 42, comma, 2, lett. b), prevede infatti un intervento di *product intervention* soltanto nel caso in cui le Autorità nazionali abbiano ragionevole motivo di ritenere che i requisiti normativi previsti dal diritto dell'Unione europea per il prodotto d'investimento, lo strumento finanziario, il deposito strutturato, l'attività o la pratica, non siano sufficienti a proteggere gli investitori o l'ordinato funzionamento del mercato o l'integrità dei mercati finanziari che una migliore vigilanza o applicazione dei requisiti esistenti non consentirebbe di fronteggiare il problema in modo più efficace. Sul punto si rinvia a S. Alvaro, *Regolazione e Product Intervention*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema* (a cura di R. Di Raimo e A. Gentili), Diritto Privato – Nuovi Orizzonti, 2016, vol. 7, p. 299 e ss.

relativo ad un prodotto finanziario particolarmente complesso e/o rischioso e/o innovativo, le Autorità nazionali possono intervenire esclusivamente sulla *disclosure* fornita al mercato, eventualmente evidenziandone i relativi fattori di rischio²¹⁸. Tale scrutinio, evidentemente, non può rappresentare un ostacolo all'eventuale successiva (o anche contestuale) adozione di provvedimenti di *product intervention*, che si fondano sulla valutazione di distinti presupposti applicativi (fra i quali non rientra la *disclosure* in sé e per sé considerata)²¹⁹. Per questa ragione potrà accadere che la commercializzazione, distribuzione o vendita di un determinato strumento finanziario venga vietata da una Autorità nazionale indipendentemente dal fatto che in precedenza il prospetto informativo relativo allo stesso prodotto fosse stato approvato dalla stessa Autorità²²⁰.

Da quanto sinora detto pare allora potersi evincere che, nell'ambito dei servizi di investimento, gli intermediari sono tenuti, da un lato, a descrivere agli investitori *retail* l'esistenza di tassi variabili (anche negativi) nell'ambito dell'informativa sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari trattati; dall'altro, a conformarsi alle disposizioni della Direttiva MiFID che impone loro di progettare gli strumenti finanziari e di distribuirli solo per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali.

In questo senso, sembrerebbe naturale attendersi che un *manufacturer* progetti un'obbligazione a tasso variabile con una limitazione inferiore "a zero" (per evitare che un'Autorità nazionale consideri l'ipotesi di intervenire con i propri poteri di *product governance* e di *product intervention*). Ciò non tanto e non solo per le caratteristiche tipologiche delle obbligazioni, quanto soprattutto per il fatto che i clienti *retail* che si affacciano generalmente sul mercato obbligazionario intendono acquistare un prodotto finanziario che non solo garantisca loro la restituzione del valore nominale del capitale alla scadenza, ma altresì che, in presenza di tassi di mercato eventualmente negativi, non li veda pagatori di un tasso di interesse a favore dell'emittente; evenienza questa che, in ogni caso, per le obbligazioni strutturate andrebbe ben chiarita, sia nel prospetto informativo sia nei KID.

218 Da questo punto di vista pertanto, non pare ipotizzabile una responsabilità da prospetto dell'Autorità nazionale conseguente al fatto di avere approvato un documento d'offerta relativo a un prodotto particolarmente complesso e/o rischioso. Va poi considerato che, specie nel caso di prodotti non-*equity*, è frequente l'utilizzo da parte degli emittenti/offertori di prospetti di base relativi a programmi d'offerta, cosicché le effettive caratteristiche del singolo prodotto emesso od offerto saranno conosciute solo al momento della pubblicazione delle condizioni definitive.

219 Sulla base delle medesime considerazioni, si deve concludere che la successiva attivazione del potere disciplinato dall'art. 32, par. 1, della MiFIR non rende invalido il prospetto in precedenza pubblicato né potrebbe determinare, di per sé, una responsabilità da prospetto in capo all'Autorità che ha proceduto all'approvazione dello stesso. Detta responsabilità infatti postula necessariamente una violazione dei doveri gravanti sull'Autorità medesima ai sensi della Direttiva 2003/71/CE.

220 Peraltro va da sé che, per quanto riguarda gli strumenti finanziari, esistono intersezioni fra l'attività posta in essere da una Autorità nazionale in sede di approvazione di un prospetto e l'attività di *product intervention*. L'istruttoria di approvazione del prospetto (unitamente, nel caso di prospetto di base, alla successiva analisi delle condizioni definitive) rappresenta la *sede privilegiata* per poter intercettare *ab origine*, ossia prima della loro offerta al pubblico, prodotti che devono essere presi in considerazione anche ai fini dell'esercizio dei poteri di *product intervention*.

13.1 Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ult. comma, c.c

Occorre da ultimo ricordare qui che la raccolta di capitali da parte delle società per azioni o in accomandita per azioni con "tasso" fisso negativo – a cedola negativa e/o, dato il prezzo osservato sul mercato, a tasso di rendimento negativo –, o con clausole parametriche di indicizzazione del capitale idonee a determinare una diminuzione del valore nominale di rimborso alla scadenza, è comunque del tutto legittima se effettuata tramite l'emissione degli *strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ult. comma, c.c.*²²¹.

Infatti la scelta di fondo effettuata in questa materia dalla Riforma del diritto societario del 2003 è consistita proprio nell'affermare il principio della sussidiarietà della regola giuridica rispetto al libero dispiegamento degli interessi delle parti contrattuali per permettere alle società per azioni di utilizzare la più ampia gamma possibile di prodotti finanziari per raccogliere sia capitale di debito che di rischio²²².

In altre parole il legislatore ha voluto ampliare il più possibile le tecniche di finanziamento della società per azioni e in accomandita per azioni sia, come detto, consentendo all'autonomia statutaria di delineare variegati contenuti delle obbligazioni, sia introducendo la più vasta categoria degli strumenti finanziari partecipativi, non partecipativi e "ibridi", ossia dotati di diritti patrimoniali e amministrativi (escluso il voto in assemblea) liberamente determinabili dalle parti²²³. Strumenti che hanno fortemente affievolito se non superata quella che un tempo veniva considerata la tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito e tra investimento e finanziamento, ossia tra le forme di raccolta di risparmio che, almeno formalmente, attribuiscono un diritto di credito al rimborso dei versamenti effettuati e quelle che, invece, costituiscono capitale di rischio²²⁴.

Pertanto, mentre il sistema pone limiti ai diritti incorporabili in un titolo denominato "obbligazione" al fine di proteggere l'affidamento che su tale *nomen* ripongono i risparmiatori (diritto ad ottenere a scadenza la restituzione del capitale inve-

221 Quindi se l'indice di riferimento è rappresentato da un paniere di titoli, non si sarà in presenza di una obbligazione, quanto piuttosto di uno strumento finanziario quale può essere una *reverse convertible*, ossia un titolo di raccolta di capitale che contiene una opzione implicita in base e che viene rimborsato alla pari alla scadenza solo nel caso in cui il prezzo di un determinato titolo azionario preso a riferimento (quale sottostante dell'opzione) risulti superiore ad un determinato valore (*strike price*). Viceversa laddove il valore dovesse essere inferiore allo *strike price* il rimborso del titolo avverrebbe mediante la consegna di un prefissato numero di azioni sottostanti o mediante il pagamento del corrispondente valore, inferiore al valore nominale del titolo. (Sul tema si veda la Comunicazione Consob n. DEM/81249 del 31 ottobre 2000).

222 M. Vietti, *Nuove Società per un nuovo mercato – La riforma delle Società commerciali*, Roma, 2003, p. 15 e 34.

223 Cfr. A. Giannelli, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013; M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, p. 519; id., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 141 e ss.; L. Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di 'strumenti finanziari partecipativi' in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, I, p. 166; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, p. 542; F. Corsi, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 414; U. Tombari, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1068; M. Cian, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, 2006; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012; P. Spada, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi*, in *Riv. dir. imp.*, 2004, 253 e ss.

224 M. Miola, cit., p. 439.

stato al suo valore nominale ma non anche diritto ad una remunerazione), viceversa l'art. 2346, comma 6, c.c. lascia piena e incondizionata libertà alla società emittente nella conformazione dei diritti patrimoniali connessi al titolo²²⁵.

Tale autonomia contrattuale non è altro che una diretta applicazione di quel generale principio sancito dall'art. 1322 del codice civile secondo cui le parti possono liberamente sia "determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge" (comma 1), sia "concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico" (comma 2).

Da quanto si è detto sino a qui è possibile affermare che il tema della raccolta di capitali a "tasso" fisso negativo da parte delle società italiane non appare tanto un problema di legittimità (fatto di cui nessuno dubita), quanto un problema di riconduzione di tale raccolta alla fattispecie "obbligazione" o alla fattispecie "strumento finanziario" di cui all'art. 2346, ult. comma, c.c. a seconda delle modalità mediante le quali viene svolta. Si tratterà di obbligazioni nei casi in cui la raccolta preveda un rimborso del capitale alla scadenza quantomeno pari al valore nominale del titolo e di strumenti finanziari negli altri casi.

Pare perdere allora anche gran parte di significato una eventuale indagine volta a comprendere, ad esempio, se l'emissione di obbligazioni a "tasso" negativo nelle quali è invertito l'onere di pagare il rendimento dal mutuante al mutuatario o nelle quali il tasso negativo viene 'incorporato' nel più alto prezzo di emissione rispetto a quello di rimborso nominale (obbligazioni *zero coupon*), rappresenti o meno un mutamento tipologico dell'obbligazione in strumento finanziario di cui all'art. 2346, comma 6, c.c..

225 In questi termini Donativi, cit., p. 228.

Bibliografia

- AA.VV. (con il coordinamento di G. Gomel), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010.
- Abriani N., Calvosa L., Ferri Jr. G., Giannelli G., Guerrera F., Guizzi G., Motti C., Notari M., Paciello A., Regoli D., Rescio G. A., Rosapepe R., Stella Richter Jr. M., Toffoletto A., *Diritto delle società*, Milano, 2004.
- Addis F., *Il "codice" del consumo, il codice civile e la parte generale del contratto*, in *Obbligazioni e contratti*, 2007.
- Al-Deehani T., Abdelkarim R.A., Murinde V., *The Capital Structure of Islamic Banks under the Contractual Obligation of Profit Sharing*, in *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2, 1999.
- Alpa G., *I diritti dei consumatori e il «codice del consumo» nell'esperienza italiana*, in *Contr. impr./Europa*, 2006.
- Alpa G., *Il codice del consumo*, in *Contratti*, 2005.
- Alvaro S., *Il quadro normativo italiano in tema di commercializzazione di pietre preziose presso lo sportello bancario*, in *Banca, Impresa e Società*, 2017, n.1.
- Alvaro S., *La finanza Islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Quaderno Giuridico Consob n. 6, luglio 2014.
- Alvaro S., *Regolazione e Product Intervention*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema* (a cura di R. Di Raimo e A. Gentili), *Diritto Privato – Nuovi Orizzonti*, 2016, vol. 7.
- Angelici C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.
- Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, VII Ed., 2014, Torino.
- Aristotele, *Etica Nicomachea*, Vol. 7 delle *Opere* a cura di A. Plebe, Bari, 1985.
- Aristotele, *Politica*, Vol. 9 delle *Opere* a cura di R. Laurenti, Bari, 1986, Libro I, cap. 9-11
- Armour J., Awrey D., Davies P., Enriques L., Gordon J.M., Mayer C., Payne J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016.

- Ascarelli T., *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1959.
- Audino A., *Commento sub art. 2411*, in *Commentario breve al diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, II ed., 2011.
- Baldwin J. W., *The Medieval Theories of the Just Price: Romanists, Canonists, and Theologians in the Twelfth and Thirteenth Centuries*, «Transactions of the American Philosophical Society», N.S. 49/4, Philadelphia 1959.
- Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE*, 2014.
- Banca d'Italia, *Relazione annuale – appendice*, Roma, 31 maggio 2016.
- Barcellona M., *I derivati e la causa negoziale*, in *Contratto e impresa*, 2014.
- Barenghi A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005.
- Barker E., *The Political Thought of Plato and Aristotle*, New York, Dover, 1959.
- Baroncelli S., *Art. 47 (voce)*, in *Commentario alla Costituzione* (a cura di Bifulco, Celotto, Olivetti), Vol. I, Torino, 2006.
- Bartalena A., *Le nuove obbligazioni*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 2005.
- Bartolacelli A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012.
- Bassan F., Mottura C., *From Savior to Guarantor: The EU Member States' Economic Intervention during the Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, 2015.
- Bentham J., *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, Londra, 1789, ristampa, Oxford, 1948.
- Bernanke B., *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Federal Reserve Bank, marzo 2005.
- Bernardino A., *Finanza*, voce, in *Noviss. Dig. It.*, VII, Milano, 1975.
- Bindseil U., Domnick C., Zeuner J., *Critique of accomodating central bank policies and the 'expropriation of the saver'*, European Central Bank, Occasional paper n. 161, maggio 2015.
- Breccia U., *La parte generale fra disgregazione del sistema e prospettive di armonizzazione*, in *R. crit. d. priv.*, 2008.
- Breccia U., *Le obbligazioni*, in *Tratt. di dir. priv.*, dir. da G. Judica, P. Zatti, Milano, 1991.
- Bridgman, P.W., *La critica operativa della scienza*, Torino, Boringhieri, 1969.
- Buonocore V., *Il prestito Enel e l'indicizzazione delle obbligazioni di società*, in *Giur. comm.*, 1974, I.
- Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets - MiFID II & MiFIR*, Oxford, 2017.

- Campobasso G., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato* (a cura di G.B. Portale), Milano, 1983.
- Campobasso G.F., *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1983, II.
- Campobasso G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale), 5.
- Caputo Nasseti F., *Le clausole di indicizzazione nei finanziamenti e nel leasing*, in *Giur. comm.*, 2016, I.
- Carbonetti F., *Clausole di indicizzazione*, in *Dizionario del diritto privato* (a cura di N. Irti), Milano, 1980.
- Carleo A., Mottura C., *Considerazioni tecniche su alcuni precedenti recenti in casi finanziari*, working paper predisposto per il convegno su "I Precedenti", Roma, Accademia dei Lincei, luglio 2017.
- Carleo A., Mottura C., *Calcolo giuridico e mercati finanziari*, in *Calcolabilità giuridica* (a cura di Carleo A.), Bologna, il Mulino, 2017.
- Carleo A., Mottura C., *Finanza derivata, Regolazione e Rischi*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema* (a cura di R. Di Raimo e A. Gentili), Diritto Privato – Nuovi Orizzonti, 2016, vol. 7.
- Casella P., *Le obbligazioni indicizzate all'indice?* in *Giur. comm.*, 1983, II.
- Cassel G., *The Nature and Necessity of Interest*, London-New York, 1903.
- Castellani G., De Felice M. Moriconi F., *Manuale di finanza. I. Tassi d'interesse. Mutui e obbligazioni*, Bologna, Il Mulino, 2005.
- Castronovo C., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006.
- Castronovo C., Mazzamuto S. (a cura di), *Diritto privato europeo*, Milano 2007.
- Casulli V. R., *Donazione (Diritto civile)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1964, XIII.
- Cavallo Borgia R., *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988.
- Ceccarelli G., *Denaro e profitto a confronto: le tradizioni cristiana e islamica nel medioevo*, in: Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa. Quaderno n. 30 (http://www.assbb.it/contenuti/news/files/quaderno_etica_30.pdf).
- Cherti S., *Il mutuo (tra codice civile e legislazione speciale)*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.
- Cian M., *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di R. Lener e E. Gabrielli), II ed., 2010.
- Cian M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006.

- Ciocca P., Nardozi G., *L'alto prezzo del danaro. Un'interpretazione dei tassi di interesse internazionali*, Roma-Bari, 1993.
- Civale F., *Clausole floor nei contratti di mutuo e di leasing: prime riflessioni*, in *Giustizia civile. Com*, 2015.
- Civale F., *Euribor negativo, interessi e clausole floor: prime riflessioni*, in *Dir. bancario*, www.dirittobancario.it/approfondimenti.
- Colagrosso E., G. Molle, *Diritto bancario*, Roma, 1960.
- Colombo C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in *La MiFID II, - Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati* (a cura di V. Troiano e R. Motroni) Padova, 2016.
- Cordero Moss G., *International Commercial Contracts*, Cambridge University Press, 2014.
- Corsi F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I.
- Cossa M., Perassi M., *Le obbligazioni*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli* (a cura di M. Vietti), Torino.
- Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da Cottino), vol. VIII, Padova, 2004.
- Costi R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006.
- Costi R., *L'ordinamento bancario*, V ed., Bologna, 2012.
- Cuffaro V. (dir.), *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Bologna, 2005.
- Curtin D., 'Accountable Independence' of the European Central Bank: Seeing the Logics of Transparency, in *European Law Journal*, 2017, vol. 23, Issue 1-2, p. 22-33
- Dalmartello A., *Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive*, in *Riv. dir. bancario*, 2017, n. 2.
- De Cristofaro G., *Le discipline settoriali dei contratti dei consumatori*, in *Mercati regolati, Tratt. Roppo*, vol. V, Milano 2014.
- De Donno S., *La politica monetaria della BCE*, in *La banca centrale europea*, a cura di Belli F. e Santoro V., Milano, 2003.
- de Finetti B., *Sulle operazioni finanziarie*, *Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari*, 6(1935), 4.
- De Luca N. , Stagno d'Alcontres A., *Obbligazioni di società* (voce), in *Enc.Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002.
- De Poli M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.
- De Vincentiis P., *Il mercato obbligazionario*, Torino, 2002.
- Delaporte L., *Mesopotamia* (trad. V.G. Childe), New York, 1925.

- Di Majo Giaquinto A., *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967.
- Dolmetta A.A., *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in *Riv. dir. bancario*, diritto-bancario.it, 21, 2016;
- Dolmetta A.A., *Tasso variabile e valori negativi*, in *Riv. dir. bancario*, 2016, n. 35.
- Donativi V., *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, 3, Torino, 2011.
- Draghi M., *Affrontare le cause dei tassi di interesse bassi*, intervento tenuto il 2 maggio 2016 a Francoforte in apertura della tavola rotonda dal titolo *Il futuro dei mercati finanziari: una diversa prospettiva sull'Asia*.
- Einzig V. P., *Primitive Money*, Eyre & Spottiswoode, Londra, 1948.
- El-Gramal M., *An Economic Explication of the Prohibition of Riba in Classical Islamic Jurisprudence*, in *Proceeding of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance*, Centre for Middle Eastern Studies, Harvard University, Cambridge, MA, 2000.
- El-Gramal M., *Interest and the Paradox of Contemporary Islamic Law and Finance*, *Forham International Law Journal*, 2003.
- Enriques L., *Quartum non datur: appunti in tema di 'strumenti finanziari partecipativi' in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa e tit.cred.*, 2005, I.
- Epstein L.G., Wang T., *Intertemporal Asset Pricing under Knightian Uncertainty*, in *Econometrica*, vol. 62, n. 3, 1994.
- Evangelisti P., *Il pensiero economico nel Medioevo. Ricchezza, povertà, mercato e moneta*, Roma 2016.
- Fauceglia G., *sub art. 1813*, in *Dei singoli contratti*, a cura di Valentino, *artt. 1803-1860*, in *Commentario Gabrielli*, Torino, 2011.
- Fausti P.L., *Il mutuo*, in *Tratt. Dir. Civ.*, CNN diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2004.
- Ferrara Jr. F., *Il fallimento* Milano, 1966.
- Ferraro F., *Analogia e codici di settore*, in *R. d. civ.*, 2011.
- Ferri jr. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in AA.VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma* (a cura di Montagnani), Milano, 2004.
- Ferro Luzzi P., *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I.
- Ferroni L., *La nuova disciplina del contratto di mutuo ad interessi usurari*, Napoli, 1997.
- Fisher I., *The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It* (1930), Kelley & Mcmillan, New York, 1954.
- Foglia M., *Il contratto autoregolato: le merger clauses*, Torino, 2016.

- Fogliata I., *Tassi negativi, deflazione ed effetti collaterali della grande crisi: le distorsioni del c.d. "financial upside down world" esaminate dal lato tecnico*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, marzo 2016.
- Forchielli P., *I contratti reali*, Milano, 1952.
- Fragali M., *del mutuo*, in *Commentario del codice civile*, A. Scialoja - G. Branca (a cura di), Roma, 1966.
- Gabrielli E., *Alea*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 1988.
- Gaggero P., *La modificazione unilaterale dei contratti bancari*, Padova, 1999.
- Gaggero P., *La trasparenza del contratto. Per un'analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Milano, 2011; G. Alpa, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003.
- Galasso A., *Mutuo e deposito irregolare*, Milano, 1967; B. Gardella Tedeschi, *Mutuo (contratto di)*, in *D. disc. Priv. Sez. comm.*, vol XI, Torino, 1994.
- Galiani F., *Della moneta*, (1780), Milano, 1929.
- Galletti D., *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria, profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*", in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I.
- Gambini M., *Fondamento e limiti dello jus variandi*, Napoli, 2000.
- Gambino F., *I mutui usurari tra logica imperativa ed analisi economica del diritto*, in *Contr. e Imp.*, 2001.
- Giampiccolo G., *Comodato e mutuo*, in *Tratt. Dir. Civ.*, dir. da G. Grosso e F. Santoro-Passarelli, Milano, 1972.
- Giampiccolo G., *Mutuo (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, vol. XXVII, Milano, 1977.
- Giannelli A., *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013.
- Giannelli A., *sub art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari), Vol 7, *Obbligazioni. Bilancio*.
- Gilchrist J., *The Church and Economic Activity in the Middle Ages*, London 1969.
- Girino E., *I derivati 'impliciti': virtù e vizi della scomposizione*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 2016.
- Greco F., *La violazione della regola di trasparenza nel mutuo con tasso floor ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito*, in *Resp. civ. e prev.*, 2015.
- Greco G., *Trasparenza bancaria e condizioni generali alla luce della direttiva sulle clausole abusive*, in *Studi e ricerche*, 1995.
- Guastini R., *Defettibilità, lacune assiologiche ed interpretazione*, in *Revus*, 2010.
- Guizzi F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005.

- Heider F., Saidi F., Schepens G., *Life Below Zero: Bank Lending Under Negative Policy Rates*, August 23, 2017 (<http://www.eief.it/files/2017/08/saidi.pdf>)
- Hirshleifer J., *Investment, Interest and Capital*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1970.
- Homer S., Sylla R., *A History of Interest Rates*, 1991, trad. it. *Storia dei tassi di interesse*, Bari, 1995.
- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.it.html>.
- Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Pearson, 2012.
- Inzitari B., *Interessi. Legali, corrispettivi, moratori, usurari, anatocistici*, Torino, 2017.
- Inzitari B., *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 2011.
- Inzitari B., *Interessi*, in *Dig. Disc. Priv., Sez. civ.*, Vol. IX, 1993, p. 566 e ss.
- Inzitari B., *La moneta*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl.econ.*, diretto da F. Galgano, VI, 1983.
- Iorio G., *Le clausole attributive dello jus variandi*, Milano, 2008.
- Irti N., "Codici di settore": compimento della "decodificazione", in *Dir. e società*, 2005.
- Irti N., *L'età della decodificazione*, Milano 1979.
- Irti N., *L'ordine giuridico del mercato*, Bologna. 1998
- Joergensen A., Risbjerg L., *Negative Interest Rates*, in *Monetary Review*, n. 3, parte I, 2012, p. 59 e ss.
- Keynes J.M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 2006.
- Keynes J.M., *The Treatise on Money*, 1930, trad. it. di Radaeli e Treves, 1923-34.
- Kindleberger C.P., *A Financial History of Western Europe*, Londra, 1984 trad. it. *Storia della finanza dell'Europa occidentale*, Roma-Bari, 1987.
- La Sala E., Bruno F., *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Soc.*, 2009.
- Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I.
- Lamandini M., Muñoz D.R., *EU Financial Law*, Milano, 2016.
- Lamandini M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- Langholm O., *Economics in the Medieval Schools. Wealth, Exchange, Value, Money and Usury According to the Paris Theological Tradition. 1200-1350*, Leiden, New York-Köln 1992 (Studien und Texte zur Geistesgeschichte des Mittelalters, 29).

- Langholm O., *The Merchant in the Confessional. Trade and Price in the Pre-Reformation Penitential Handbooks*, Leiden-Boston 2003 (Studies in Medieval and Reformation Thought, 93).
- Libertini M., *Interessi*, in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972.
- Lipari N. (a cura di), *Trattato di diritto privato europeo*, Padova 2003.
- Luoni S., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010.
- Maffei Alberti A., *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2007.
- Maffei D., *I derivati incorporati sono derivati ed incidono sulla qualificazione civilistica dei contratti di finanziamento*, in *Società*, 2016.
- Maffei D., *La Causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi e richiede la sostituzione, convenzionale o giudiziale, del parametro esterno divenuto durevolmente negativo*, in *Riv. dir. bancario*, 2016.
- Maimonides M., *Il Codice di Maimonide*, Vol. XIII, Libro delle Leggi Civili, Mishpatim, regole del Debitore e del Creditore, cap. VI: I, trad. dall'ebraico di J.J. Rabino-witz, New Haven, Yale University Press, 1949).
- Malatesta A., *La Banca centrale europea*, Milano, 2003.
- Marinetti G., *Interessi (dir. civ.)*, in *Nov.mo Dig. it.*, VIII, Torino, 1962, p. 858.
- Marshall A., *Principi di economia*, (1920), Torino, 1959, Libro VI, Cap. VI.
- Masera R., *The Term Structure of Interest Rates. An Expectations Model tested on Post-War data*, Oxford University Press, Oxford, 1972.
- Mawdudi A., *The Prohibition of Interest in Islam*, Al-Islam, June 1986.
- Mazzamuto S., *Il contratto europeo nel tempo della crisi: ed ecco venire un grande vento di là dal deserto (Giobbe 1, 19)*, in *Europa dir. priv.*, 2010.
- Mazzamuto S., *Mutuo di scopo*, in *Enc. giur.*, vol XX, Roma, 1992.
- Mazzoni C., *Frutti civili e interessi di capitale*, Milano, 1985.
- Mengoni L., *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999.
- Merusi F., *Art. 47 Commentario alla Costituzione - Rapporti economici*, Tomo III, Bologna, 1980.
- Messineo F., *Manuale di diritto civile e commerciale*, Milano, 1952.
- Mignoli A., *Il capitale versato ed esistente come limite all'emissione di obbligazioni*, *Riv.dir.civ.*, 1961, II.
- Mill J.S., *Principi di economia politica*, II, XV, (1848), Milano, 2009.
- Minervini E., *Codice del consumo*, in *Dig. disc. priv. Sez. civ., Aggior.* III, 2007.

- Miola M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I.
- Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, III ed., Oxford, 2016.
- Morelato E., *Nuovi requisiti di forma nel contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006.
- Mottura C., *Effetti dei tassi di interesse negativi nel linguaggio finanziario: alcune avvertenze tecniche*, Università Roma Tre, Collana del Dipartimento di Studi Aziendali, Working Paper, Numero 1, 2016.
- Mottura C., *Il ruolo del rischio nella recente crisi dei mercati finanziari*, *Gnosis, Rivista Italiana di Intelligence*, n. 4, 2010.
- Munro D.C., *The Middle Ages*, The Century Co., New York, 1921.
- Nelson N.B., *The Idea of Usury*, Princeton University Press, Princeton 1949 (trad .it. *Usura e cristianesimo. Per una storia dell'etica moderna*, Firenze, 1967).
- Niccolini G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv.dir.comm.*, 1988, I.
- Nivarra L., *Diritto privato e capitalismo: regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli 2010.
- Nivarra L., *Il mutuo*, Milano, 2000.
- Noonan J.T., *The Scholastic Analysis of Usury*, Harvard University Press, Cambridge 1957.
- Noonan jr. J. T., *The Scholastic Analysis of Usury*, Cambridge (Mass.) 1957.
- Notari M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I.
- Oppo G., *Finanziamenti in ECU, clausole monetarie, garanzie del prestito*, in *Riv.dir.civ.*, 1985, I.
- Orestano A., *Il mutuo*, Tratt. Roppo-Benedetti, IV, 2, Milano, 2014.
- Pagliantini S., *L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone di Gentili e della Corte di Giustizia (il dopo Radlinger aspettando le clausole floor sullo sfondo del nuovo art. 1190 code civil)*, in *Contratti*, 2016.
- Pajno A., *Una codificazione per frammenti*, in M.A. Sandulli (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, Milano, Giuffrè, 2005.
- Palmieri M., *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, I.
- Pandolfini V., *Gli interessi pecuniari*, Milano, 2016.
- Papadia F., Santini C., *La banca centrale europea*, Bologna, 2011.
- Parrillo F., *La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione*, in *Studi sulla Costituzione*, II, Milano, 1958.

- Pellanda A., *Le teorie contemporanee dell'interesse*, Bologna, 1979.
- Pellegrino G., *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008.
- Perassi M., *Banca centrale Europea*, in *Enc. Dir.*, Annali, IV, Milano, 2011.
- Pettiti D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.
- Pietranera G., *Interesse*, in *Dizionario di economia politica* a cura di C. Napoleoni, Milano, 1956.
- Pifferi M., Porta A., *La banca centrale europea*, Milano, 2011.
- Pigou A.C., *The Economics of Welfare*, London, 1920, II, VII.
- Piraino F., *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015.
- Plaia A. (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali. Il problema dell'autonomia delle normative di settore*, Milano 2008.
- Porcelli G., *Mutuo (contratto di)*, in *Il Diritto Enc. giur.*, vol. 9, Milano, 2007.
- Porzio C., *Le peculiarità dell'attività bancaria islamica*, in AA.VV., *Scritti in onore di Tancredi Bianchi*, Bancaria Editrice, Roma, 2009.
- Quadri E., *Gli interessi*, in *Tratt. di dir. priv.*, dir. da P. Rescigno, IX, Torino, 1999.
- Ricardo D., *Principi di economia politica*, Torino, s.d..
- Riccio A., *Il contratto usurario nel diritto civile*, Padova, 2002.
- Rogoff K.S., *La fine dei soldi*, il Saggiatore, 2017.
- Romagno G. W., *Il mutuo*, Milano, 2000.
- Roppo V., *Il contratto*, Milano, 2011.
- Roppo V., *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. giur.*, 2009.
- Rossi Carleo L., *La codificazione di settore: il codice del consumo*, in M.A. Sandulli (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, Milano 2005.
- Russo D., *Sull'informazione nei contratti*, Napoli, 2016; R. Senigaglia, *Accesso all'informazione e trasparenza: profili della conoscenza nel diritto dei contratti*, Padova, 2007.
- Russo T.A., *Contributo allo studio dei contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2014.
- Sandulli M.A. (a cura di), *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, Milano, Giuffrè, 2005.
- Sangiovanni V., *Mutui bancari, ammortamento alla francese e nullità delle clausole sugli interessi per indeterminatezza*, in *Corriere Giuridico*, 8-9/2014.
- Santosuosso D.U., *La Riforma del diritto societario*, Milano, 2003.

- Sarale M., *Delle obbligazioni*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004.
- Sarale M., Rivaro R., *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010.
- Sarale M., Sub Art. 2411, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, II, Bologna, 2004.
- Sartori F., *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contratto e impresa*, 2015.
- Sartori F., *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contratto e impresa*, Cedam, n.3, 2015.
- Scarpello A., *L'illecito da informazione economica e le nuove frontiere della responsabilità civile*, Milano, 1998.
- Scozzafava O.T., *Gli interessi monetari*, Napoli, 1984.
- Sen A.K. in *Denaro e valore: etica ed economia della finanza*, Prima lezione Paolo Baffi, Banca d'Italia, 26 aprile 1991.
- Siddiqi M.N., *Riba, Bank Interest and the Rationale of Its Prohibition*, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004.
- Signorelli F., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006.
- Simonetto E., *I contratti di credito*, Padova, 1953.
- Simonetto E., *Interessi*, in *Enc. Giur.*, XIX, Roma, 1989.
- Simonetto E., *Mutuo (Disciplina Generale)*, in *Enc. Giur.* Treccani, Roma, 1990, XX.
- Simonetto E., *Mutuo*, in *Enc. giur.*, vol. XX, Roma, 1992.
- Simonetto E., Tantini G., Maschio E., *Gli interessi nei rapporti a funzione creditizia*, Padova, 1981.
- Sinesio D., *Interessi pecuniari fra autonomia e controlli*, Milano, 1989.
- Smith A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Glasgow Edition, Vol. I, Oxford, 1776, Trad. it. *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, Milano, 1973.
- Spada P., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi*, in *Riv.dir.imp.*, 2004.
- Spagnuolo Vigorita V., *Principi costituzionali sulla disciplina del credito*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1962.
- Tatarano M., *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, Napoli, 2012.
- Tatarano M., *Il mutuo bancario*, in *I contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2016.

- Ter Kuile G., Wissink L., Bovenschen W., *Tailor-Made Accountability within the Single Supervisory Mechanism*, in *Common Market Law Review*, 2015, vol. 52.
- Tombari U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv.soc.*, 2002, p. 1068.
- Tridimas T. e Xanthoulis N., *A Legal Analysis of the Gauweiler Case – Between Monetary Policy and Constitutional Conflict*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Special Issue, 2016-1.
- Tucci A., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di R. Lener e E. Gabrielli), II ed., Torino, 2010.
- Vietti M., *Nuove Società per un nuovo mercato – La riforma delle Società commerciali*, Roma, 2003.
- von Mises L., *Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*, Wien, 1912.
- World Bank Group, *Global Economic Prospectus – Box 1.1, Negative Interest Rates in Europe. A Glance at Their Causes and Implications*, 2015.
- Zilioli C., Selmayr N., *The European Central Bank, its system and its law*, in Euredia, 1999.
- Zimatore A., *Il mutuo di scopo: problemi generali*, CEDAM, Padova, 1985.

Recenti pubblicazioni

- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione
Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini

- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
 Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione
 della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
 Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza Financial disclosure, risk perception and investment choices.
 Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
 Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement.
 Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
 Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani