

LE CLAUSOLE DI INDICIZZAZIONE COME STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI?

di **FRANCESCO CAPUTO NASSETTI**

Approfondimento del 17 dicembre 2015

ISSN 2420-9651

GIUSTIZIA CIVILE *.COM*

Utente: GIUSTIZIA CIVILE UTENZA EDITOR

giustiziacivile.com - n. 12/2015

© Copyright Giuffrè 2015. Tutti i diritti riservati. P.IVA 00829840156

Il Tribunale di Udine con la sentenza n. 711 del 13 maggio 2015 ha risolto una controversia a favore di un cliente della Hypo Aple Adria Bank in relazione ad un leasing immobiliare. Secondo il tribunale costituisce fatto pacifico che la locazione finanziaria non rientri fra i servizi e le attività di investimento né fra gli strumenti finanziari di cui agli articoli 1 e 5 del TUF. Il contratto di leasing oggetto della controversia era denominato in euro e conteneva sia la clausola di indicizzazione degli interessi al Libor del franco svizzero che quella al cambio euro/franco svizzero.

SOMMARIO: 1. La vicenda giudiziaria. - 2. I quanto derivative. - 3. Modalità di indicizzazione. - 3.1. Obbligazione di pagamento interessi. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento. - 3.2. Finanziamenti in moneta diversa da quella nazionale. Esclusione dal perimetro di esame. - 3.3. Obbligazione di pagamento del capitale. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento. - 4. Conclusioni.

1. La vicenda giudiziaria.

Il Tribunale di Udine con la sentenza n. 711 del 13 maggio 2015 [1] ha risolto una controversia a favore di un cliente della Hypo Aple Adria Bank in relazione ad un leasing immobiliare.

Secondo il tribunale costituisce fatto pacifico che la locazione finanziaria non rientri fra i servizi e le attività di investimento né fra gli strumenti finanziari di cui agli articoli 1 e 5 del TUF.

Il contratto di leasing oggetto della controversia era denominato in euro e conteneva sia la clausola di indicizzazione degli interessi al Libor del franco svizzero che quella al cambio euro/franco svizzero.

Il tribunale ha correttamente inquadrato la prima clausola come una semplice modalità di calcolo degli interessi che non incide sulla causa del contratto di leasing ed ha ritenuto che l'indicizzazione degli interessi, lungi dal costituire un'operazione fine a se stessa, fosse intimamente collegata alla funzione del leasing: essa infatti, interveniva a modificare il piano finanziario sotteso alla locazione finanziaria, introducendo un elemento di aleatorietà consapevolmente pattuito tra le parti.

Quanto alla clausola di indicizzazione al cambio il tribunale ha rilevato che essa comportava un vero e proprio scambio di flussi monetari che si affiancavano all'ordinario ammortamento dell'importo finanziato. Tali flussi sono stati considerati oggetto di un contratto a termine – con scadenza coincidente con quella prevista per le singole rate di leasing – collegato ad un tasso di cambio: in altre parole la clausola di indicizzazione produceva un meccanismo identico a quello apprestato dagli “strumenti finanziari derivati” di cui all'art. 1, comma 2, lett. D [2] del TUF.

In forza della clausola di indicizzazione al cambio, il canone mensile oggetto del contratto di leasing viene utilizzato come semplice base di calcolo per determinare il differenziale spettante all'uno o all'altro contraente, senza alcuna ulteriore funzione di riequilibrio del sinallagma contrattuale. In questo senso, la clausola si atteggia alla stregua di “strumento finanziario” ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. D, TUF e appare dotata di propria e autonoma causa rispetto a quella del leasing: si è dunque in presenza di un collegamento negoziale tra due contratti, ciascuno indipendente dall'altro.

La dicotomia fra i rapporti contrattuali, quello di leasing e quello costituito con la clausola di indicizzazione al cambio, importa le seguenti conseguenze secondo il tribunale: da un lato le somme versate dal cliente in forza della clausola non

costituiscono il corrispettivo del contratto di leasing (e conseguentemente si è escluso che potesse trattarsi di “interessi usurari”); dall’altro la banca, con riferimento a quello specifico strumento finanziario, avrebbe dovuto attenersi alle regole di condotta imposte agli intermediari finanziari dal TUF e dalla normativa regolamentare.

Acclarato peraltro l’inadempimento della banca a tali obblighi normativi il tribunale ha dichiarato risolto il contratto di “rischio cambio”, così accogliendo una delle domande in ipotesi formulate da parte attrice e condannando la banca a restituire quanto ricevuto in base a tale indicizzazione.

2. I quanto derivative.

Il tribunale di Udine per sostenere la propria ricostruzione della clausola di indicizzazione al cambio come uno strumento finanziario derivato richiama le *quanto option* [3]. Tale richiamo non appare corretto.

Con il termine “*quanto*” (utilizzato in inglese) si intende una tipologia di contratti derivati nei quali il sottostante è denominato in una moneta, mentre i pagamenti sono eseguiti in un’altra moneta ad un cambio prestabilito. Tale tipologia di derivati è utilizzata da investitori e speculatori che desiderano avere un’esposizione ad una attività denominata in moneta estera, ma non desiderano sopportare l’inerente rischio di cambio.

Tali strumenti sono di particolare utilità in quanto coprono il compratore dal rischio di fluttuazioni del cambio. Se un investitore americano investisse direttamente in azioni che compongono l’indice giapponese Nikkei – o su un *future* sull’indice Nikkei – egli sarebbe esposto sia al rischio di variazione dell’indice borsistico Nikkei sia al cambio dollaro/yen. Se acquista un *quanto future* – denominato in dollari – sull’indice Nikkei ottiene l’esposizione all’indice borsistico giapponese senza incorrere nel rischio di cambio dollaro/yen. In estrema sintesi, un *quanto derivative* ha un implicito cambio a termine con un importo variabile. È proprio la variabilità dell’importo nozionale che dà a questi contratti il nome “*quanto*”, l’abbreviazione di “*quantity adjusting option*”.

Le *quanto option* hanno sia lo *strike price* (prezzo di esercizio) che il sottostante di riferimento denominati nella stessa divisa. Al momento dell’esercizio il valore è calcolato convertendo in altra moneta ad un cambio prestabilito il valore intrinseco dell’opzione.

Esempi di comuni *quanto derivative* sono i *quanto future* (ad esempio, un contratto

future su un indice di borsa europeo che è pagato in dollari), le *quanto option*, nelle quali il pagamento avviene in una moneta diversa da quella del nominale sottostante, e i *quanto swap* (o *differential swap*), nei quali una parte paga gli interessi nella stessa moneta in cui è denominato l'importo nozionale, ma il tasso di interessi è riferito ad una moneta diversa (ad esempio, uno *swap* il cui nozionale è denominato in euro e gli interessi sono pagati in euro, ma vengono calcolati con riferimento al 3 mesi Libor del dollaro canadese).

La metodologia di *pricing* di questi derivati implica l'utilizzo di numerose variabili (indici di borsa, tassi di interesse, ecc...) denominate in una moneta che è diversa da quella che si utilizza per i pagamenti del derivato stesso. Si utilizza universalmente la formula di Girsanov [4].

Nella pratica i *quanto derivative* sono negoziati assiduamente, particolarmente nel mercato dei prodotti strutturati e nel mercato obbligazionario che conosce numerose emissioni denominate in una moneta con interessi calcolati sulla base di tassi espressi in una moneta diversa, ma pagati nella stessa moneta in cui è espresso il capitale.

Quanto option e *quanto future* sono pubblicamente quotati anche sui mercati regolamentati

quali il CME — Chicago Mercantile Exchange, Frankfurt Exchange, Johannesburg Stock Exchange. Basta andare sul sito della Borsa Italiana per trovare le indicazioni dei titoli “*quanto*” in circolazione [5].

La stessa tipologia di opzione è contenuta in titoli che vengono distribuiti alla clientela al dettaglio: si cita quale esempio il titolo obbligazionario emesso da Banca Imi Spa nel maggio del 2011 denominato *Quanto Euro/franco svizzero* con scadenza 30 giugno 2014 (codice Isin XS0630289592). Tale titolo prevede il rimborso del capitale a scadenza ed il pagamento degli interessi al 4,8% se il cambio franco svizzero/euro è a certe date superiore a 1,21876. Se il cambio citato è inferiore a tale livello nessun interesse è dovuto. In altre parole l'investitore ha concluso due contratti con la banca: un mutuo senza interessi ed una *quanto option* in base alla quale riceve un importo definito se si verifica un evento finanziario futuro ed incerto (il cambio franco svizzero/euro superiore a 1,21876). Se l'evento futuro si verifica l'investitore ha un rendimento maggiore rispetto a quanto avrebbe ottenuto investendo in un titolo ordinario a parità di rischio creditizio e durata. Nel caso contrario non riceve nulla e, quindi, perde gli interessi che avrebbe ottenuto nel caso di un investimento ordinario.

Elemento caratteristico delle *quanto option* è l'impegno, a fronte di un premio, che una parte assume a favore dell'altra di pagare una somma di denaro al verificarsi di un evento futuro ed incerto.

Nel caso trattato dal tribunale di Udine il richiamo ai *quanto derivative* appare inappropriato: il cliente non "vende" implicitamente alcuna *quanto option*. Nella fattispecie concreta, infatti, l'obbligazione di pagamento in euro del differenziale tra l'ammontare in franchi svizzeri originariamente pattuito e quello in vigore al momento del pagamento è *reciproca* e può andare a favore del cliente nel caso in cui il cambio euro/CHF fosse salito rispetto a quello iniziale o a favore della banca, come è accaduto, nel caso in cui il cambio euro/CHF fosse sceso rispetto a quello iniziale.

Diversamente la *quanto option* appartiene al prototipo di contratto derivato in forza del quale una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento. Si tratta di un contratto atipico ed aleatorio. In questa fattispecie manca la reciprocità dell'impegno di pagare il differenziale.

Se si vuole ricondurre la clausola di indicizzazione al cambio della fattispecie in esame ad uno strumento finanziario derivato il prototipo da prendere in considerazione è quello del contratto differenziale e più precisamente dello *swap* domestico, noto con l'espressione *domestic currency swap*. Lo *swap* domestico può essere definito come «*il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra a) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra gli stessi valori*» [6] [7].

Il contratto differenziale più in generale può essere definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori. Al momento della conclusione del contratto non è certo quale delle due parti sarà tenuta ad eseguire la prestazione e l'ammontare della stessa risulta, di norma, incerto in quanto determinabile soltanto alla scadenza del contratto. Anche in questo caso si tratta

di un contratto atipico ed aleatorio.

Se si analizza infatti l'essenza della clausola di indicizzazione al cambio euro/CHF il cliente, in aggiunta all'obbligazione di pagamento in euro della rata del leasing che supponiamo essere fissa, invariabile e stabilita al momento della conclusione del contratto, si è impegnato a pagare alla banca una somma in euro pari alla differenza positiva tra il cambio euro/CHF esistente al momento della conclusione del contratto e quello in essere al momento del pagamento della rata calcolata sull'ammontare della rata. Contestualmente la banca si è impegnata a pagare al cliente una somma in euro pari alla differenza negativa tra il cambio euro/CHF esistente al momento della conclusione del contratto e quello in essere al momento del pagamento della rata calcolata sull'ammontare della rata.

Dal punto di vista finanziario l'accostamento della clausola di indicizzazione al cambio ad uno strumento finanziario derivato (*domestic currency swap*) appare corretto come appare corretto anche l'accostamento fatto dal tribunale di Udine all'*interest rate swap* in relazione alla clausola di indicizzazione al tasso di interessi variabile del franco svizzero (Libor trimestrale).

Dubbi però sorgono in merito alla riqualificazione giuridica della clausola di indicizzazione al cambio come uno strumento finanziario derivato. Il tribunale di Udine afferma che *«la clausola descrive quello che, ai sensi dell'art. 1 d.lgs. n. 58 del 1998 è uno strumento finanziario, atteso che prevede dei flussi di denaro collegati all'andamento di una valuta estera, che vengono regolati autonomamente rispetto alle obbligazioni tipiche del contratto di leasing»*.

Si pensi infatti all'ipotesi in cui le parti vogliano effettivamente porre in essere un leasing od un finanziamento per finanziare un'attività del mutuatario denominata in franchi svizzeri: *a)* potranno erogare il finanziamento in franchi svizzeri oppure *b)* potranno erogare il finanziamento in euro ed indicizzarlo al cambio euro/CHF. In tale ultimo caso la clausola di indicizzazione sarebbe una modalità di attuazione dell'esplicita volontà contrattuale di erogare un finanziamento in euro indicizzato al franco svizzero e non un derivato (*domestic currency swap*) di copertura. Infatti, se il debitore con il prestito (denominato in euro e la cui restituzione va eseguita in euro) indicizzato per capitale al franco svizzero ha finanziato una attività in franchi svizzeri non sopporta nella sostanza il rischio di cambio (eventuali perdite di cambio sul prestito sono controbilanciate da utili di cambio sull'investimento e viceversa). Al contrario, se

finanzia una attività in euro sopporta il rischio di cambio. La clausola di indicizzazione può soddisfare sia uno scopo di copertura che di speculazione, ma la struttura della clausola non cambia. In una simile fattispecie appare più coerente qualificare la clausola di indicizzazione al cambio – al pari di quella di indicizzazione al tasso variabile – ad una modalità tecnica del contratto di finanziamento che rimane priva di autonomia causale non rappresentando un contratto autonomo rispetto al finanziamento.

3. Modalità di indicizzazione. - 3.1. Obbligazione di pagamento interessi. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento. - 3.2. Finanziamenti in moneta diversa da quella nazionale. Esclusione dal perimetro di esame. - 3.3. Obbligazione di pagamento del capitale. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento.

3.1. Obbligazione di pagamento interessi. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento.

Per meglio comprendere le differenze tra le clausole di indicizzazione ed i contratti derivati è bene prendere le mosse dall'analisi sistematica di tali clausole.

I mercati finanziari conoscono numerose clausole di indicizzazione di una obbligazione pecuniaria [8].

Limitandoci a quelle rilevanti al caso di specie si analizzano di seguito le clausole di indicizzazione dell'obbligazione di pagamento degli interessi e quelle di indicizzazione dell'obbligazione di pagamento del capitale [9].

I contratti di finanziamento a titolo oneroso – mutuo, prestito obbligazionario, sconto, anticipazione bancaria, apertura di credito in conto corrente, leasing finanziario, finanziamenti di scopo, riporto, ecc. – prevedono un'obbligazione di pagamento di interessi.

Il calcolo universale degli interessi è il seguente: $(\text{capitale} \times \text{tasso} \times \text{giorni})/365$ [10].

L'ammontare della prestazione di interessi si determina con un tasso di interesse, cioè una percentuale che si applica all'importo nozionale del contratto di finanziamento. Essendo noti tutti gli altri elementi della formula matematica sopra indicata – cioè il capitale di riferimento, il numero di giorni del finanziamento (ovvero il numero di giorni intercorsi tra l'erogazione e la restituzione del finanziamento) ed il denominatore – l'unico elemento che le parti devono concordare è il tasso di interesse.

Al momento della conclusione del contratto le parti possono concordare un tasso di

interesse fisso – ad es. 5% – o un tasso di interesse che muta al variare di indicatori esterni. Questo è il cosiddetto tasso variabile (o tasso indicizzato). L'indice si esprime in una percentuale che si determina in base ad un parametro di riferimento che può mutare nel tempo come, ad esempio, l'indice di inflazione o un tasso interbancario. Tra i più comuni indici di riferimento vi è il Libor [11], che indica il tasso al quale le banche si scambiano depositi nel mercato interbancario di Londra. Tale indice è in realtà una molteplicità di indici distinti in funzione della durata dei depositi: giorno, settimana, mese, trimestre, semestre e anno. Tali indici vengono pubblicati ogni giorno e per ogni divisa (euro, dollaro USA, dollaro canadese, Yen, sterlina, franco svizzero, ecc...).

In termini matematici il tasso di interesse variabile altro non è che una percentuale il cui ammontare è determinabile con riferimento ad un indice che può variare nel tempo. Dal punto di vista giuridico, qualora non si sia scelto un tasso fisso, le parti devono individuare con precisione, pena l'indeterminabilità (e quindi nullità) della prestazione oggetto dell'obbligazione di pagamento degli interessi, l'indice scelto nonché la fonte che lo pubblica [12]. L'indice ha quindi lo scopo di determinare l'ammontare dell'obbligazione di pagamento degli interessi.

Essendo il tasso semplicemente una percentuale da moltiplicare al capitale ed al tempo, non necessariamente ci deve essere correlazione tra la moneta in cui è espresso il debito e l'indice utilizzato. Per determinare l'ammontare degli interessi le parti possono altresì scegliere un indice variabile relativo ad una moneta diversa da quella in cui è espresso il debito per interessi. Ad esempio, il debito per interessi variabili è denominato in euro, ma è determinato utilizzando come indice di riferimento il Libor del franco svizzero. L'obbligazione di pagamento degli interessi – salvo esplicito patto contrario – rimane espressa in euro con l'unica peculiarità che il suo ammontare è determinato dalla variazione dei tassi variabili del franco svizzero. In pratica il debitore si espone al rischio di variabilità dei tassi per depositi del franco svizzero anziché a quello della variabilità dei tassi per depositi in euro a cui sarebbe esposto se avesse indicizzato la sua obbligazione al tasso variabile per depositi in euro.

È utile a questo punto sottolineare che in un finanziamento in euro il tasso di interesse è soltanto una percentuale che serve a determinare l'ammontare della prestazione, a prescindere dal fatto che essa sia una percentuale fissa o variabile e dal fatto che sia riferita ad una divisa diversa da quella avente corso legale in Italia. La scelta dell'indice – fisso o variabile; variabile in euro o in un'altra divisa – ha ovviamente un impatto

sull'ammontare della prestazione di interessi e, quindi, rappresenta una scelta comunque rischiosa ed importante per il debitore.

Un altro fattore importante è l'indicazione della moneta in cui è denominata l'obbligazione degli interessi. Con la formula sopra indicata le parti determinano solamente l'ammontare dell'obbligazione di interessi. È necessario specificare anche in quale moneta è denominata tale obbligazione.

Tale scelta ha un riflesso anche per quanto riguarda l'adempimento: generalmente un debito per interessi denominato in una determinata moneta viene adempiuto, salvo accordo contrario, in quella moneta. L'adempimento dell'obbligazione di pagamento degli interessi denominata in euro, anche se determinata in base ad un indice relativo ad una moneta diversa, a meno che non sia esplicitamente previsto un patto contrario, deve avvenire in moneta avente corso legale in Italia, cioè in euro (art. 1277 e 1279 c.c.): in definitiva l'obbligazione di pagamento degli interessi – al di là di *come* è determinata – è pagabile nella moneta in cui è denominata l'obbligazione, salvo patto contrario.

Con apposito patto contrario le parti possono infatti stabilire che l'*adempimento* dell'obbligazione di pagamento di interessi denominata in euro debba avvenire in una moneta non avente corso legale nello Stato.

Tuttavia nel caso in cui l'obbligazione di pagamento degli interessi denominata e determinata in euro – siano essi calcolati a tasso variabile o a tasso fisso – debba essere adempiuta, ad esempio, in franchi svizzeri il debitore ***non sopporta alcun rischio di cambio*** [pur sopportando un rischio di tasso insito nella scelta della variabilità dello stesso e ciò a prescindere da quale indice sia scelto [13], in quanto è sostanzialmente indifferente (ovviamente rispetto alla posizione in euro) per il debitore il fatto che il franco svizzero si sia rafforzato o indebolito verso l'euro. Un esempio aiuterà: se il cambio euro/CHF al momento del pagamento degli interessi maturati – es. 100 euro – è 2 (cioè con un euro si acquistano 2 franchi svizzeri) egli dovrà pagare 200 franchi svizzeri; se il cambio è 1,5 (cioè con un euro si acquistano 1,5 franchi svizzeri) egli dovrà pagare 150 franchi svizzeri. Il suo costo in euro non muta (dovrà pagare sempre 100 euro), anche se muta la quantità di moneta straniera in cui deve eseguire la prestazione. Se gli interessi maturati al tasso variabile sono invece 50 euro il debitore dovrà pagare 100 franchi svizzeri se il cambio è 2 o 75 franchi svizzeri se il cambio è 1,5].

Scenario completamente diverso nel caso in cui le parti abbiano stabilito che

l'obbligazione di pagamento degli interessi di un finanziamento erogato in euro sia *denominata* in moneta diversa da quella avente corso legale nello Stato (ad esempio, franco svizzero), e ciò a prescindere dal fatto che l'ammontare degli interessi sia fisso o variabile e, in caso in cui sia variabile, dal fatto che l'indice sia relativo all'euro o ad un'altra divisa.

In tal caso il debitore sopporta un rischio di cambio indipendentemente dalla valuta utilizzata per regolare gli interessi maturati. Infatti il debitore, ai sensi dell'art. 1278 c.c., potrà adempiere al pagamento degli interessi in euro (*«se la somma dovuta è determinata in una moneta non avente corso legale nello Stato, il debitore ha facoltà di pagare in moneta legale al corso del cambio del giorno della scadenza e nel luogo stabilito per il pagamento»*).

Il contratto poi può prevedere, con l'inserimento della clausola "effettivo" (prevista dall'art. 1279 c.c.), che il debitore debba adempiere nella moneta straniera in cui è denominata l'obbligazione [14].

In entrambi i casi il debitore **sopporta il rischio del cambio** in quanto è noto l'ammontare di franchi svizzeri dovuto alle date di pagamento degli interessi, mentre non è noto l'ammontare di euro necessario per adempiere all'obbligazione. Ad esempio, un finanziamento di 1 milione di euro con tasso di interesse fisso del 5%, che prevede la determinazione degli interessi in franchi svizzeri da pagarsi con clausola "effettivo" significa che il debitore dovrà pagare ad ogni data annuale di pagamento degli interessi 50.000 franchi svizzeri. Il debitore in questo caso è esposto al rischio di dover acquistare i franchi svizzeri ad un costo in euro maggiore qualora l'euro si svaluti contro il franco svizzero.

Stesso discorso nel caso in cui gli interessi siano determinati in base ad un indice variabile con clausola "effettivo" in franchi svizzeri, dove il debitore sopporta il rischio di cambio oltre al rischio di variabilità dei tassi di interesse. In tal caso egli (a) potrebbe beneficiare del rafforzamento dell'euro verso il franco svizzero e della diminuzione dell'indice che determina l'ammontare degli interessi o, al contrario, (b) potrebbe perdere su entrambi i fronti o (c) guadagnare sul cambio e perdere sui tassi di interesse o viceversa.

Per concludere, in merito all'obbligazione di pagamento degli interessi tre sono gli aspetti da considerare:

- in quale moneta è denominata l'obbligazione (*«cosa devo: euro, dollari, franchi*

svizzeri...?»);

- con quale indice è determinato l'ammontare degli interessi (fisso o variabile; l'indice variabile può essere relativo a una moneta diversa da quella in cui è denominata l'obbligazione degli interessi) («quanto devo: quale indice applico? tasso fisso o variabile?»);

- una volta determinata la quantità di interessi denominati in una moneta convenuta, in quale moneta vada adempiuta («come lo pago: nella moneta in cui è denominato o in una diversa?»).

3.2. Finanziamenti in moneta diversa da quella nazionale. Esclusione dal perimetro di esame.

I contratti di finanziamento possono essere altresì erogati in divise diverse dall'euro. Ad esempio è assai comune trovare finanziamenti denominati in dollari, yen, sterline, franchi svizzeri... erogati da banche italiane a residenti in Italia. Il debitore di norma sceglie di indebitarsi in una moneta diversa dall'euro essenzialmente per uno di questi due motivi: per eliminare o ridurre un rischio di cambio relativo ad un investimento o una attività espressa nella diversa divisa (ad esempio acquista titoli in dollari o investe in una attività che produce flussi di cassa in dollari e, pertanto, si indebita in dollari) oppure per speculare sul fatto che la moneta in cui si indebita si svaluti rispetto all'euro, confidando di poter pagare un minore controvalore di euro al momento della restituzione o per speculare sul fatto che il tasso di interessi in dollari sia più basso di quello dell'euro confidando di pagare un minore controvalore di euro di interessi.

Questo ultimo fenomeno è assai comune quando la divisa nazionale esprime tassi di interesse elevati e i debitori cercano di indebitarsi a tassi inferiori assumendo un rischio di cambio ritenuto contenuto su divise stabili. Si pensi – per quanto riguarda il nostro Paese – alla stagione dei mutui in ECU degli anni settanta e alla stagione dei mutui in yen o marchi tedeschi o franchi svizzeri dei primi anni novanta. In tutti questi precedenti le divise straniere applicavano tassi di interesse molto contenuti rispetto a quelli della lira e l'incentivo era forte ad assumere il rischio di cambio per risparmiare sull'ammontare di interessi.

In questo caso il debitore assume un rischio di cambio – che non avrebbe altrimenti – al fine di risparmiare sull'ammontare di interessi pagati confidando che il cambio non muti a suo sfavore. Il ragionamento funziona bene fintanto che il cambio della moneta

nazionale non si svaluta (o si svaluta poco) rispetto alla moneta in cui è stato contratto il debito. Sono, infatti, tristemente note le conseguenze di quelle stagioni citate ai numerosi debitori che hanno subito un'enorme perdita quando la lira si svalutò nei confronti delle divise in cui era espresso il debito: l'ammontare del debito per capitale ed interessi – il cui tasso rimase ben inferiore a quello della lira – non variò, ma l'ammontare di lire necessarie per acquistare la moneta straniera destinata al servizio del debito era cresciuto enormemente (questo è il rischio di cambio che si erano assunti per pagare meno interessi).

Il presente contributo esula dall'analisi di finanziamenti espressi in moneta diversa dall'euro [15] in quanto in essi non è presente alcuna clausola di indicizzazione sebbene le considerazioni sopra svolte sugli aspetti speculativi verranno riprese in seguito.

3.3. Obbligazione di pagamento del capitale. Determinazione dell'ammontare e moneta di adempimento.

Passiamo all'obbligazione di pagamento (restituzione) del capitale finanziato.

Se il finanziamento è denominato in euro e non vi sono previsioni contrarie il debitore è tenuto a restituire il *tantundem*, e cioè a pagare la *stessa quantità* di euro [16].

La parti possono poi stabilire che l'obbligazione di pagamento (restituzione) del capitale denominata in euro (moneta euro *in obligatione*) debba essere *adempita* in una moneta straniera al cambio in vigore al momento del pagamento (moneta straniera *in solutionis*); il rimborso del debito in una moneta diversa dall'euro non comporta per il debitore l'assunzione **di alcun rischio di cambio**. Infatti, l'ammontare da restituire rimane sempre pari al debito in euro contratto, anche se l'ammontare della moneta diversa può aumentare. Ad esempio, se il finanziamento è di 1 milione di euro e nel contratto è previsto che il debitore rimborsi in franchi svizzeri, egli restituirà un ammontare di franchi svizzeri, determinato in base al cambio in vigore al momento dell'adempimento, pari ad 1 milione di euro. Il debitore è totalmente indifferente alle variazioni del cambio: se il cambio del franco svizzero al momento dell'estinzione del finanziamento è 2 (cioè con un euro si acquistano 2 franchi svizzeri) egli pagherà 2 milioni di franchi svizzeri oppure, se il cambio del franco svizzero al momento dell'estinzione del finanziamento è 1,5 (cioè con un euro si acquistano 1,5 franchi svizzeri) egli pagherà 1,5 milioni di franchi svizzeri. In ogni caso il suo debito è sempre pari ad 1 milione di euro.

Discorso diverso qualora il debito per la restituzione del capitale denominato in euro sia *determinato* con riferimento ad un indice (che può essere il più vario: l'inflazione in un determinato paese, l'indice di una borsa azionaria o di altri valori, il cambio della moneta, ecc...). In questo caso il debitore assume il rischio di una variazione dell'indice di riferimento [17].

Ad esempio, nel caso in cui l'ammontare del capitale denominato in euro e da adempiersi in euro sia determinato con riferimento al cambio dell'euro con un'altra moneta il debitore si trova nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se avesse contratto inizialmente un debito nella moneta straniera. L'accordo in parola è quello che prevede l'indicizzazione del capitale al cambio di una moneta straniera rispetto a quella nazionale.

In altre parole le parti concordano che il finanziamento erogato (denominato) in euro (*euro in obligatione*) debba essere ripagato in euro (*euro in solutionis*), ma con un ammontare di euro necessario per acquistare un capitale denominato in moneta straniera al cambio fissato al momento della conclusione del contratto di finanziamento. Un esempio appare utile: il debitore si indebita per un milione di euro. Il cambio tra euro e franco svizzero al momento della conclusione del contratto è 2 (cioè con un euro si acquistano 2 franchi svizzeri). Le parti concordano che l'ammontare di euro da restituire **non sarà un milione, ma la quantità di euro necessaria ad acquistare 2.000.000 franchi svizzeri al momento della restituzione del capitale**. Se il cambio euro/CHF al momento della restituzione del capitale è 3 (cioè con 1 euro si acquistano 3 franchi svizzeri; euro rivalutato e franco svizzero indebolito) il debitore dovrà pagare 666.666 euro, cioè ben meno di un milione di euro effettivamente ricevuto al momento della conclusione del contratto.

Se al contrario l'euro si è indebolito ed il cambio euro/CHF è 1 (cioè con 1 euro si acquista 1 franco svizzero) il debitore dovrà pagare 2.000.000 di euro, cioè il doppio di quanto effettivamente ricevuto al momento della conclusione del contratto.

L'utilizzo di tale clausola di indicizzazione fa sì che il debito – seppure denominato in moneta nazionale – è come se fosse stato erogato e ripagato in moneta straniera. Esso è equivalente in tutto e per tutto dal punto di vista finanziario ad un prestito denominato nella moneta straniera.

Si presentano, pertanto, le stesse considerazioni esposte nel paragrafo 3.2 in merito ai prestiti denominati in moneta straniera ed al relativo rischio di cambio.

Se il debitore con il prestito (denominato in euro e la cui restituzione va eseguita in euro) indicizzato per capitale al franco svizzero ha finanziato una attività in franchi svizzeri non sopporta nella sostanza il rischio di cambio (eventuali perdite di cambio sul prestito sono controbilanciate da utili di cambio sull'investimento e viceversa). Al contrario, se finanzia una attività in euro **sopporta il rischio di cambio**. Questa è la fattispecie che è stata oggetto di controversie con la Hypo Alpe Adria Bank S.p.a. di cui si è fatto cenno nel primo paragrafo del presente contributo.

Come è intuibile la scelta di indicizzare il capitale di un finanziamento in euro al cambio di una moneta diversa (trasformando il debito di fatto nella moneta straniera) è equivalente a quella di indebitarsi direttamente nella moneta straniera. Scegliere di indebitarsi in moneta straniera a scopo speculativo presuppone per definizione che il debitore abbia una opinione sull'andamento futuro del cambio dell'euro con la moneta straniera, opinione che sarà tendenzialmente – visto che esso si “indebita” nella moneta straniera – nel senso che la moneta straniera si indebolisca o quanto meno non si rafforzi.

La differenza tra le due fattispecie sopra esposte consiste nel fatto che in un caso (obbligazione di restituzione del capitale denominata e determinata in euro da eseguirsi in franchi svizzeri) il debitore deve pagare euro 1 milione che adempie consegnando la quantità di franchi svizzeri necessaria ad acquistare 1 milione di euro, mentre nel secondo caso (obbligazione di restituzione del capitale denominata e da eseguirsi in euro, ma determinata in base al cambio euro/CHF) il debitore deve pagare l'ammontare in euro necessario ad acquistare una quantità di franchi svizzeri determinata al momento della conclusione del finanziamento (e la quantità di euro potrebbe essere superiore od inferiore al milione di euro inizialmente finanziati).

Per concludere, in merito all'obbligazione di pagamento del capitale tre sono gli aspetti da considerare:

- in quale moneta è denominata l'obbligazione (*monetae in obligatione*) («cosa devo: euro, dollari, franchi svizzeri...?»);
- con quale indice è determinato l'ammontare del capitale (fisso, cioè uguale alla somma presa in prestito, o variabile; l'indice variabile può essere relativo al cambio dell'euro con una moneta diversa) («quanto devo: il capitale è fisso o indicizzato? Se indicizzato, quale indice applico?»);
- una volta determinata la quantità di capitale, in quale moneta vada adempiuta

(*monetae in solutionis*) («come lo pago: nella moneta in cui è denominato o in una diversa?»).

Si noti che l'obbligazione di pagamento del capitale e l'obbligazione di pagamento degli interessi possono vedere regolati questi aspetti in maniera tra loro difforme nel senso che la denominazione, determinazione ed esecuzione dell'una possono essere diversi da quelli dell'altra.

Si può ben comprendere la differenza tra applicare l'indicizzazione all'obbligazione di pagamento degli interessi o a quella di pagamento del capitale. Se gli interessi di un finanziamento decennale di 100 sono indicizzati all'inflazione e questa è elevata – es. 10% all'anno – il debitore pagherà molti interessi – 10% calcolato sul capitale di 100 – senza che il capitale da restituire muti nel suo importo. In totale pagherà 100 di interessi e 100 di capitale. Se, invece, anche il capitale è indicizzato all'inflazione e questa è elevata il debitore pagherà dopo dieci anni 100 di interessi e 236 di capitale.

4. Conclusioni.

Raccogliendo le vele sul tema trattato si possono considerare acquisiti i seguenti punti.

Nei contratti di finanziamento e di leasing in uso nei mercati finanziari le clausole di indicizzazione possono essere applicate soltanto agli interessi, soltanto al capitale o ad entrambi ed in tal caso possono anche essere indicizzazioni tra loro diverse.

Le prime possono essere determinate con riferimento ad un indice variabile che può essere rappresentato da qualsiasi fonte, incluso il tasso di interessi per depositi interbancari di una moneta diversa da quella in cui è denominata l'obbligazione di pagamento degli interessi. In quest'ultimo caso non si tratta di una indicizzazione al cambio della moneta straniera.

Da non confondersi con la clausola di indicizzazione degli interessi è la clausola con la quale si stabilisce la moneta di pagamento degli interessi (siano essi calcolati in base ad una clausola di indicizzazione o meno). La moneta di pagamento degli interessi può essere diversa da quella di denominazione degli stessi: in tal caso il debitore non sopporta rischi di cambio in quanto il suo debito di 100 euro – o altra moneta – non cambia per il solo fatto di essere pagato nel controvalore in dollari, sterline o yen al momento del pagamento.

Ugualmente da non confondersi con la clausola di indicizzazione degli interessi è la clausola che denomina gli interessi in una moneta diversa da quella in cui è denominato

il finanziamento: in tal caso il debitore sopporta il rischio di cambio e ciò a prescindere dal fatto che gli interessi vengano pagati nella moneta in cui sono denominati o siano pagati nel controvalore in altra moneta – ad esempio quella in cui è denominato il finanziamento – calcolato al momento del pagamento.

Più semplice appare il tema delle clausole di indicizzazione del capitale del finanziamento.

In tal caso l'ammontare del finanziamento viene modificato in funzione di un indice e, pertanto, la somma da restituire potrà essere superiore od inferiore a quella originariamente ricevuta dal debitore. L'indice può essere il più vario: l'inflazione, l'indice della borsa azionaria o di altri valori, il cambio della moneta. In tale ultimo caso il debitore sopporta il rischio di cambio.

Da non confondersi con la clausola di indicizzazione del capitale è la clausola con la quale si stabilisce la moneta di pagamento del capitale. La moneta di pagamento (*monetae in solutionis*) del capitale può essere diversa da quella di denominazione dello stesso (*monetae in obligatione*): in tal caso il debitore non sopporta rischi di cambio in quanto il suo debito di 100 euro – o altra moneta – non cambia per il solo fatto di essere pagato nel controvalore in dollari, sterline o yen al momento del pagamento.

I finanziamenti ed i leasing conclusi dalla Hypo Alpe Adria Bank a cui si è fatto riferimento nella premessa e nei precedenti paragrafi contengono sia la clausola di indicizzazione del capitale al cambio (finanziamenti denominati in euro indicizzati al cambio del franco svizzero) che quella degli interessi (al tasso *Libor* del franco svizzero). Entrambe le obbligazioni sono denominate in euro e devono essere adempiute in euro. Soltanto la prima clausola di indicizzazione comporta il rischio di cambio che in questo caso è rappresentato proprio dall'indicizzazione al franco svizzero.

La sentenza del tribunale di Udine citata nei precedenti paragrafi, pur giungendo ad un risultato condivisibile (la condanna della banca), non appare utilizzare un percorso condivisibile e cioè quello della riqualificazione giuridica della clausola di indicizzazione del capitale al cambio del franco svizzero ad uno strumento finanziario derivato. In primo luogo appare sicuramente errato il richiamo alla *quanto option* in quanto la struttura finanziaria di tale contratto derivato non è affatto simile a quella della clausola di cambio presente nel contratto oggetto della disputa. Tutt'al più avrebbe dovuto fare riferimento al *domestic currency swap*, la cui struttura equivale dal punto di vista finanziario a quella della clausola di indicizzazione del capitale al

cambio.

A prescindere da questo aspetto, che peraltro evidenzia una scarsa familiarità con le fattispecie derivate, l'assimilazione appare comunque non condivisibile dal punto di vista giuridico in quanto la clausola di indicizzazione al cambio rimane cosa diversa dallo *swap* domestico, pur avendo struttura finanziaria simile.

Seguendo il ragionamento del tribunale friulano l'obbligazione degli enti di previdenza di pagare una pensione il cui ammontare è indicizzato all'inflazione dovrebbe essere un contratto derivato e più precisamente un *economic forward* [18].

In altre parole l'automatica riconfigurazione giuridica delle clausole di indicizzazione ad un contratto derivato non appare condivisibile: nella generalità dei casi la clausola di indicizzazione è un tecnicismo dell'obbligazione principale di pagamento e non assume autonomia al punto di essere un contratto a se stante, che a sua volta può considerarsi collegato o meno al contratto principale.

Più semplicemente è un meccanismo di adeguamento della prestazione pecuniaria [19]. Secondo la più autorevole dottrina le clausole di indicizzazione costituiscono il più elementare, ma anche il più frequente strumento giuridico adottato dal creditore per ottenere il rispetto del valore della prestazione contrattuale [20]. Altro Autore ha affermato che l'indicizzazione non è né un bene né un male; è soltanto uno strumento, con la sua utilità e i suoi pericoli, di difesa del valore di una prestazione [21]. Oltre alla consolidata dottrina in questo senso si sono espressi anche l'Arbitro Bancario Finanziario in precedenza citato nell'ultima nota del precedente capitolo 4 e il Ministero dell'economia e finanze in occasione di una recente interrogazione parlamentare [22].

Dal punto di vista economico la clausola di indicizzazione al cambio dell'obbligazione di restituzione di un capitale aumenta l'aleatorietà del contratto a carico di entrambe le parti: il capitale da restituire potrà essere maggiore od inferiore rispetto a quello inizialmente erogato.

Dal punto di vista finanziario un soggetto che desidera finanziare una attività denominata in franchi svizzeri ha almeno tre diverse opzioni disponibili: *a)* si indebita in franchi svizzeri; *b)* si indebita in euro e contestualmente conclude un contratto derivato di *interest rate and currency swap* con il quale scambia le obbligazioni di pagamento di capitale ed interessi oppure una serie di *domestic currency swap* con scadenze coincidenti le date di pagamento del capitale (e degli interessi); *c)* si indebita

in euro con clausola di indicizzazione del capitale (e degli interessi) al franco svizzero. Se il risultato delle diverse fattispecie sub *b* e *c* può essere finanziariamente analogo non significa che le diverse fattispecie siano necessariamente un *unicum* giuridico. Cosa ben diversa è concludere un contratto derivato (*domestic currency swap*), in base al quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra (i) il valore in euro di una somma in valuta estera (franco svizzero nel nostro caso) al tempo della conclusione del contratto e (ii) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito e contestualmente l'altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra gli stessi valori, rispetto alla clausola di indicizzazione al cambio del capitale da restituire aumentato o diminuito in base alla variazione del cambio euro/franco svizzero. Nel primo caso le parti si obbligano reciprocamente a pagare un differenziale di importo incerto ed è incerto quale sia il soggetto obbligato ad eseguire tale prestazione, mentre con la clausola di indicizzazione il debitore si impegna a restituire la somma erogata dalla controparte aumentata o ridotta in funzione della variazione del cambio euro/franco svizzero. Nel primo caso la volontà delle parti è di concludere un contratto autonomo, differenziale, aleatorio ed atipico. Nel secondo caso la volontà delle parti è di “trasformare” dal punto di vista finanziario l’obbligazione di pagamento della somma originaria denominata in euro in franchi svizzeri. Non potranno essere le modalità matematiche di calcolo dell’indicizzazione a qualificare la clausola in esame in un *domestic currency swap*. Infatti per calcolare l’indicizzazione è necessario applicare semplici formule matematiche che consentono di individuare l’importo da aggiungere o detrarre dall’importo originario del debito. Ciò non significa che tale importo costituisca la prestazione di un autonomo contratto derivato slegato dal contratto di finanziamento o di leasing.

Orbene il tribunale di Udine afferma erroneamente il contrario: la clausola di indicizzazione al cambio sarebbe uno strumento finanziario derivato (tra l’altro sbagliando il riferimento normativo alla lett. g, dell’art. 1, comma 2, d.lgs. n. 58 del 1998) in quanto «prevede dei flussi di denaro collegati all’andamento di una valuta estera che vengono regolati autonomamente rispetto alle obbligazioni tipiche del contratto di leasing» e, per rafforzare la precedente affermazione, prosegue affermando l’analogia con le *quanto option*, che in realtà nulla hanno in comune con il meccanismo della clausola di indicizzazione.

In senso diametralmente opposto si è espresso lo stesso tribunale in data 18 marzo 2013 in relazione ad un contratto di leasing in euro contenente la clausola di indicizzazione dei canoni (quindi del capitale) al cambio dello yen giapponese. In tale occasione ha correttamente affermato che *«neppure l'inserimento di un elemento di aleatorietà legato al cambio con una valuta straniera determina la trasformazione del contratto [di leasing], che è un contratto di scambio, in uno strumento finanziario»*, aggiungendo che *«fuori luogo sono dunque i richiami alle norme del Tuf, del regolamento di attuazione della Consob e del decreto che recepisce la direttiva Mifid che disciplinano la conclusione di contratti di intermediazione finanziaria fuori sede, come pure quelli alla norme che prevedono a carico dell'intermediario finanziario obblighi informativi, passivi ed attivi»* [23] [24].

In conclusione la sentenza del tribunale di Udine n. 711 citata nei precedenti paragrafi, pur giungendo ad un risultato condivisibile (la condanna della banca), non appare utilizzare un percorso condivisibile e cioè quello della riqualificazione giuridica della clausola di indicizzazione del capitale al cambio del franco svizzero ad uno strumento finanziario derivato.

Riferimenti bibliografici

[1] V. M. GENTILE, *Va qualificata come derivato la clausola di rischio cambio nel contratto di leasing*, in www.dirittobancario.it, 27 ottobre 2015.

[2] La sentenza fa riferimento in due diversi passaggi alle fattispecie indicate nella lett. H (derivati di credito) e G (derivati su merci), ma si deve ritenere trattarsi di un refuso in quanto è la lett. D quella che contiene i derivati sulle valute e sui tassi di interesse.

[3] Abbondante è la letteratura finanziaria in tema di *quanto option*: per tutti v. I. NELKEN, *The handbook of exotic options*, 1996, 32-34, 169.

[3] D. PAPAIOANNOU, *Applied multidimensional Girsanov theorem*, in *Social science social network*, 2011; U.P. WYSTUP, *Quanto options*, in *Mathfinance*, 2011; J. PANZ, *Quantos and FX skew*, in *Social science social network*, 2011, REINER, *Quanto mechanics*, in *Risk*, 1992, 5, (10), 59-63.

[4] Ad esempio, v. titolo emesso da Macquarie Structured Products (Europe) GmbH garantita da Macquarie Bank denominato “*Shark Rebate Quanto Certificates on S&P 500 Index and Hang Seng China Enterprises Index*” (v. p. 2, in www.borsaitaliana.it), titolo emesso da *Credit Agricole Cib Financial Products* (Guernsey) Ltd garantito da *Credit Agricole Corporate and Investment Bank* (v. p. 5, in www.borsaitaliana.it), titolo emesso da *BNP Paribas Arbitrage Issuance BV* garantito da *BNP Paribas* (v. p. 6, punto 6, in www.borsaitaliana.it).

[5] Per l’analisi della fattispecie del *domestic currency swap* v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 209. La definizione proposta nel testo è stata confermata dalla Corte di Cassazione la quale ha stabilito che «*nel concetto di valore mobiliare ai fini dell’assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il domestic currency swap, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l’una all’altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute [...]»* (Cass. civ. 19 maggio 2005).

[6] Per l’analisi della fattispecie del *domestic currency swap* v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 209; F. CHIOMENTI, *Cambi*

di divise a termine, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 46; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, 289, nota 258; R. CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in F. GALGANO (diretto da), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995, 2406; G. CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, 312; A.M. MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici di impresa*, 1990, 3, 28; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, 597; A. GULISANO, *Le operazioni di swap domestico*, in *Amministrazione e finanza*, 1987, 660.

[7] La definizione proposta nel testo è stata confermata dalla Corte di Cassazione la quale ha stabilito che «nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il domestic currency swap, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute [...]» (Cass. civ. 19 maggio 2005).

[8] Il tema delle clausole di indicizzazione è stato oggetto di approfonditi studi dottrinali e in questa sede si indicano i più significativi: T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie (artt. 1277-1284)*, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, 1968, 282; A. DI MAJO, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, XXIX, 1979, 279; E. QUADRI, *Le clausole monetarie*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, VII, Torino, 1983, 485; P. TARTAGLIA, *L'adeguamento del contratto alle oscillazioni monetarie*, Milano, 1987; F. CARBONETTI, *Clausole di indicizzazione*, in N. IRTI (a cura di), *Dizionario di diritto privato*, I, *Diritto civile*, Milano, 1980, 125; ID., *Indicizzazione e contratto nell'età dell'inflazione*, Milano, 1988; B. INZITARI, *Clausole monetarie*, in *La moneta. La valuta*, F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, VI, 1983, 139; E. SILVESTRI, *Clausole di indicizzazione convenzionale*, in N. IRTI-G. GIACOBBE (a cura di), *Diritto monetario*, Milano, 1987, 95; SCORDINO, *Mutuo*, in N. IRTI-G. GIACOBBE (a cura di), *Diritto monetario*, cit., 435; A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride: tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, 65; S. PATTI-L. VACCA, *Trattato*

delle obbligazioni, vol. 5, 2010, 275; M. FONTAINE-F. DE LY, *La redazione dei contratti internazionali*, 2008, 586; T. DALLA MASSARA, *Obbligazioni pecuniarie: struttura e disciplina dei debiti*, 2012, 201; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano, 1990; N. DI PRISCO, *Compensazione*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, cit., 9, 1984, 319; N. DI STASO, *Somma di denaro (debito di)*, in *Nss. D.I.*, XVII, 1970, 877; M. GIULIANO, *Considerazioni sul principio nominalistico in obbligazioni pecuniarie di moneta straniera nel caso di rinnovamento monetario*, in *Temi*, 1963, 897; F. MASTROPAOLO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. giur.*, XXI, 1990, 13; G. VALCAVI, *Il corso di cambio ed il danno da mora nelle obbligazioni in moneta straniera*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, II, 252; M. CANTILLO, *Le clausole monetarie ed i debiti in valuta estera*, in *Giur. sist. dir. civ. e comm.*, Torino, 1992, 1415.

[9] Questa distinzione è stata recepita anche dal legislatore della riforma del diritto societario nell'art. 2411 c.c. che distingue tra le forme di indicizzazione dell'obbligazione di pagamento degli interessi (comma 2) e le forme di indicizzazione dell'obbligazione di pagamento del capitale (comma 3).

[10] Il divisore può essere 360 a seconda delle convenzioni utilizzate nei diversi segmenti del mercato finanziario (mercato obbligazionario, *money market*, interbancario, mercato delle sterline...).

[11] Per un'analisi del Libor vedasi www.bbalibor.com.

[12] Le parti prevedono di norma anche le modalità di individuazione dell'indice nel caso in cui la fonte prescelta non lo pubblichi.

[13] L'indice di variabilità è in definitiva una percentuale matematica che esprime un numero e ciò a prescindere dalla fonte di volatilità scelta: ad es. tassi per depositi interbancari a sei mesi espressi in euro o tassi per depositi a tre mesi espressi in franchi svizzeri. L'indice è un mero numero espresso in percentuale.

[14] Secondo la dottrina e la giurisprudenza il debitore perde il privilegio della *facultas solutionis*, di cui parla l'art. 1278 c.c., se il titolo prevede la clausola "effettivo" o una clausola che lasci comunque trapelare l'intento di attribuire al creditore specificamente la moneta straniera e la clausola "effettivo" non deve necessariamente essere espressa: il contenuto della clausola può essere ricostruito in sede ermeneutica, ad esempio, desumendo il conforme intento delle parti dal loro comportamento anteriore o posteriore alla conclusione del contratto o anche casi in cui quella clausola può risultare

conforme agli usi negoziali generatisi in un determinato settore di affari (A. CIATTI, *Art. 1279 c.c.*, in E. GABRIELLI(diretto da), *Commentario del Codice civile*, Torino, 2013).

Da notarsi che la clausola “effettivo” è prevista anche dalla legislazione cambiaria che consente al traente di stilare la cambiale con clausola di pagamento effettivo in moneta estera (art. 47, comma 3, l. camb. e, per l’assegno, v. art. 39, comma 3, l. ass.) con la conseguenza che il pagamento in valuta nazionale, senza il consenso dell’*accipiens*, non riesce ad estinguere il rapporto, perché il creditore riceve una cosa diversa da quella dovuta (A. ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, 281; G. MOLLE, *I titoli di credito bancari*, Milano, 1972, 228; A. PAVONE LA ROSA, *La cambiale*, in A. CICU-F. MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, 2° ed., Milano, 1994, 539 ss.).

[15] Le obbligazioni pecuniarie che hanno per oggetto somme di moneta estera, non aventi corso legale in Italia, da eseguirsi nel territorio dello Stato sono regolate dall’art. 1278 e 1279 c.c. La prestazione di moneta estera è l’unico oggetto dell’obbligazione, mentre la moneta nazionale è *in facultate solutionis* in base al principio *una in alia solvi potest*. La dottrina e giurisprudenza sono in prevalenza orientate ad inquadrare l’obbligazione fra quelle facoltative (Cass. civ. 16 marzo 1987, n. 2691, in *Foro it.*, 1989, I, 1209, con nota di VALCAVI, e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, II, 583, con nota di INZITARI; Cass. civ. 17 maggio 1983, n. 3414, in *Giur. it. Mass.*, 1983; Cass. civ. 24 giugno 1980, n. 3971, in *Giur. it. Mass.*, 1980; Cass. civ. 22 dicembre 1977, n. 5694, in *Giur. it.*, 1979, I, 1, 515; Cass. civ. 5 novembre 1977, n. 4704, in *Foro it.*, 1978, I, 1272; App. Brescia, 3 marzo 1976, in *Arch. civ.*, 1976, 1223; Cass. civ. 5 luglio 1973, n. 1872, in *Giur. it. Mass.*, 1973; Cass. civ. 20 aprile 1964, n. 929, in *Giust. civ.*, 1964, I, 1361; Cass. civ. 8 giugno 1963, n. 1525, in *Riv. dir. comm.*, 1963, II, 460; Cass. civ. 18 aprile 1962, n. 768, in *Foro it.*, 1962, I, 1860; Cass. civ. 17 giugno 1959, n. 888, in *Giust. civ.*, 1959, I, 1460).

La clausola effettivo prevista nell’art. 1279 c.c. rende inefficace la regola *una in alia solvi potest* dettata dall’art. 1278 c.c.: il debitore è tenuto ad adempiere nella moneta stabilita in contratto a meno che alla scadenza ciò risulti oggettivamente impossibile. Nel settore finanziario la prassi generalizzata prevede l’applicazione della clausola effettivo ogni qual volta l’obbligazione pecuniaria sia espressa in moneta straniera.

In merito alla sfera di applicazione dell’art. 1279 c.c. v. Cass. civ. 24 gennaio 1951, in

Giur. it., I, 1, 205; in dottrina T. ASCARELLI, *In tema di clausole moneta estera e di conversione di moneta estera*, in *Riv. dir. nav.*, 1950, II, 203.

[16] Qualora il finanziamento fosse denominato in moneta straniera valgono le considerazioni svolte nel precedente paragrafo e nella precedente nota.

[17] Nell'accezione più lata la dicitura "clausole monetarie" è usata in dottrina e in giurisprudenza in un significato generico corrispondente a quello delle locuzioni "clausole di salvaguardia monetaria", "di garanzia monetaria" o "di adeguamento monetario", per indicare tutte le previsioni convenzionali – e, talvolta, anche normative – che nelle obbligazioni pecuniarie sono dirette ad evitare le conseguenze dei mutamenti di valore della moneta sulla prestazione promessa, rendendo inoperante in concreto il principio nominalistico attraverso la determinazione della somma dovuta alla scadenza in base a parametri diversi dal semplice riferimento all'unità monetaria. Nell'accezione tecnica ristretta, invece, l'ambito concettuale della dicitura "clausole monetarie" è tradizionalmente limitato ai patti che neutralizzano gli effetti del nominalismo facendo riferimento ad un parametro monetario, qual è, ad es., loro o una valuta estera. In questo senso le clausole monetarie si contrappongono alle clausole c.d. economiche, che assumono a parametro di riferimento il prezzo corrente di determinate merci o servizi, ovvero un numero indice; nel qual caso si parla di clausole di indicizzazione, parametrize sull'indice del costo della vita, dei prezzi al consumo o all'ingrosso, ecc.

La clausola valuta estera è stata sempre ritenuta valida ed efficace, anche nel periodo in cui vigevano le restrizioni valutarie abrogate nel 1990. Anche nel periodo in cui vigevano tali restrizioni fu precisato che né nella legislazione comune, né in quella valutaria si rinviene un limite generale per cui l'obbligazione pecuniaria avente ad oggetto la prestazione di pezzi monetari della valuta nazionale non possa essere determinata con riferimento all'unità valutaria di altro ordinamento (clausole valore); ciò tanto nei rapporti interni quanto in quelli internazionali, posto che le norme della legislazione di controllo cambi incidono in via generale sulle modalità di esecuzione e non sull'assunzione di un'obbligazione di moneta estera (v. M. CANTILLO, *Le clausole monetarie*, cit., 1416; in tal senso Cass. civ. 13 ottobre 1970, n. 1965, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1971, II, 972; Cass. civ. 18 settembre 1959, n. 2591, in *Giur. it.*, 1960, I, 1, 1398; Cass. civ. 2 luglio 1953, n. 2042, in *Giust. civ.*, 1953, 2196 e in *Giur. it.*, 1954, I, 1, 46, Cass. civ. 24 gennaio 1951, n. 206, in *Foro it.*, 1951, I, 726, con nota di ASCARELLI, *In tema di finanziamenti rimborsabili all'estero*).

In tema di clausole di salvaguardia, è stato affermato ripetutamente che esse sono «dirette a mantenere l'equilibrio tra la prestazione già eseguita e la controprestazione da eseguire in futuro e sono pienamente lecite ed efficaci, non essendo in contrasto con norme e principi inderogabili e rispondendo ad un interesse meritevole di tutela» (Cass. civ. 15 luglio 1963, n. 1913, in *Giur. it. Mass.*, 1963; Cass. civ. 29 gennaio 1960, n. 111, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, II, 186). Tali clausole non possono ritenersi neppure contrastanti con l'art. 1277 c.c., giacché il principio nominalistico ivi sancito è funzionale alla diversa finalità di evitare che un debito di valuta si trasformi in debito di valore (Cass. civ. n. 1913 del 1963, cit.).

Sul piano concettuale è stato osservato che tali clausole, pur provocando, per l'intensità e l'automatismo dell'adeguamento monetario conseguenze che spesso avvicinano le obbligazioni cui ineriscono ai debiti di valore, non fanno venire meno le radicali diversità che si riscontrano fra due categorie di debiti, posto che nel debito di valore è incerto lo stesso ammontare della prestazione e se ne richiede perciò prima la valutazione e poi la liquidazione, mentre nel debito indicizzato occorre soltanto attualizzare la somma dovuta mediante l'applicazione aritmetica di determinati criteri (T. ASCARELLI, *Le obbligazioni pecuniarie*, 174 ss.; v. M. CANTILLO, *Le clausole monetarie*, cit., 1418).

In dottrina sulle clausole di indicizzazione, oltre alla dottrina citata in nota 3, v. anche L. PIERALLINI, *Condizioni generali di contratto e clausole di indicizzazione*, in N. IRTI-G. GIACOBBE (a cura di), *Diritto monetario*, in N. IRTI-G. GIACOBBE (a cura di), *Dizionari del diritto privato*, Milano, 1987, 149; E. SIMONETTO, *Coefficienti rivalutativi e condizioni generali del contratto*, in *Arch. civ.*, 1984, 24.

[18] Per un esame degli *economic derivative* v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., (nt. 5), 613.

[19] S. PATTI-L. VACCA, *Trattato delle obbligazioni*, cit., (nt. 3), 275.

[20] V. ROPPO, *Trattato del contratto*, Milano, 2006, 709.

[21] F. CARBONETTI, *Clausole di indicizzazione*, cit., (nt. 3), 154.

[22] In una recente Interrogazione parlamentare (discussa in Commissione VI Finanze in data 30 luglio 2015, n. 5-06065) è stato escluso che in una situazione sostanzialmente identica a quelle relative ad *Hypo Alpe Adria Bank* – e cioè mutui erogati dalla *Barclays Bank* in euro il cui tasso di interesse è indicizzato all'Euribor del franco svizzero ed il capitale è indicizzato al cambio del franco svizzero – si sia in presenza di un contratto

derivato con la conseguente applicazione della normativa prevista per la negoziazione al pubblico di strumenti finanziari derivati.

[23] Cameracivileudine.it.

[24] La questione relativa alla qualificazione della clausola di indicizzazione come contratto derivato è stata risolta negativamente anche da una pronuncia dell'Arbitro Bancario Finanziario (Collegio di Napoli, decisione 1 febbraio 2012, n. 305).