

ASIMMETRIA DELLE OPZIONI NEI CONTRATTI DI MUTUO CON CLAUSOLA FLOOR E COMUNICAZIONE DEFICITARIA

DANIELE TOMBESI e ALESSANDRO GIACOMELLI

SOMMARIO: 1. Introduzione & Definizioni. – 2. Il Contratto di Mutuo con Clausola Floor. – 3. Le opzioni. – 4. Diritto al Profitto dell'Intermediario - 5. Opportunità di Equilibrio e Simmetria. - 6. Vantaggi Dichiarati - 7. Contratto Leonino. - 8. Teoria della Asimmetria Informativa. 9. Esempio Tecnico. – 10. Analisi dell'Esempio Tecnico. - 11. Impatto Pratico. - 12. Conclusioni.

1. Redigiamo l'articolo con l'auspicio di dimostrare, numeri alla mano, l'asimmetria delle opzioni nei contratti di mutuo con clausola Floor. Non c'è pretesa o intenzione dimostrativa a favore o contro quanto di evidenziare e soprattutto dimostrare la *potenziale* asimmetria nelle opzioni di un contratto di mutuo al cui interno è collocato un derivato o più precisamente una opzione derivata. Non si azzardano giudizi, per mancanza di titolo, su aspetti legislativi e giuridici del contratto di mutuo con clausola Floor, ambendo esclusivamente a dimostrare la asimmetria nelle opzioni *e la rilevanza di una deficitaria comunicazione sul punto*.

Le definizioni possono aiutare, analizzando prodotti finanziari poco diffusi, ad inquadrare senza fraintendimenti gli argomenti e auspicabilmente rendere più fruibile la comprensione della teoria delle asimmetrie come da titolo. Il *mutuo* si intende quel contratto a prestazioni corrispettive dove il mutuante eroga una somma che il mutuatario si impegna a restituire comprensiva di interessi. Il mutuo analizzato è a tasso variabile. Il *tasso di interesse* è quel numero, solitamente espresso in percentuale

annua, che remunera la disponibilità del capitale per il tempo in cui viene messo a disposizione. La *clausola Floor* prevede e indica un limite percentuale oltre il quale il tasso di interesse dovuto dal cliente non può scendere. Proveremo a dimostrare, che economicamente (in soldoni) l'opzione Floor, più spesso che non, vale più dell'opzione concessa, sempre che lo sia, al sottoscrittore del prestito. In sostanza ci troviamo davanti a due esigenze: una capitale quella della trasparenza e una più aleatoria, di equilibrio. Sull'equilibrio finanziario poco si può commentare per via all'autonomia privata mentre più interessante è l'equilibrio informativo e dell'accesso alle informazioni. *Crediamo che la trasparenza possa rimediare alla debolezza negoziale che deriva dalle asimmetrie. L'asimmetria delle opzioni e l'asimmetria delle informazioni.*

2. Appunti sul funzionamento del mutuo a tasso variabile con clausola Floor. Giova ribadire che la clausola Floor applica esclusivamente nei contratti di finanziamento a *tasso variabile* non essendoci ragion d'essere nel caso di tasso fisso. Il tasso fisso è quel tasso che non varia nel tempo e che produce dal giorno della sottoscrizione rate predeterminate che non variano per tutta la durata del contratto. In sostanza il finanziamento con tasso Floor contiene al suo interno una opzione Floor, ovvero uno strumento finanziario derivato che consente all'erogatore di porre un limite alla indeterminatezza in discesa dell'indice la cui oscillazione si è deciso di utilizzare quale criterio per il costo dell'operazione (1). Che si tratti di una operazione *tecnicamente* inclusiva di un strumento finanziario derivato è fuori di dubbio, difficile motivare e asserire il contrario in ambito tecnico finanziario mentre in abito contrattuale e giuridico c'è ancora dibattito, ma nella tecnica la clausola Floor impone un comportamento al tasso di interesse per cui quest'ultimo deriva il suo valore dal trigger o meno della condizione esposta nella clausola Floor. Tralasciamo la distinzione tra implicito e incorporato poiché il contratto derivato è assolutamente trasparente nella sua incorporazione, mentre è il suo costo ad essere implicito. Non siamo in presenza, è bene specificarlo, di un derivato autonomo quanto di una componente derivata di altro negozio. Per citare un esempio fatto altri, il profitto di una componente derivata a

differenza degli interessi del mutuo si manifesta immediatamente mentre gli interessi si incassano per tutto il periodo del contratto. Trattasi, come vedremo, di una proposta pienamente legittima se correttamente prospettata. Nella pratica quindi chi propone l'investimento in un mutuo con clausola Floor propone al cliente sottoscrittore un tasso variabile, eventualmente concorrenziale, ma vincola la discesa del tasso di riferimento (in Italia è maggiormente utilizzato Euribor) ad un Floor sotto il quale il tasso non può scendere. Qualora il tasso di riferimento (Euribor) dovesse portarsi sotto lo strike price cioè la soglia stabilita contrattualmente (tasso Floor) il cliente non potrebbe usufruire del delta (la differenza) tra il reale livello in discesa raggiunto dal tasso dal parametro di riferimento e quanto stipulato in contratto ma deve cedere questo vantaggio all'ente erogante, nella maniera che più dettagliatamente si descriverà nella sezione relativa alle opzioni, generando in ogni caso una alea unilaterale e diremmo anche qualche dubbio sulla reale variabilità del tasso che per una dei contraenti ha variabilità limitata.

Nota n. 1 - Secondo l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Decisione in data 24 febbraio 2016, caso Cassa di Risparmio di Bolzano ed altri, 37, nt. 82) "Un finanziamento con tasso floor contiene al suo interno una opzione floor, ovvero uno strumento finanziario derivato che consente alla banca di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato indice".

In particolar modo è interessante il Punto 105 a pag. 37: << *Nel maggio 2013 la Federazione, a seguito di un approfondimento in sede di Commissione dei Direttori, ha avviato e coordinato un progetto denominato "Opzioni floor sui mutui a tasso variabile" inerente ai mutui erogati dalle Casse Rurali trentine.*

Il progetto aveva finalità amministrativo contabili e, specificamente, mirava ad attuare nuove modalità per dare corso allo scorporo contabile dell'opzione implicita contenuta nei contratti di mutuo con tasso floor ai sensi del principio contabile internazionale IAS39. Le modalità precedentemente in uso (confronto del tasso floor con il tasso variabile del singolo mutuo) determinavano, infatti, l'iscrizione in bilancio di un elevato numero di opzioni, che comportavano per le Casse Rurali una maggiore volatilità nei risultati economici, dovuta a una serie

di grandezze economiche non governabili dalla banca stessa. Il progetto in esame era teso, pertanto, a definire un diverso algoritmo di calcolo per individuare e iscrivere in bilancio i soli derivati impliciti nei finanziamenti concessi alla clientela con tasso floor che avessero effettivamente le caratteristiche per cui lo IAS 39 impone lo scorporo e l'iscrizione in bilancio.

L'iniziativa aveva il duplice scopo di rettificare i bilanci degli esercizi precedenti e di modificare i criteri per l'iscrizione in bilancio pro futuro.

Un finanziamento con tasso floor contiene al suo interno un'opzione floor, ovvero uno strumento finanziario derivato che consente alla banca di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato indice (es. l'Euribor), ricevendo la differenza che alla scadenza/alle scadenze contrattuali si manifesta tra l'indice di riferimento ed il limite fissato. In altre parole, la banca ottiene la copertura dal rischio che la variabilità del rendimento dell'attività finanziaria (tasso del finanziamento) non possa scendere sotto di un rendimento certo (tasso floor) >>

3. Le opzioni possono essere riassunte ed esaminate in maniera accurata soprattutto per quanto attiene alla opzione Floor riservata all'erogante poiché come vedremo al sottoscrittore non vengono riservati specifici vantaggi contrattualmente previsti o contrattualizzati. Le opzioni solitamente vengono indicate come qualcosa che si sceglie di vendere o di acquistare. In questo caso analizzeremo il vantaggio dichiarato per il contraente erogante valutandone la simmetria rispetto al vantaggio dichiarato per il contraente fruitore dell'erogazione. Come vedremo in seguito, in linea teorica, i vantaggi sono o meglio dovrebbero essere simmetrici poiché se non lo fossero taluni potrebbero invocare *per tabulas* l'abuso della posizione contrattuale più solida e ed economicamente avvantaggiata *nel caso in cui non si evidenziasse correttamente il valore economico dell'opzione Floor*. La simmetria, soprattutto quella informativa, è a modo di vedere degli scriventi, fondamentale; salvo l'erogazione di un upfront che riequilibri un rapporto altrimenti economicamente asimmetrico già alla stipula, ma non dichiarato come tale. Il contraente erogante riserva a se l'acquisto (implicito) di una opzione Floor dal contraente fruitore del prestito al valore di mercato cosiddetto di indifferenza (*valore puro*) quindi acquista un rischio positivo.

Per esserci equilibrio il contraente fruitore dovrebbe ricevere *il premio (l'eventuale upfront)* per la vendita dell'opzione Floor e se ne assumerebbe il maggior rischio. Elementare è dimostrare che le opzioni sono asimmetriche se una controparte si riserva un vantaggio e nulla concede all'altro cui l'unica risorsa rimarrebbe il rifiuto alla sottoscrizione. Tutto questo, sempre e comunque sottostante la libertà dell'iniziativa privata se il sottoscrittore il prodotto viene debitamente informato delle peculiarità insite in un tasso con clausola Floor. Riguardo la logica obiezione circa l'eventuale estinzione anticipata, è utile ricordare che questa eventualità sfugge al controllo dell'offerente il mutuo e si manifesta obbligatoriamente dopo la stipula, mentre il vincolo dell'acquirente si manifesta alla stipula.

4. Il diritto al profitto dell'intermediario finanziario non deve mai essere sottovaluto poiché limitandolo verrebbe meno la disponibilità di servizi finanziari necessari a chi desidera sottoscriverli. Questo profitto spesso non viene riconosciuto per contanti ma deve essere incluso nella struttura dell'operazione. Sovente si porta questa teoria a sostegno dell'impossibilità di avere un valore iniziale dichiaratamente *par (il concetto par puro applica solo ai contratti derivati swap sui tassi di interessi)* poiché lo squilibrio iniziale per il cliente corrisponderebbe all'ulteriore margine non dichiarato per l'intermediario. Si ritiene che non esistano *free lunches* (pasti gratis) che sia automatico quindi che i costi impliciti debbano essere sostenuti dal cliente. Il ragionamento mi convince sempre e comunque; salvo che sarebbe più corretto esplicitarne i costi e ottenere il consenso informato. L'accordo negoziale tra le parti dovrebbe avere ad oggetto anche il margine di redditività in favore dell'erogatore. Questo è ben riconosciuto nel caso di contratti swap per via dell'influenza che il fattore redditività dell'intermediatore ha sull'alea. Riteniamo che anche nel caso di clausola Floor si potrebbe applicare lo stesso criterio per via dell'influenza sul costo complessivo, sull'impatto nell'ISC e l'eventuale superamento del tasso soglia. Non dovrebbe essere escluso a priori che il difetto di consenso negoziale possa portare ad una nullità complessiva ex. Art. 1418 c.c. e nemmeno che il ricorso alla specifica qualificazione del cliente per stabilire che avrebbe potuto desumere l'esistenza del costo implicito della clausola Floor. Questo non perché un

cliente professionale sappia o meno derivare il costo implicito dell'opzione Floor quanto piuttosto se contrattualmente fosse concorde a riconoscerne il pagamento implicito alla controparte. Riconosco che non si tratta di incontrare, nella stipula di contratti di mutuo con clausola Floor, opposte e complementari esigenze quanto di un cliente che necessita un finanziamento e di un operatore professionale *che può ma non è tenuto* a prestare la propria opera. Ben venga quindi la legittimità del margine ma che questo non sia il risultato dell'asimmetria informativa delle opzioni in cui ad un contraente si attribuiscono costi non prospettati.

5. Affinché il contratto non sia affetto da palese esercizio di posizione dominante relativa alla mancata condivisione delle informazioni disponibili ad uno solo dei contraenti, bisogna verificare –e può esserci– che l'opzione offerta dall'erogante (che per se ha riservato l'opzione Floor) allo stipulante sia economicamente equilibrata o che vengano esplicitati i profili monetari che l'asimmetria genera. Solitamente l'opzione offerta è uno sconto di tasso rispetto al mercato che possa pareggiare il valore dell'opzione floor. Questo articolo vuole fornire dimostrazioni verificabili; per mercato si deve intendere la media dei tassi per categoria omogenea, quei tassi medi rilevati che concorrono alla strutturazione del tasso soglia previsto dalla legge n. 108 del 1996. Per quanto possa essere scontato, un contratto con un'opzione onerosa -non palesata- esclusivamente a carico di uno dei contraenti, è dimostrabile essere palesemente sfavorevole e gravemente asimmetrica. Dimostrarlo può non essere alla portata di tutti ma nemmeno è particolarmente complicato. Non dimentichiamo che costi non palesati possono incidere anche nella accuratezza del tasso di interesse espresso, per esempio l'ISC, Indicatore Sintetico di Costo con le relative conseguenze del caso.

6. Abbiamo quindi dichiarato i vantaggi che sottendono le posizioni dei due contraenti. All'erogatore si concede di limitare la discesa del tasso di interesse pagabile dalla controparte per mezzo della clausola Floor mentre al ricevente il finanziamento *può* essere eventualmente offerto un tasso di interesse più vantaggioso, rispetto alla media dei tassi di interesse presenti sul

mercato nel periodo di stipula per operazioni analoghe la propria. *Ma non vi sono obblighi in tal senso, l'unico obbligo risiede nella corretta e trasparente comunicazione di scenari e condizioni.* Lo strumento finanziario derivato consente alla banca di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato parametro o indice; ricevendo alla scadenza o alle scadenze la differenza che si manifesta tra il livello dell'indice misurato e il limite che la clausola Floor ha prefissato. L'erogante ottiene la copertura del rischio che sottenda alla variabilità del rendimento dell'attività di prestatore di fondi non potendo scendere sotto un rendimento fisso (tasso Floor). Il vantaggio risiede principalmente nel poter valutare il minimo rendimento che l'operazione di finanziamento con mutuo a tasso Floor riserva all'operatore che lo ha erogato. Per contro, questa clausola, consente di stabilire per il sottoscrittore il costo minimo che l'operazione verrà a costare (il costo massimo lo stabilisce il mercato) senza però permettergli di poter usufruire di eventuali ribassi di tasso.

7. La eventualità di trovarsi davanti ad un cosiddetto “Contratto Leonino” quello per cui una delle parti esercita la propria posizione dominante quale detentore di informazioni precluse alla controparte se non dopo accurata analisi, si *potrebbe* configurare se riservandosi una opzione Floor l'istituto di credito non concedesse alcuna facilitazione alla controparte che possa rendere simmetrica o meglio meno asimmetrica l'operazione, *senza fornire indicazioni di scenario o le precise condizioni economiche che sottendono alla stipula dell'opzione Floor.* al fruitore il prestito. Godendo, i contratti tra le parti di piena autonomia negoziale, riteniamo una strada giuridicamente poco viabile cercare di dimostrare l'abuso di posizione contrattuale dominante anche se un esperto avvocato potrebbe pensarla diversamente. Molto più fattibile è dimostrare la nozione che le opzioni costruite nel mutuo sono *-se non correttamente esplicitate e corredate di scenari probabilistici-* asimmetriche, nozione che è anche dimostrabile visti i costi impliciti nella opzione Floor. Non trascurabile è anche l'eventuale mancata indicazione della formula matematico/finanziaria con la quale la parte ha inteso attualizzare i flussi finanziari che hanno dato corso alla quantificazione del valore imputabile alla opzione Floor al momento della stipula del contratto. In difetto di esplicita enunciazione

viene il sospetto che si potrebbe evidenziarne la indeterminabilità della stessa, con le conseguenze del caso. Assoluta la necessità di discernere: gli aspetti tecnici, un conto il diritto. Ciò che in astratto, matematicamente, può essere un derivato, può non esserlo giuridicamente. Il derivato, giuridicamente, è la scommessa, su un'alea. Entrambe le parti possono vincere o perdere, risultare alla scadenza creditori o debitori. Nel caso di mutuo con tasso Floor, il mutuante o concedente non accetta ovviamente questa impostazione, non cerca e non desidera un simile risultato. Si limita a dire in presenza di una clausola Floor: accetto un'alea limitatamente al quantum che mi dovrai restituire (perché c'è un'indicizzazione) ma fino a un certo punto (non al di sotto del valore indicato dalla clausola Floor). Ora, si converrà che un conto è un'alea sull'an (devo una prestazione, oppure ho diritto di riceverla), un conto è sul quantum (devo una prestazione; può aumentare, o diminuire ma non oltre una certa soglia). Le differenze quantitative, *oltre una certa soglia*, diventano anche di qualità, e quindi non si può dire –in termini assoluti- che solo perché c'è una clausola Floor il contratto ha natura derivativa, perlomeno non in termini giuridici mentre è più assoluta la descrizione matematica. *Da annotare che mentre una parte può godere del rialzo dei tassi l'altra non può godere dell'eventuale ribasso degli stessi.* L'erogante si trova nelle condizioni di ottenere, nell'ipotesi di ribasso dei tassi, un minimo garantito oltre lo spread già incluso nel tasso pattuito. Quindi anche nella piena liberalità degli accordi tra le parti alcuni profili di anomalia possono essere evidenziati analizzando il dettaglio della corretta prospettazione e domandando se e *quali sono state le valutazioni prospettive* che hanno sotteso l'inserimento di una clausola Floor. Solo per dovere di informazione si cita testualmente il prospetto informativo di una banca denominato “foglio informativo relativo al mutuo chirografario artigiano ipotecario o fondiario con floor” che recita:

In particolare, nei mutui che prevedono un tasso variabile, può essere stabilito un tasso minimo (floor). In questi casi, indipendentemente dalle variazioni del parametro di indicizzazione, il tasso di interesse non può scendere al di sotto del minimo (floor).

La presenza dei limiti di tasso nel contratto di mutuo a tasso variabile, nel linguaggio finanziario, implica l'esistenza dei cosiddetti "derivati impliciti".

Nel dettaglio, nel mutuo a tasso variabile con soglia di tasso minimo è prevista una clausola contrattuale che, dal punto di vista finanziario, si traduce nella presenza implicita di un'opzione floor. L'opzione floor è uno strumento finanziario derivato che consente a chi lo acquista, a fronte di un premio da versare, di porre un limite alla variabilità in discesa di un determinato indice o di un prezzo, ricevendo la differenza che alla scadenza/alle scadenze contrattuali si manifesta tra l'indice/prezzo di riferimento ed il limite fissato.

Se da un lato abbiamo direttamente appreso che c'è il modo di comunicare in maniera trasparente il funzionamento del prodotto, nella stessa informativa redatta da una banca apprendiamo che il contratto in oggetto, per dichiarazione esplicita è corredato da opzione Floor che viene espressamente descritta come uno strumento finanziario derivato.

8. La simmetria delle opzioni risulta a nostro modo di vedere una esigenza di corretta informazione ben più preponderante rispetto alle altre manifestazioni di insoddisfazione che nel tempo i sottoscrittori di mutui con clausola Floor hanno esibito negli atti di citazione o nelle richieste di ripetizione di indebitto. Riteniamo che gli istituti di credito abbiano avuto e abbiano tuttora il diritto di proporre, se nel rispetto delle normative vigenti, prodotti finanziari al cui interno sono state strutturate delle opzioni derivate. Così facendo è però necessario rispettare alcuni cardini che rendono gli strumenti derivati quello che sono. O i mutui con clausola Floor non sono considerati come inclusivi di un prodotto derivato –ed essendolo tecnicamente- non potrebbero essere venduti come tali; oppure sono prodotti finanziari con al loro interno una opzione derivata e come tali devono osservare alcuni concetti molto basilari quali una corretta informazione riguardo costi e scenari. *Giuridicamente si tratta di contratti di mutuo ma tecnicamente sono prodotti finanziari strutturati in cui il sottoscrittore acquista implicitamente il derivato. All'interno di un contratto di credito tradizionale viene incorporato*

un contratto derivato di tipo opzionale. Per non appesantire l'articolo e agevolarne la comprensione ci concentreremo esclusivamente su questi aspetti semplificando intenzionalmente la spiegazione. La nozione di *par* implica un valore iniziale del contratto pari a zero. Significa che i differenziali relativi alle due opzioni, una per ognuna delle parti, generano dei flussi differenziali pari a zero o che si annullano a vicenda risultando zero. Al contrario, un contratto non *par* implica che una delle due opzioni venga valutata a sconto oppure che l'altra sia maggiorata rispetto al mercato. Lo squilibrio è compensabile mediante il pagamento di un importo denominato *upfront*. L'importo dell'*upfront* viene determinato dall'importo che causa lo squilibrio, l'asimmetria. Il concetto del derivato *par* è radicato nell'ambito dei derivati IRS (Interest Rate Swap) ma riteniamo che *se* lo svantaggio economico non è stato correttamente esplicitato in sede di sottoscrizione, la relazione tra le parti risulta disallineata e andrebbe corretta o con le spiegazioni del caso (ma solo alla sottoscrizione e sicuramente prima di t_0) o con il riconoscimento dell'importo che ha causato lo squilibrio se è dimostrabile che non c'è stata corretta descrizione dei flussi potenziali e nel caso di sottoscrittore non professionale una corretta esplicitazione per iscritto degli scenari. Cercheremo quindi con l'esempio tecnico al punto seguente di dimostrare che le opzioni nei contratti di mutuo con clausola Floor *possono* essere asimmetriche e spesso lo sono e diventano patologiche se l'informazione non viene trasmessa o non viene trasmessa correttamente secondo le vigenti normative. A nostro modo di vedere la corretta comunicazione circa la asimmetria nelle opzioni è requisito fondamentale per una corretta proposta contrattuale sostenibile in un eventuale giudizio perché nulla è peggio di una stipula dove uno dei contraenti non è pienamente edotto riguardo tutte le condizioni e le previsioni contrattuali, Non c'è regola o legge a imporre che un contratto debba essere *par*, tutt'altro, ma se non lo è andrebbe definito come tale. Curioso come una obbligazione societaria costruita con al suo interno delle condizioni derivate, nel suo prospetto informativo debba citare le condizioni di formazione del prezzo e debba esplicitare se vi sono componenti di profitto altrimenti occulte. Al mutuo con clausola Floor questa previsione di legge a tutela del soggetto sottoscrittore non è imposta e non c'è obbligo di comunicare eventuali forme di margine occulto. Questa distinzione è curiosa anche per la diversa tipologia di fruitore,

tenendo a mente che entrambi gli strumenti finanziari sono forme di prestito a premio. Mentre l'obbligazione societaria è principalmente mirata all'investitore avveduto che acquista il prodotto per esclusivi fini speculativi, il mutuo è solitamente appannaggio di fruitori che non sono necessariamente esperti in ambito finanziario e non contraggono il mutuo per trarne profitto ma perché si trovano in esigenza di farlo. In breve chi stipula un mutuo solitamente ne ha bisogno mentre chi acquista una obbligazione societaria sceglie di farlo. Ma il livello di trasparenza informativa richiesto segue un percorso opposto a quello che la logica suggerirebbe.

9. Gli esempi pratici tentano di spiegare, con dovizia di dettagli, come l'asimmetria si manifesta. Tramite simulazioni attribuibili al momento della firma il cosiddetto t zero o t_0 dove non c'è spostamento temporale dal momento della stipula, oppure analisi a consuntivo se l'intero periodo stipulato è già trascorso. Questo viene espresso come t più il numero di periodi prestabiliti intercorsi o più generalmente t_{+n} - in alternativa si effettuano valutazioni degli scenari che simulano il progredire delle condizioni nel tempo.

La prima dimostrazione iper-semplificata non prevede che venga concessa alcuna facilitazione particolare al cliente mentre riserva all'erogante un tasso Floor del 5.00% che in realtà è un tasso Floor del 3.50% rispetto al parametro di riferimento, l'Euribor – il delta è dato dallo spread. Il primo esempio utilizza ovviamente dati che corrispondono, nella realtà a tassi vigenti (sarebbe troppo semplice utilizzare arbitrariamente tassi più consoni all'uopo di dimostrare la teoria).

Di seguito i dati:

- Mutuo ipotecario per un importo di euro 500.000 tasso variabile della durata di anni dieci.
- Data sottoscrizione 15.03.2007
- T Var Euribor 3M + 1.5% (spread)
- Rilevazione Euribor 3M: 2gg lavorativi antecedente i mesi
- Eur 3M alla stipula 3.89%
- tasso 5.39%

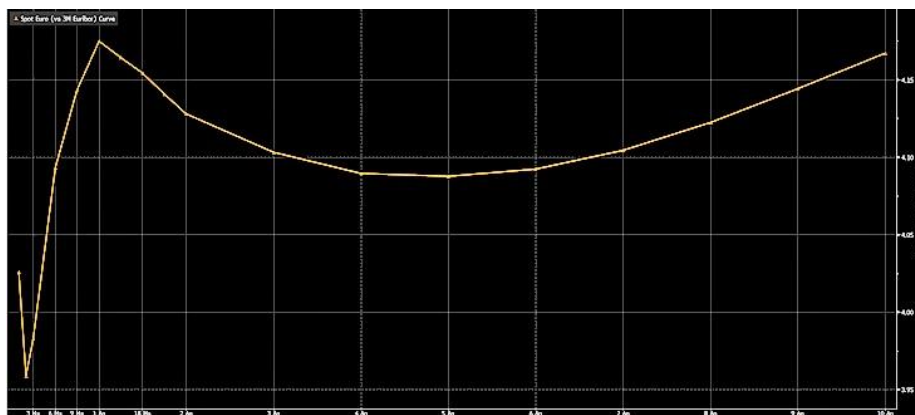
- pre ammortamento sino al 15.10.2007
- tasso mese 0.449%
- ammortamento francese in regime *composto* (*questa distinzione sarà oggetto di un articolo futuro*)
 - Rate in ammortamento: n. 120
 - Rata costante (alla stipula) euro 5.399,102
 - Tasso minimo riservato alla Banca (Floor contrattuale) 5.00%
 - Strike del floor 3.50% (quando l'Euribor tocca il 3.50% per via dello spread)
 - Spese di istruttoria: € 2.500,00
 - Spese incasso rata: € 2,50
 - ISC/TAEG: 5,65%
 - TEGM: 5,10%
 - Tasso Soglia Usura: 7,65%

Nel caso i cui si voglia rappresentare un esempio, sempre realistico, ma per scenari; bisogna affidarsi alle curve dei tassi forward. Le curve dei tassi forward sono per definizione tassi impliciti nelle definizioni spot di un atteso rendimento futuro, più semplicemente se ponessimo su un grafico tutti i punti in cui (nel momento in cui lo redigiamo) ci aspettiamo renda tra un anno e tra un anno il rendimento che ci aspettiamo il mercato abbia tra due anni e così via, creiamo una curva di tassi forward. Queste curve forniscono delle indicazioni circa l'atteso sviluppo dei tassi di interesse e sono la base per le proiezioni che riguardano lo sviluppo atteso dei tassi.

Nella fig.1 è riportata la curva spot dei tassi Euribor 3M in data di sottoscrizione del mutuo

Nella tab. 2 sono riportati i tassi forward dell'Euribor 3M derivati dalla curva spot

Fig. 1 Curva dei tassi Euribor 3M in data 15/03/2007



Tab. 1 tassi Forward in data 15/03/2007

Data	Tasso FW	Data	Tasso FW	Data	Tasso FW	Data	Tasso FW	Data	Tasso FW	Data	Tasso FW
10/11/2007	4,12138	06/11/2009	3,94267	02/11/2011	3,94457	10/11/2012	4,0049	06/12/2014	4,14796	02/11/2016	4,26631
11/13/2007	4,10874	07/13/2009	3,93888	03/11/2011	3,95681	11/13/2012	4,00465	07/11/2014	4,14893	03/11/2016	4,28865
12/13/2007	4,09613	08/13/2009	3,93482	04/13/2011	3,9583	12/13/2012	4,00433	08/13/2014	4,15057	04/13/2016	4,29406
01/11/2008	4,08069	09/11/2009	3,93103	05/12/2011	3,95745	01/11/2013	4,02269	09/11/2014	4,15094	05/12/2016	4,29573
02/13/2008	4,05988	10/13/2009	3,9274	06/13/2011	3,95637	02/13/2013	4,04422	10/13/2014	4,15196	06/13/2016	4,29693
03/13/2008	4,0348	11/12/2009	3,92346	07/13/2011	3,9556	03/13/2013	4,06572	11/13/2014	4,15332	07/13/2016	4,29853
04/11/2008	4,01733	12/11/2009	3,9195	08/11/2011	3,95402	04/11/2013	4,0686	12/11/2014	4,15366	08/11/2016	4,29909
05/13/2008	3,99825	01/13/2010	3,92573	09/13/2011	3,95257	05/13/2013	4,06948	01/13/2015	4,17125	09/13/2016	4,29977
06/12/2008	3,97613	02/11/2010	3,93436	10/13/2011	3,95158	06/13/2013	4,07058	02/12/2015	4,19334	10/13/2016	4,30117
07/11/2008	3,96208	03/11/2010	3,9423	11/11/2011	3,95033	07/11/2013	4,07106	03/12/2015	4,21212	11/11/2016	4,30179
08/13/2008	3,94726	04/13/2010	3,94124	12/13/2011	3,94878	08/13/2013	4,07167	04/13/2015	4,21508	12/13/2016	4,30179
09/11/2008	3,93176	05/13/2010	3,9391	01/12/2012	3,96554	09/12/2013	4,07223	05/13/2015	4,2171	01/12/2017	4,3192
10/13/2008	3,92608	06/11/2010	3,93689	02/13/2012	3,98364	10/11/2013	4,07286	06/11/2015	4,21794	02/13/2017	4,3351
11/13/2008	3,92086	07/13/2010	3,93456	03/13/2012	4,00255	11/13/2013	4,07382	07/13/2015	4,21888	03/13/2017	4,35247
12/11/2008	3,91662	08/12/2010	3,93216	04/12/2012	4,00508	12/12/2013	4,07361	08/13/2015	4,22043	04/12/2017	4,35657
01/13/2009	3,92628	09/13/2010	3,92966	05/11/2012	4,00527	01/13/2014	4,09398	09/11/2015	4,2211	05/11/2017	4,35742
02/12/2009	3,93993	10/13/2010	3,92783	06/13/2012	4,00573	02/13/2014	4,12052	10/13/2015	4,22213	06/13/2017	4,35823
03/12/2009	3,9528	11/11/2010	3,92509	07/12/2012	4,0053	03/13/2014	4,14264	11/12/2015	4,22329	07/13/2017	4,35933
04/09/2009	3,95011	12/13/2010	3,9223	08/13/2012	4,00508	04/11/2014	4,14507	12/11/2015	4,22364	08/11/2017	4,35987
05/13/2009	3,94683	01/13/2011	3,93315	09/13/2012	4,00497	05/13/2014	4,14647	01/13/2016	4,24262	09/13/2017	4,36024

Quindi sempre con lo stesso importo, durata e periodo facciamo una analisi per scenari usando i tassi forward con strike posto a Euribor 3M 3.50% (senza dimenticare lo spread applicato pari a 150 punti base):

Lo scenario peggiore per il cliente è che la curva dei tassi scenda del tre per cento per ogni scadenza.

Calcolo interessi dovuti con Floor uguale a euro 136.393,09

Calcolo interessi dovuti senza Floor uguale a euro 65.908,92

Il delta negativo previsto per il cliente è uguale a euro 70.484,18

Solo a dimostrazione dell'accuratezza dell'analisi per scenari utilizzando le curve di tassi forward, elenco le condizioni *effettivamente verificatesi a consuntivo* (con tassi Euribor 3M storici tab. 2). Gli interessi effettivi sono stati:

Valutazione interessi dovuti con Floor uguali a euro 144.232,46

Valutazione interessi dovuti senza Floor uguale a euro 83.554,94

Il delta negativo realizzatosi per il cliente è uguale a 60.677,52

A consuntivo il risultato è stato molto vicino allo scenario negativo di riduzione della curva dei tassi del 3,00% che si poteva ben simulare in data di sottoscrizione del mutuo.

Tab. 2 Tassi Euribor 3M storici

Data	Eur 3M	Data	Eur 3M	Data	Eur 3M	Data	Eur 3M	Data	Eur 3M	Data	Eur 3M
10/11/2007	4,732	06/11/2009	1,277	02/11/2011	1,093	10/11/2012	0,21	06/12/2014	0,242	02/11/2016	-0,179
11/13/2007	4,575	07/13/2009	0,996	03/11/2011	1,173	11/13/2012	0,192	07/11/2014	0,203	03/11/2016	-0,225
12/13/2007	4,948	08/13/2009	0,873	04/13/2011	1,327	12/13/2012	0,183	08/13/2014	0,199	04/13/2016	-0,249
01/11/2008	4,576	09/11/2009	0,773	05/12/2011	1,42	01/11/2013	0,195	09/11/2014	0,084	05/12/2016	-0,258
02/13/2008	4,34	10/13/2009	0,742	06/13/2011	1,471	02/13/2013	0,226	10/13/2014	0,082	06/13/2016	-0,263
03/13/2008	4,606	11/12/2009	0,714	07/13/2011	1,605	03/13/2013	0,203	11/13/2014	0,078	07/13/2016	-0,295
04/11/2008	4,747	12/11/2009	0,714	08/11/2011	1,535	04/11/2013	0,211	12/11/2014	0,082	08/11/2016	-0,299
05/13/2008	4,856	01/13/2010	0,684	09/13/2011	1,528	05/13/2013	0,203	01/13/2015	0,071	09/13/2016	-0,302
06/12/2008	4,958	02/11/2010	0,662	10/13/2011	1,572	06/13/2013	0,209	02/12/2015	0,048	10/13/2016	-0,311
07/11/2008	4,963	03/11/2010	0,65	11/11/2011	1,462	07/11/2013	0,218	03/12/2015	0,027	11/11/2016	-0,312
08/13/2008	4,965	04/13/2010	0,644	12/13/2011	1,426	08/13/2013	0,225	04/13/2015	0,011	12/13/2016	-0,316
09/11/2008	4,958	05/13/2010	0,683	01/12/2012	1,245	09/12/2013	0,224	05/13/2015	-0,009	01/12/2017	-0,327
10/13/2008	5,318	06/11/2010	0,719	02/13/2012	1,057	10/11/2013	0,227	06/11/2015	-0,014	02/13/2017	-0,329
11/13/2008	4,245	07/13/2010	0,835	03/13/2012	0,876	11/13/2013	0,218	07/13/2015	-0,019	03/13/2017	-0,33
12/11/2008	3,329	08/12/2010	0,899	04/12/2012	0,757	12/12/2013	0,277	08/13/2015	-0,024	04/12/2017	-0,332
01/13/2009	2,612	09/13/2010	0,879	05/11/2012	0,69	01/13/2014	0,282	09/11/2015	-0,038	05/11/2017	-0,329
02/12/2009	1,959	10/13/2010	0,985	06/13/2012	0,662	02/13/2014	0,288	10/13/2015	-0,049	06/13/2017	-0,331
03/12/2009	1,65	11/11/2010	1,05	07/12/2012	0,497	03/13/2014	0,304	11/12/2015	-0,081	07/13/2017	-0,331
04/09/2009	1,435	12/13/2010	1,026	08/13/2012	0,349	04/11/2014	0,328	12/11/2015	-0,128	08/11/2017	-0,329
05/13/2009	1,281	01/13/2011	0,998	09/13/2012	0,252	05/13/2014	0,335	01/13/2016	-0,144	09/13/2017	-0,329

10. Il tasso Floor del 5,00% nel contratto di mutuo è un derivato finanziario, ovvero una Opzione Floor sul Tasso di Interesse Euribor 3M con strike 3,50% (5,00% - spread 1,50%) e nozionale di euro 500.000 in ammortamento della durata di 10 anni

Il valore di mercato MTM di questa Opzione Floor in data di sottoscrizione del contratto di mutuo era di circa euro 4.284 - Il valore MTM è stato calcolato utilizzando il modello standard (modello di Black) per la valutazione delle Opzioni sui tassi di interesse (fonte Bloomberg); i modelli standard per la valutazione MTM dei derivati finanziari presuppongono neutralità al rischio e un valore atteso della variabile aleatoria pari alla sua media storica con probabilità basse di eventi estremi. In poche parole il valore di mercato di questa Opzione Floor pari a circa euro 4.284 non tiene conto della propensione al rischio dell'acquirente / venditore e attribuisce scarsa probabilità agli eventi estremi, ad esempio alla riduzione dei tassi Euribor 3 mesi fino allo zero o negativi - Il prezzo dell'Opzione Floor ovvero il premio che il venditore è disposto a ricevere per assumersi il rischio di perdite future sarà quindi maggiore di euro 4.284 - Quanto maggiore dipende dall'avversione al rischio e da quanta probabilità attribuisce al manifestarsi di eventi negativi - Come abbiamo visto, si poteva simulare in data di sottoscrizione il costo

in termini di maggiori interessi da pagare per il mutuatario in caso di riduzione della curva dei tassi Euribor di 300 punti base (3,00%)

Tale importo era, a consuntivo, euro 70.484,18 che è pari ad un valore attuale t_0 in data di sottoscrizione di euro 59.977,93 (i tassi di sconto sono i medesimi utilizzati nella formula di Black). Il prezzo dell'Opzione Floor poteva ragionevolmente attestarsi tra il minimo di euro 4.284 e il massimo di euro 59.978 - Il mutuatario, consapevole dei rischi finanziari a cui andava incontro attraverso la vendita dell'Opzione Floor a favore della Banca, avrebbe dovuto chiedere il pagamento di un premio ragionevole da un minimo di euro 4.284 ad un massimo di euro 59.978

In realtà il mutuatario non ha ricevuto alcun corrispettivo (premio) per il rischio finanziario assunto tramite la vendita dell'Opzione Floor e *a contratto* non ha visto esplicitarsi stipularsi un tasso, con un delta ben identificato, a sè più favorevole rispetto alla media delle operazioni analoghe.

Tale mancato ricavo è un costo implicito connesso al credito.

Costo che può rientrare nel calcolo iniziale del TAEG e la sua legale rappresentazione per il tramite dell'Indicatore Sintetico di Costo (ISC) del contratto di mutuo. Il valore del TAEG / ISC indicato nel contratto dalla Banca era pari al 5,65% inclusive delle spese iniziali di istruttoria di euro 2.500 e delle spese mensili di incasso rata di euro 2,50. Comprendendo anche il costo implicito dell'Opzione Floor ben attribuibile all'erogazione del credito, il TAEG varia da un minimo del 5,85% ad un massimo del 8,72% a seconda dell'importo attribuibile al prezzo (costo implicito) del derivato:

Propensione al Rischio	Prezzo Floor €.	TAEG
neutra	4,284	5,85%
elevata	10,000	6,12%
media	30,000	7,10%
bassa	40,500	7,65%
nessuna	59,978	8,72%

Il Tasso Soglia di Usura del 1° trimestre 2007 era 7,65%

Per tutti i valori del costo Floor maggiori di euro 40.500 il TAEG risulta maggiore del Tasso Soglia Usura.

Comunque anche nell'ipotesi di un valore del Floor neutro al rischio di euro 4.284 il TAEG assume un valore 5,85% diverso e maggiore di quello indicato in contratto 5,65% con tutto ciò che ne può conseguire in termini di *determinatezza e determinabilità delle condizioni economiche*.

11. Possiamo quindi affermare che, come nei casi di stipula di prodotti finanziari derivati a protezione di una variazione di tasso di interesse, potremmo non essere in presenza delle condizioni minime *necessarie* all'inserimento in contratto di un tasso Floor, ciò significa che potrebbero non esserci stati *segnali economici predittivi* che potessero indicare la necessità di includere un derivato Floor nella strutturazione del prodotto venduto. E' auspicabile che nella fase in cui sono stati esplicitati i costi dello strumento finanziario sottoscritto, tutti gli aspetti informativi fossero stati correttamente sviscerati e presentati al cliente per la valutazione. Nello specifico anche il tasso rappresentato dall'*indicatore sintetico di costo ISC* potrebbe non essere stato accurato, e potrebbe essere materia di valutazione. Forse, se il sottoscrittore che ha stipulato il mutuo, fosse stato edotto del costo implicito dell'opzione Floor oppure del fatto che le previsioni di scenario prospettavano che con l'inserimento della clausola Floor avrebbe rischiato di pagare *-in più-* fino a oltre settanta mila euro la negoziazione avrebbe potuto svolgersi in maniera più simmetrica, o non concludersi del tutto. *Il contraente avrebbe potuto valutare, se in possesso tutti i dati conosciuti ma non condivisi, se eventualmente non fosse preferibile sottoscrivere un mutuo a tasso fisso.*

12. In conclusione è fondamentale evidenziare che alla base dei principi economici relativi alla discesa dei tassi di sconto, ovvero il costo base del denaro, è che *i tassi scendono in condizioni e nei momenti di crisi economica*. In questa ottica i tassi Floor sono ancora più deleteri per il sottoscrittore fruitore del

prestito poiché la riduzione dei tassi che come detto si verifica in momenti di crisi è quando il credito dovrebbe costare meno ma il tasso Floor impedisce di fruire della riduzione di costo nel momento in cui il bisogno di risparmio è maggiore. Altra considerazione merita il rispetto delle corrette prescrizioni secondo il Titolo VI al Capo I del Testo Unico Bancario e più dettagliatamente all'art. 116, 117 quarto comma, 120 *quinquies*, 120 *septies*, 120 *octies*, 120 *septiesdecies*, e per quanto attiene al Capo II, quando applica. La potenziale asimmetria teorizzata in apertura di articolo si è potuto dimostrarla con esempi pratici e con valori economici reali il che porta ad evidenziare *la rilevanza predominante che la mancanza di simmetria informativa comporta*. Possiamo anche osservare che è difficile che vengano previsti e si riservino al sottoscrittore fruitore del prestito particolari vantaggi contrattualizzati o quantomeno non in termini certi e chiaramente identificati per il tramite di un delta rispetto al tasso medio per operazioni analoghe. Abbiamo anche stabilito che sarebbe stato possibile per il sottoscrittore mutuatario chiedere il pagamento del premio rispetto alla clausola Floor per permettere il riequilibrio delle opzioni proposte in contratto. La pianificazione dell'esposizione e dei reali costi ad essa collegati permette di meglio controllare la propria situazione finanziaria e ottenere informazioni più precise e puntuali potrebbe fare la differenza tra spendere denaro che si presume di possedere e spendere denaro che non si possiederà. Esborsi non preventivati, nei momenti di crisi, sono una calamità. Ulteriore punto conclusivo è relativo al fatto che i tassi Floor vengono contrattualizzati ed implementati esclusivamente nei periodi in cui le curve dei tassi forward si manifestano piatte o leggermente in discesa, così facendo l'erogante si protegge contro un ribasso dei tassi. Se il periodo analizzato presenta tassi forward tendenzialmente in salita è molto difficile che venga prevista ed implementata un contratto con clausola Floor. Inoltre Banca d'Italia nella *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 questo tendono specifici obblighi di informazione, a carico del professionista, e tassativi requisiti di chiarezza e comprensibilità del contratto, a favore della controparte. Qualora al lettore interessasse approfondire, l'Autorità Garante della Concorrenza e del

Mercato nella sua adunanza del 7 febbraio 2017 ha espresso delle interessanti deduzioni circa la vendita e la pubblicità relative ai mutui a tasso variabile con soglie minime del tasso di interesse nominale annuo, a cui rimandiamo per maggiori ragguagli.

La conclusione a cui siamo giunti è che la clausola Floor è da ritenersi legittima solo se chiara, comprensibile e trasparente nella componente costo che diversamente varierebbe gli indici sintetici espressi.